

O PODER DO BANCO CENTRAL DO BRASIL EM UMA ECONOMIA FINANCEIRIZADA: UMA ANÁLISE INSTITUCIONALISTA E FOUCAULTIANA

Jaime Marques Pereira¹

Miguel Bruno²

Stéphane Longuet³

Resumo: Este artigo se propõe a entender a economia política por trás da ambivalência da política econômica que conseguiu conciliar redistribuição e ortodoxia no Brasil durante os governos liderados pelo Partido dos Trabalhadores - até que essa conciliação se mostrou insustentável. Este trabalho combina a macroeconomia institucional com uma sociologia do governo por meio dos instrumentos de política econômica. A primeira destaca como o objetivo da redistribuição se tornou insustentável porque a financeirização do processo de acumulação de capital foi apenas reduzida, mas não foi questionada e muito menos, superada. A segunda abordagem caracteriza um bloqueio cognitivo da possibilidade de um estado desenvolvimentista. Mostramos que esse bloqueio é o resultado da transformação gradual dos arranjos governamentais liberais, que deram ao banco central a nova função de estabelecer o que chamamos de uma coalizão instrumental que concede aos interesses financeiros o direito de veto. O banco central está, portanto, provando ser uma instituição crucial em um governo do povo, no sentido dado a esse conceito por Foucault.

Palavras-chave: financeirização, política monetária, governamentalidade, Banco Central, Brasil.

A NECESSARY BUT INSUFFICIENT STEP: ON THE FIRST PHASE OF THE LULA GOVERNMENT'S TAX REFORM

Abstract: This article aims to understand the political economy behind the ambivalence of economic policy that managed to reconcile redistribution and orthodoxy in Brazil during the governments led by the Workers' Party—until this reconciliation proved unsustainable. This work combines institutional macroeconomics with a sociology of government through economic policy instruments. The first highlights how the goal of redistribution became unsustainable because the financialization of the capital accumulation process was only reduced, but neither questioned nor overcome. The second approach characterizes a cognitive blockage to the possibility of a developmental state. We show that this blockage is the result of the gradual transformation of liberal

¹ Professor Emérito, Centro de Pesquisa sobre as Instituições, a Indústria e os Sistemas Econômicos de Amiens (CRIISEA), Universidade da Picardie Jules Verne, Pôle Cathédrale 10, Placette Lafleur, BP 2716 80027 Amiens Cedex 1, França; ORCID0000-0001-9122-6571.

² Professor da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e da Escola Nacional de Ciências Estatísticas (ENCE | IBGE), Programa de Pós-Graduação em População, Território e Estatísticas Públicas, Rua André Cavalcanti, 106 / sala 503- C, Santa Teresa, Rio de Janeiro, RJ 20231-050, Brasil; ORCID 0000-0003-3049-2512.

³ Professor universitário, Diretor do Centro de Pesquisa sobre as Instituições, a Indústria e os Sistemas Econômicos de Amiens (CRIISEA), Universidade da Picardie Jules Verne, Pôle Cathédrale 10, Placette Lafleur, BP 2716 80027 Amiens Cedex 1, França.

governmental arrangements, which gave the central bank the new function of establishing what we call an instrumental coalition that grants financial interests the right of veto. The central bank is thus proving to be a crucial institution in a government of the people, in the sense given to this concept by Foucault.

Keywords: financialization, monetary policy, governability, Central Bank, Brazil.

INTRODUÇÃO

Durante a década de 2000, a economia brasileira teve um desempenho impressionante. O país expandiu sua capacidade de exportação de commodities e, ao mesmo tempo, ostentou um mercado interno dinâmico, impulsionado pela vontade política de redistribuir a renda e reduzir as desigualdades, além de expandir o crédito para famílias e empresas. Entretanto, a subsequente queda no crescimento e o declínio nos preços das commodities revelaram o fracasso do governo brasileiro em superar a crescente restrição externa. Esta reveste um caráter tanto econômico quanto político, assim que o revelou o impeachment da Presidenta Dilma Rousseff em 2016.

A deterioração do contexto econômico enfraqueceu politicamente seu governo, especialmente após sua reeleição em 2014. Essa nova conjuntura colocou em questão a sustentabilidade das medidas de redistribuição e, de forma mais ampla, desafiou a pretensão do governo de dar ao Estado um papel mais ativo na economia. Essa situação redefiniu os termos do debate sobre a viabilidade da chamada nova estratégia desenvolvimentista no Brasil, tal como tinha sido desenhada pelas “Dez Teses sobre o Novo Desenvolvimentismo”, um manifesto assinado em 2010 por proeminentes economistas heterodoxos.

Durante os sucessivos governos liderados pelo Partido dos Trabalhadores (PT) a partir de 2003, a ação pública mudou substancialmente. As novas políticas foram objeto de uma controvérsia que envolveu duas abordagens distintas e opostas, de acordo com os enfoques disciplinares. A primeira é a econômica, que analisa essas mudanças em termos dos vários conceitos relacionados às estratégias desenvolvimentistas (Amado & Mollo, 2015; Bresser-Pereira, Oreiro & Marconi, 2015; Fritz, Paula & Prates, 2022). A segunda abordagem envolve uma análise sociológica ou política da ação pública. Vários economistas concentraram seus estudos no efeito de desindustrialização da política monetária e cambial ortodoxa, argumentando que isso é totalmente incompatível com uma estratégia desenvolvimentista. Por outro lado, vários cientistas políticos bem como

sociólogos enfatizaram as intervenções do Estado que rompem o paradigma liberal. Alguns consideraram essa ruptura como resultado da dita dependência da trajetória (path dependency) que se observa na continuidade institucional por meio da qual o Estado pode reassumir sua antiga capacidade como promotor do desenvolvimento ao se adaptar a uma economia aberta (Boschi, 2010; Diniz, 2012; Santana, 2012). Outros analisam a competição entre grupos sociais na constituição de um bloco no poder (Boito, 2012; Singer, 2015).

Essas diferentes abordagens disciplinares levantam uma questão que a literatura sobre as mudanças no papel do Estado implementadas pelo governo do PT não aborda explicitamente, ou seja, a ambivalência de uma política econômica que conciliou com sucesso a redistribuição e a ortodoxia até que essa conciliação se mostrou insustentável. Uma análise baseada na macroeconomia institucional, conforme desenvolvida pela teoria da regulação, nos pareceu particularmente adequada já que ela leva a considerar essa ambivalência como a expressão de um compromisso sociopolítico. Partindo dessa hipótese, Jaime Marques Pereira (2012; Bresser-Pereira, Oreiro & Marconi, 2015) analisou, em pesquisa anterior, o papel crucial dos regimes monetário e cambial na construção de um novo compromisso distributivo, como base da coalizão governamental. Essas análises apontam a interação entre ideias e interesses econômicos que fundamentam esse compromisso distributivo, levando-nos a reconsiderar por que uma coalizão desenvolvimentista não foi possível.

A abordagem regulacionista da macroeconomia oferece uma perspectiva original para investigar algo que outras abordagens heterodoxas consideram predominantemente como um erro na formulação de políticas econômicas. Nesse caso, o Brasil não apenas permitiu que seu superávit comercial aumentasse o valor de sua moeda, mas acentuou especificamente essa valorização ao manter um diferencial de taxa de juros muito alto que atraiu investimentos estrangeiros em carteira. Esse erro de política é uma questão política que devemos considerar como uma escolha estratégica do governo e indica a importância das concessões à ortodoxia (e, portanto, aos interesses que se beneficiariam da ortodoxia). A análise da dinâmica macroeconômica no Brasil, desenvolvida aqui, mostra um compromisso estrutural fundamental: ou seja, uma coordenação de interesses obtida por meio da obtenção de uma configuração macroeconômica pela qual cada grupo considera que atingiu um nível satisfatório na

busca de seus interesses. Essa coordenação pode ocorrer na ausência de qualquer negociação formal. O compromisso distributivo é obtido ex-post, através da combinação de uma política monetária restritiva e do aumento na participação dos salários na renda nacional.

A análise do regime de acumulação esclarece a dinâmica das variáveis de distribuição de renda e a viabilidade do compromisso social e suas características. Nesse compromisso de fato, o conflito é, com efeito, apenas suspenso. O compromisso pode revestir uma forma mais explícita ou codificada, mas mostramos que se tratou essencialmente antes de tudo de um compromisso relativo aos instrumentos de política econômica. Assim sendo, cabe utilizar o conceito de compromisso instrumental. Aliás, o tema da continuidade da política macroeconômica foi objeto de um compromisso solene, assumido pelo candidato à presidência em 2002, Lula da Silva. O ex-líder sindical demonstrou, assim, que poderia superar a ameaça de obstrução do setor financeiro. Em contraste, quando Dilma Rousseff se tornou presidente em 2011 e desafiou os interesses financeiros, ela perdeu todo o apoio das classes dominantes e, posteriormente, foi forçada a mudar sua posição e adotar uma política de austeridade rigorosa a partir de 2014. Isso, por sua vez, resultou em uma perda de legitimidade entre as classes trabalhadoras, o que, combinado com a oposição persistente das classes proprietárias, criou as bases para sua destituição do cargo pelo parlamento, sob o pretexto de gastos públicos ocultos.

A durabilidade do compromisso distributivo de Lula dependia da dinâmica macroeconômica do Brasil e de sua capacidade de manter a unidade dos atores na tomada de decisões, o que se mostrou impossível quando a situação econômica se deteriorou. Essa observação levanta a questão da viabilidade do compromisso distributivo contra o poder do banco central que permitiu conferir uma forma de santidade ao dito "tripé" combinando "metas de inflação, taxa de câmbio flexível e superávit orçamentário". O conceito de governamentalidade de Michel Foucault nos pareceu particularmente relevante para estudar a maneira como esses instrumentos de política econômica se encaixam em um todo institucional que, do ponto de vista econômico, possibilita o que esse autor designa de governo das populações.

O conceito de governamentalidade destaca como as escolhas do governo se tornam técnicas, implicando decisões políticas baseadas no conhecimento tido como científico. Essa abordagem parece ser particularmente útil porque investiga a possível

irreversibilidade dessas escolhas, além de constituir um conjunto significativo de pesquisas mostrando como o liberalismo foi capaz de impor sem romper continuidades institucionais de longa data nas economias capitalistas avançadas (Streeck e Thelen, 2009). Vale a pena investigar se isso também pode ser verdade para o Brasil, à luz de uma característica essencial do avanço do liberalismo, a saber, que uma técnica de governo persiste mesmo quando o poder político muda de mãos, graças ao que pode ser chamado de "coalizões instrumentais" (Baudot, 2014). Desse ponto de vista, a capacidade que a teoria ortodoxa demonstrou no Brasil de impor um arcabouço cognitivo que impediu qualquer mudança do chamado "tripé macroeconômico" constitui um dispositivo de governamentalidade liberal. Se seguirmos Foucault, a autonomia desse dispositivo como um sistema de ação é garantida pelas forças do mercado. Seguindo a teoria da regulação, ela pode ser considerada no quadro da coerência do arcabouço institucional que sustenta um horizonte de estabilidade para o regime de acumulação, o que deixou de ser assim depois de 2011.

Na seção seguinte deste artigo, analisamos como foi temporariamente possível combinar um regime de acumulação dominado pelas finanças, estabelecido na década de 1990, e ao mesmo tempo implementar um compromisso distributivo que favorecesse todos os tipos de renda: ou seja, receitas financeiras, lucros e salários. A Seção 3 mostra como um compromisso doutrinário entre as ideias desenvolvimentistas e a ortodoxia econômica tornou possível essa estratégia de crescimento distributivo. Ela explica como uma pequena mudança na estrutura regulatória e institucional desencadeou uma dinâmica macroeconômica virtuosa que estabeleceu o novo compromisso distributivo. O compromisso doutrinário também revela como o círculo virtuoso foi revertido para se tornar um círculo vicioso. A Seção 4 decifrará a interação entre ideias e interesses econômicos em ação na governança liberal. Ela procura explicitar como o papel estratégico do banco central no bloqueio de uma coalizão desenvolvimentista potencial e, portanto, na condução do regime de acumulação. Para concluir, voltamos às lições teóricas dessa análise para explicar o fracasso desse experimento desenvolvimentista no Brasil.

1. O REGIME DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL E A DISTRIBUIÇÃO DE RENDA

Esta seção mostrará que o tempo da estratégia de crescimento distributivo, adotada pelo governo do PT, estava se esgotando devido à preservação dos interesses financeiros no que chamamos de compromisso social de fato. Portanto, esse último permitiu que um regime de acumulação dominado pelas finanças se tornasse o que chamamos de regime de acumulação liderado pelas finanças, mas esse desempenho só poderia ser provisório. O crescimento não era sustentável, e o regime de acumulação foi, no final, bloqueado pelas finanças. Stockhammer (2007, p. 4) apresentou o conceito de um regime de acumulação dominado pelas finanças para enfatizar "que a financeirização está moldando o padrão de acumulação (ou, dito de outra forma: a composição dos componentes da demanda agregada e sua volatilidade)". O autor enfatiza a diferença com o conceito de regime de acumulação dominado pelas finanças desenvolvido por Boyer (2000). Devemos considerar esse último como um caso particular em que a financeirização leva a um aumento na taxa de crescimento. Com relação a relação entre a financeirização e a desindustrialização no Brasil, caracterizaremos o regime de acumulação dominado pelas finanças como um caso de regime de acumulação bloqueado pelas finanças.

Bruno (2008) mostrou que o governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) institucionalizou o aumento das receitas financeiras, condicionado a uma crescente dívida pública externa. Os resultados da estabilização monetária baseada numa taxa de câmbio indexada e na liberalização económica levaram a uma estagnação da acumulação produtiva e a uma redução da parte salarial. A acumulação e os salários progrediram então no governo petista (2003-2015). Este progresso levantou a questão de saber se teria surgido um regime de acumulação liderado pelas finanças, porém, diferente dos regimes financeirizados vigentes nas economias do "centro". Para além das especificidades que tentamos trazer à luz aqui, esta análise mostrará que, no caso do Brasil, a viabilidade de tal regime de acumulação depende da capacidade da política monetária para evitar que as finanças conduzam a economia para uma zona de instabilidade. Este foi um resultado significativo da formalização de um regime de acumulação liderado pelas finanças que Boyer (2000) derivou dos factos estilizados da economia dos EUA. A principal diferença em relação ao Brasil é que a expansão da procura poderia depender apenas muito

parcialmente do efeito riqueza dos ativos financeiros. O aumento do emprego, dos salários e das despesas sociais foram principalmente a sua base e tiveram apenas um efeito temporário de riqueza sobre o crescimento económico. Explicamos este resultado porque a autoridade monetária foi responsável por conduzir a economia para uma zona de instabilidade, na medida em que a sua política apenas permitiu um regime de acumulação bloqueado pelas finanças no longo prazo. A autoridade monetária mantém as taxas de juro elevadas para manter os fluxos de capital financeiro consistentes com o equilíbrio da balança de pagamentos. Resulta numa apreciação da taxa de câmbio real e num declínio da participação da indústria no PIB. Como resultado, a vulnerabilidade externa aumenta com a especialização em matérias-primas e uma dependência excessiva do capital especulativo de curto prazo.

Três novos factos principais e estilizados caracterizam uma mudança distributiva no regime de crescimento dominado pelas finanças que resultou da desregulamentação comercial implementada durante a década de 1990. Estes factos resumem as principais características da dinâmica macroeconómica em torno do novo compromisso distributivo que reestruturou a antiga mediação de interesses. Esses três fatos são:

- a) o aumento do salário real médio superou os ganhos de produtividade e a taxa de inflação, enquanto a menor alocação de lucros em ativos financeiros permitiu uma ligeira aceleração na taxa de acumulação de capital produtivo;
- b) uma expansão substancial do sector de exportação de produtos agrícolas, metálicos e energéticos devido à procura chinesa e à especulação financeira nestes produtos;
- c) crescimento espetacular das receitas de juros, pagas pelo Estado e pelas classes médias, pela classe trabalhadora e pelo sector produtivo, em geral, ao sector bancário e financeiro. Isto expressou uma forma singular de financeirização da economia.

No entanto, a financeirização também aumentou a oferta de crédito às famílias neste contexto. Embora o custo do crédito fosse muito elevado, dadas as altas taxas de juros reais das operações de crédito na economia brasileira, a maioria das pessoas reembolsou os empréstimos ao longo do tempo em várias parcelas. Como resultado, os juros cobrados por mês, por exemplo, podem ter representado uma proporção suportável

do rendimento familiar. As pessoas geralmente não calculam os juros acumulados e pagos no final de todo o período de financiamento.

A primeira mudança principal a destacar é o aumento impressionante da parte salarial das receitas nacionais após 2005 (ver Gráfico 2). A tendência do salário real médio ultrapassou a tendência da produtividade do trabalho em cada ano durante o mesmo período (ver Gráfico 1). Esta foi uma inversão radical da tendência descendente da parte salarial observada quando a liberalização começou em 1992. A mudança reflete a nova regulamentação do mercado de trabalho provocada por uma medida política primária: o aumento acentuado do salário-mínimo legal, que serve de referência para a maior parte das negociações laborais. A questão óbvia era como sustentar a vontade política subjacente a esta política. Para uma melhor compreensão desta questão, consideramos uma fórmula geral para a taxa de lucro das sociedades não financeiras:

$$r^e = \rho_k \left[1 - \frac{W}{\rho_L} - \varphi \right]$$

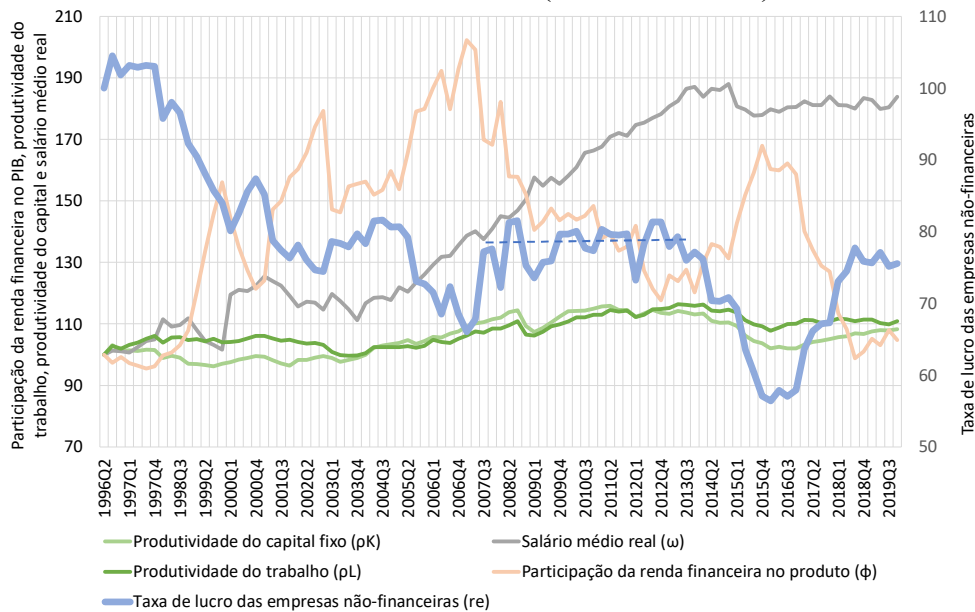
Nesta equação, r^e é a taxa de lucro das empresas não financeiras; ρ_k é a produtividade de capital; w é o salário real médio; ρ_L é a produtividade do trabalho; e φ é a parcela rentista (ou parcela da renda financeira). Calculamos a parcela financeira como a receita financeira total (juros, dividendos e outras receitas distribuídas pelas empresas) dividida pelo PIB. A dedução desta fórmula geral da taxa de lucro das empresas encontra-se no anexo deste artigo.

Com base nos dados das contas nacionais do Brasil, o Gráfico 1 apresenta os determinantes da taxa de lucro, em um índice de valores, de acordo com esta equação. Podemos tirar as seguintes conclusões.

A taxa de lucro das sociedades não financeiras atingiu o pico no terceiro trimestre de 2008 (o índice era de 81,5) e depois entrou num rápido declínio até o primeiro trimestre de 2016. Podemos também observar que, apesar da queda inicial causada pelo impacto da crise financeira global liderada pelos EUA de 2008/2009, a taxa de lucro das sociedades não financeiras continuou a oscilar em torno de um nível relativamente estável entre o primeiro trimestre de 2008 e o quarto trimestre de 2012. Podemos explicar esse fato estilizado pela robusta demanda externa por commodities brasileiras. No entanto, assim que terminou o boom nos preços internacionais das matérias-primas, a taxa de lucro

iniciou uma queda rápida que intensificaria o conflito distributivo entre capital e trabalho, criando as condições políticas e institucionais para o impeachment de 2016 e a destituição do Partido dos Trabalhadores. do governo brasileiro.

Gráfico 1 - Os determinantes da taxa de lucro das sociedades não financeiras – índice de valores: 1996T2 = 100 (1996T2-2019T4)



Fonte: Sistema de Contas Nacionais do IBGE; Elaborado pelos autores.

Apesar de crescer, a produtividade do trabalho manteve-se abaixo do forte crescimento dos salários reais, o que explica a expansão da participação salarial neste período. Esta evolução da taxa de lucro das sociedades não financeiras foi reforçada pela diminuição do peso dos rendimentos financeiros no PIB até 2012, expressa pela variável.

A partir de 2014, ϕ começou a crescer como expressão da maior parcela do rendimento nacional assumida pelo sector financeiro e pelos seus rentistas nas receitas de juros. Neste ambiente macroeconómico, com a queda da taxa de lucro e o aumento das taxas de juro, as políticas anticíclicas do governo foram ineficazes, como observámos em 2014. Em 2015, o segundo governo de Dilma Rousseff adoptou um ajustamento fiscal fortemente deflacionário com cortes na despesa pública. O Banco Central do Brasil, no entanto, levantou a taxa básica de juros, o chamado SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia).

A partir de agosto de 2016, o Banco Central do Brasil começou a reduzir a taxa de juros SELIC até fevereiro de 2018, quando se estabilizou no patamar médio de 0,5% ao mês. Isto explica a queda do peso financeiro no rendimento nacional, observada a partir de 2016, uma vez que as receitas financeiras são predominantemente receitas de juros. Esta é uma característica específica da financeirização da economia brasileira. O aumento drástico do desemprego devido ao ajuste fiscal e a redução da participação nas receitas financeiras levaram a uma recuperação da taxa de lucro. Podemos ver que desde 2015 a parcela salarial permaneceu estagnada.

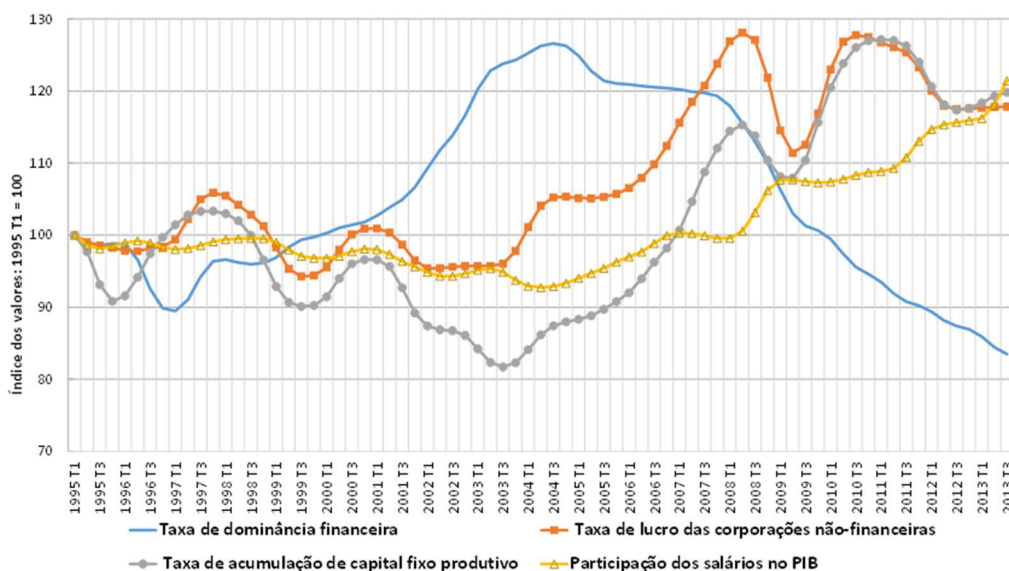
Esta nova arbitragem na realocação de lucros entre ativos reais e financeiros pode ter lançado as bases para um regime de crescimento liderado pelas finanças. No entanto, a confirmação deste novo regime exigiria uma análise econométrica que deixamos deliberadamente para pesquisas futuras. Nesse contexto, podemos definir duas variáveis que nos ajudarão a compreender os fatores estruturais que determinam a dinâmica de acumulação de capital no Brasil.

A primeira definição é o rácio entre os fluxos de rendimentos financeiros e a formação bruta de capital fixo. Podemos chamá-la de taxa de dominação financeira – uma proporção de duas variáveis de fluxo. As receitas financeiras (juros e dividendos) são uma dedução do lucro das sociedades não financeiras, especialmente das empresas do setor produtivo. Assim, quanto maior o peso dos rendimentos financeiros na proporção da formação bruta de capital fixo, menor é a taxa de acumulação de capital fixo e, portanto, menores tendem a ser as taxas de crescimento económico.

A segunda definição corresponde à razão entre duas variáveis de estoque: o estoque de ativos financeiros não monetários (diferença entre os agregados monetários M4 e M1) dividida pelo estoque de capital fixo. Podemos denominá-la por taxa de financeirização e o seu crescimento expressa a velocidade em que os ativos fixos produtivos são substituídos por ativos financeiros. A tendência de crescimento de uma destas duas razões ou de ambas expressa a existência de um processo de financeirização da economia. Podemos então considerar que a primeira razão – a taxa de fluxos de rendimentos financeiros por estoque de capital fixo produtivo – revela uma diminuição da dominação das finanças sobre o regime de acumulação (doravante designada por “taxa de dominância financeira”), apesar de uma crescente “taxa de financeirização”.

O colapso do primeiro rácio indica um menor efeito da financeirização nas decisões de poupança e investimento, conforme sublinhado por Aglietta (2001). A restrição ao crescimento teve origem na alocação improdutiva de poupança motivada por receitas financeiras, relacionadas com a transferência de direitos de propriedade (juros e dividendos), em contraste com a sua atribuição produtiva para gerar estoque bruto de capital fixo. Além disso, deve ser considerada a forte correlação entre o aumento da taxa de acumulação e o aumento da parte salarial durante o período. A procura adicional causada pelos aumentos salariais, pela expansão do crédito e pelo crescimento das exportações de matérias-primas puxou o crescimento em geral.

Gráfico 2 - A taxa de acumulação de capital fixo produtivo aumenta com o declínio da taxa de dominância financeira



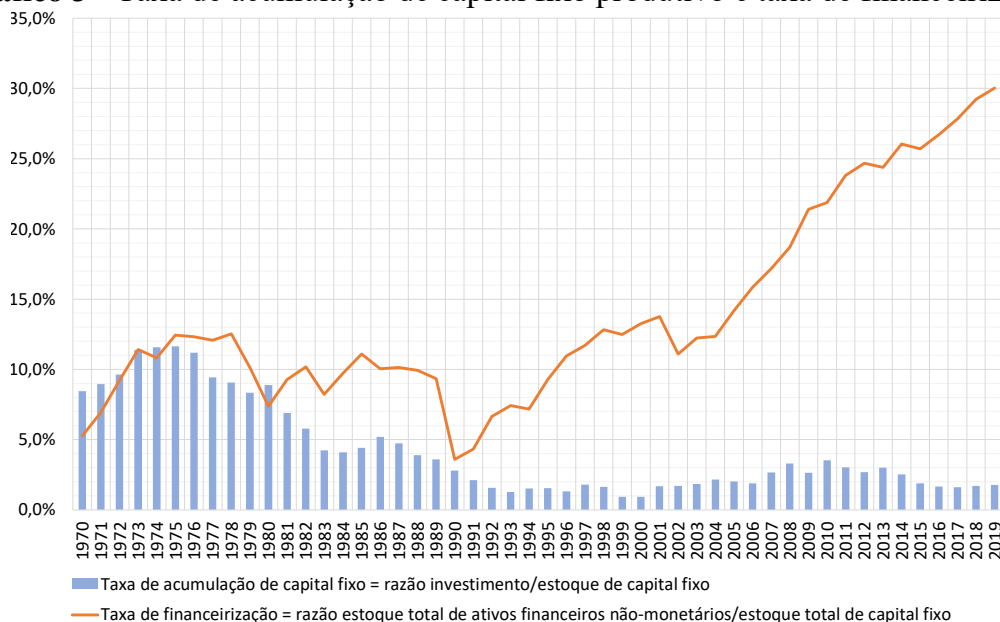
Fonte: Sistema de Contas Nacionais – IBGE. Elaborado pelos autores.

Dado que o salário médio real e o crédito ao consumo cresceram em conjunto, seria necessária uma análise econométrica para determinar quais as elasticidades que mais impulsionaram a procura. Como a natureza e a lógica da acumulação financeira dominaram o regime de crescimento brasileiro, poderíamos considerá-lo um regime de crescimento impulsionado pelo Estado e pelo setor primário exportador. O Estado estimula o crescimento da procura agregada, mesmo a taxas baixas, apesar da financeirização da economia. Se o Estado deixar de lado os estímulos fiscais e monetários ou se a procura externa enfraquecer, então o regime assume um carácter de bloqueio financeiro, porque o rendimento e o stock de riqueza estão altamente concentrados. A taxonomia de um regime de crescimento bloqueado é incomum na literatura económica

sobre acumulação e padrões de crescimento económico. Porém, podemos encontrá-lo em Bruno (2008 e 2007).

O Gráfico 3 mostra a tendência ascendente significativa e quase contínua da taxa de financeirização, conforme definido acima. Observamos que esta tendência, iniciada em 1990 com a liberalização, contrasta com a tendência ascendente mínima da taxa de acumulação durante a década de 2000. A desaceleração deste último após 2010 sugere que a sua tendência descendente de longo prazo desde meados da década de 1970 não terminou e que a economia brasileira caiu na armadilha de um regime de acumulação de bloqueio financeiro.

Gráfico 3 - Taxa de acumulação de capital fixo produtivo e taxa de financeirização

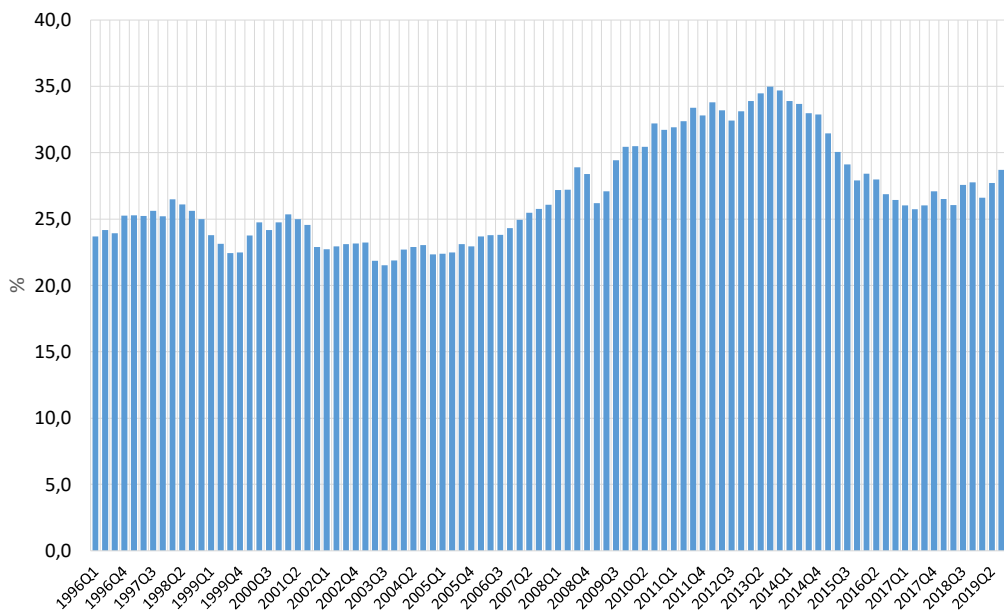


Fonte: Sistema de Contas Nacionais – IBGE, IPEADATA e Banco Central do Brasil. Elaborado pelos autores.

Observe-se que no Gráfico 3, a taxa de financeirização cresce, enquanto no Gráfico 2, a taxa de dominância financeira diminui. Por que isso ocorre? Porque o Gráfico 3 mostra a relação entre duas variáveis de estoque: o estoque total de ativos financeiros como percentual do estoque total de ativos fixos produtivos. O numerador desta razão, como qualquer variável de estoque, pode continuar a crescer mesmo que os fluxos de juros tenham diminuído, como mostra o Gráfico 2 anterior. Portanto, não há contradição entre o crescimento da taxa de financeirização no Gráfico 3 e o domínio financeiro no Gráfico 2, porque esta última é uma razão entre variáveis de fluxo.

A proporção dos fluxos de lucro macroeconômico bruto (ou seja, o seu volume global, incluindo os retornos financeiros) realocados para investimentos produtivos (ou seja, a formação bruta de capital fixo como porcentagem do lucro) aumentou do terceiro trimestre de 2003 para o terceiro trimestre de 2013 (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 - Formação bruta de capital fixo como proporção do lucro bruto macroeconômico (1996-2019)

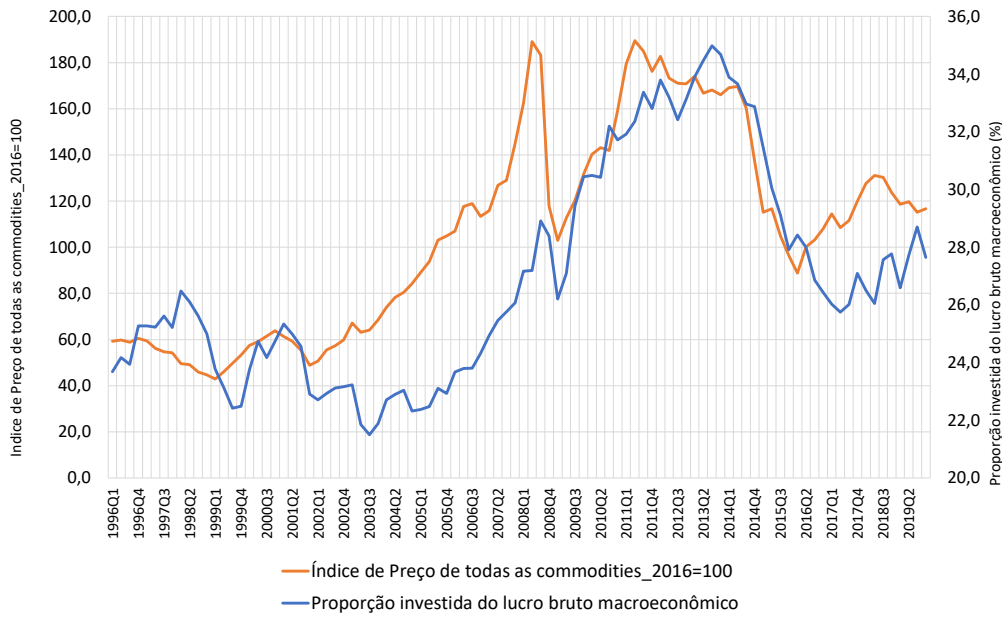


Fonte: Sistema de Contas Nacionais – IBGE. Elaborado pelos autores.

No entanto, os aumentos no investimento ocorreram mais nos setores industriais ligados às exportações de commodities, agronegócio e setores de recursos naturais. No Gráfico 5 podemos perceber a correlação positiva e forte do investimento com os preços das commodities exportadas pela economia brasileira. Sugere que os setores ligados às exportações de commodities foram os que mais investiram sob os governos petistas. O investimento na indústria transformadora manteve-se abaixo dos níveis necessários para aumentar a competitividade externa, uma vez que a prioridade era exportar metais, energia e commodities agrícolas.

No entanto, esta nova compensação durou apenas até meados de 2011. Depois de 2008, as medidas anticíclicas interromperam temporariamente a diminuição das taxas de lucro e de acumulação que se seguiu à crise financeira global. No entanto, a deterioração dos equilíbrios externo e orçamental tornou estas políticas erráticas depois de 2011. A estratégia de crescimento distributivo que conciliava uma parte crescente dos salários com uma realocação produtiva dos lucros terminou (ver Gráfico 2 acima).

Gráfico 5 - Proporção investida do lucro bruto macroeconômico e preços internacionais das commodities: uma forte correlação positiva (1996-2019)



Fonte: Sistema de Contas Nacionais – IBGE. Elaborado pelos autores.

Estes factos estilizados estruturaram a dinâmica macroeconómica que discutimos na secção seguinte, que explica que o principal contributo do lado da procura para o crescimento, em termos de contabilidade nacional, tem sido o consumo final. Além disso, vale a pena notar que a contribuição das exportações para o crescimento diminuiu após 2005 (ver Tabela 1), embora tenha aumentado em 2,5 pontos percentuais do PIB de 1995 a 2004 (IPEADATA).

Em suma, o aumento da parcela dos salários, que contribuiu para o aumento do consumo privado e da formação bruta de capital, foi reconciliado com a ainda crescente financeirização do capital, graças a um menor domínio financeiro do regime de acumulação. Contudo, a persistência da financeirização marca a fragilidade da orientação distributiva do regime de crescimento. O domínio das finanças foi apenas regulamentado, mas não foi fundamentalmente desafiado. De 1995 a 1999, existiu um regime de bandas cambiais, em que o Banco Central estabelecia uma faixa em que a taxa poderia variar. Este foi um regime de crawling peg. Então, em janeiro de 1999, o Brasil adotou um sistema de taxa de câmbio flutuante.

Tabela 1 - Economia brasileira: componentes do produto interno bruto em taxas médias de crescimento anual por período (1990-2019)

Períodos	Critério de periodização	PIB	Consumo das famílias	Gastos do Governo	Investimento	Exportações	Importações
1990 - 1998	Início da liberalização comercial e financeira e do regime de banda cambial (<i>crawling peg</i>) de 1995 até o ataque especulativo à moeda brasileira em 1998	2,9%	3,3%	1,5%	6,4%	5,1%	14,2%
1999 - 2011	Regime de câmbio flutuante e <i>boom</i> dos preços das commodities, impacto da crise americana de 2008	3,5%	3,7%	2,6%	4,3%	6,8%	7,1%
2012 - 2019	Queda na taxa de lucro das empresas não financeiras, crise política e institucional e <i>impeachment</i> de 2016	0,3%	0,9%	0,5%	-4,2%	2,5%	-0,6%

Fonte: Sistema de Contas Nacionais – IBGE. Elaborado pelos autores.

Nota: variação percentual das variáveis nas taxas acumuladas em quatro trimestres (em relação ao mesmo período do ano anterior)

2. A DINÂMICA MACROECONÔMICA E SUA REVERSÃO

De 2003 a 2011, as políticas monetárias e cambiais impulsionaram uma dinâmica macroeconômica positiva, atestando um círculo virtuoso entre as tendências mencionadas acima, conforme mostrado no Gráfico 6 abaixo. Essas políticas estavam enraizadas em um compromisso doutrinário entre a ortodoxia monetária e o aumento do consumo que se encaixava na agenda política do PT. Esse compromisso foi tornado público pela controvérsia acadêmica entre o Ministro da Fazenda Guido Mantega (2006-2014) e o Banco Central do Brasil. Mantega adotou a crítica neodesenvolvimentista à valorização da moeda para se contrapor à crítica neoclássica do banco central à política fiscal que ele considerava laxista. O que o banco central denunciava como um jogo não cooperativo, forçando-o a manter taxas de juros altas que alimentavam a valorização da moeda, era, na verdade, a retórica de um compromisso doutrinário que apenas encenava a aparência de não cooperação. Entretanto, o compromisso doutrinário era insustentável. Ele não podia se embasar em qualquer previsão de longo prazo. Seu impacto expansionista permanecia dependente de um saldo positivo na conta corrente.

Assim sendo, cabe destacar que esse compromisso doutrinário não dava lugar a uma perspectiva keynesiana que pudesse fundamentar dinâmicas de longo prazo concatenadas da oferta e da demanda, da mesma forma que havia sido o caso na era fordista nos países industrializados. Portanto, devemos considerar que a política de demanda do Brasil foi insustentável na ausência de “dinheiro de crédito” para financiar decisões de investimento orientadas pela previsibilidade de longo prazo da demanda

efetiva. Além disso, o aumento do excesso de demanda interna em relação à oferta nacional desencadeou o crescimento das importações, favorecido pela sobrevalorização da taxa de câmbio. Isso, por sua vez, desencadeou a reversão do ciclo, conforme ilustrado no Gráfico 8 abaixo. O índice da taxa de câmbio efetiva real do FMI ficou em 55,4 em 2003 (um mínimo desde 1980). Em seguida, subiu para um pico de 103,5 em 2011, depois do qual caiu novamente até 2015 para 73,3⁴.

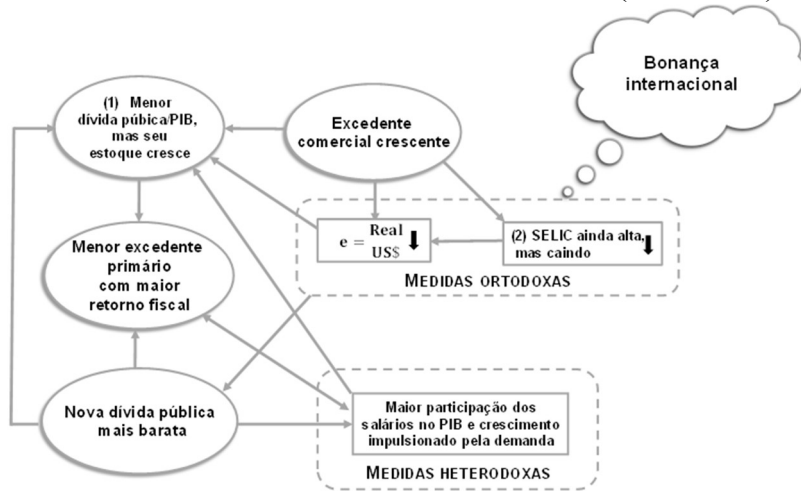
A deterioração da conta corrente foi parcialmente endógena, resultante de um déficit externo industrial crescente. O maior superávit em conta corrente, de quase US\$ 14 bilhões, foi alcançado em 2005, com déficits surgindo em 2006 e aumentando para US\$ 104 bilhões em 2014. O déficit então diminuiu para US\$ 59 bilhões em 2015 com a recessão. A balança comercial no setor de manufatura apresentou um superávit crescente de US\$ 7 bilhões no quarto trimestre de 2002 para US\$ 31 bilhões no quarto trimestre de 2004. Esse superávit diminuiu a partir de 2005, transformando-se em um déficit no 4º trimestre de 2008 e totalizando US\$ 63 bilhões no 4º trimestre de 2014. O déficit comercial total na indústria manufatureira está relacionado, sobretudo, a bens de tecnologia intensiva⁵. Essa tendência surgiu antes da reversão do crescimento. Entende-se, portanto, que essa vulnerabilidade externa acabou exigindo uma reorientação da política econômica que imprime uma desaceleração da taxa de crescimento, especialmente depois que ficou claro que o boom das commodities havia terminado. Por fim, a principal causa da reversão do ciclo foi a predominância constante das finanças sobre os determinantes do investimento, limitando o crescimento do investimento (Bruno et al., 2011; Bruno, 2014).

O Gráfico 6 resume as relações causais por meio das quais a escolha da valorização da moeda permitiu uma redução na taxa SELIC. Isso ajudou a reduzir a relação entre a dívida pública e o PIB (apesar do crescimento do estoque da dívida pública interna), proporcionando, assim, uma margem de manobra para maiores gastos públicos. Esse processo, combinado com o novo regime salarial e o aumento do crédito ao consumidor e dos empréstimos hipotecários residenciais, resultou em um crescimento mais rápido, aumentando os retornos fiscais.

⁴ <http://data.worldbank.org/indicador/PX.REX.REER?contextual=aggregate&locations=BR>

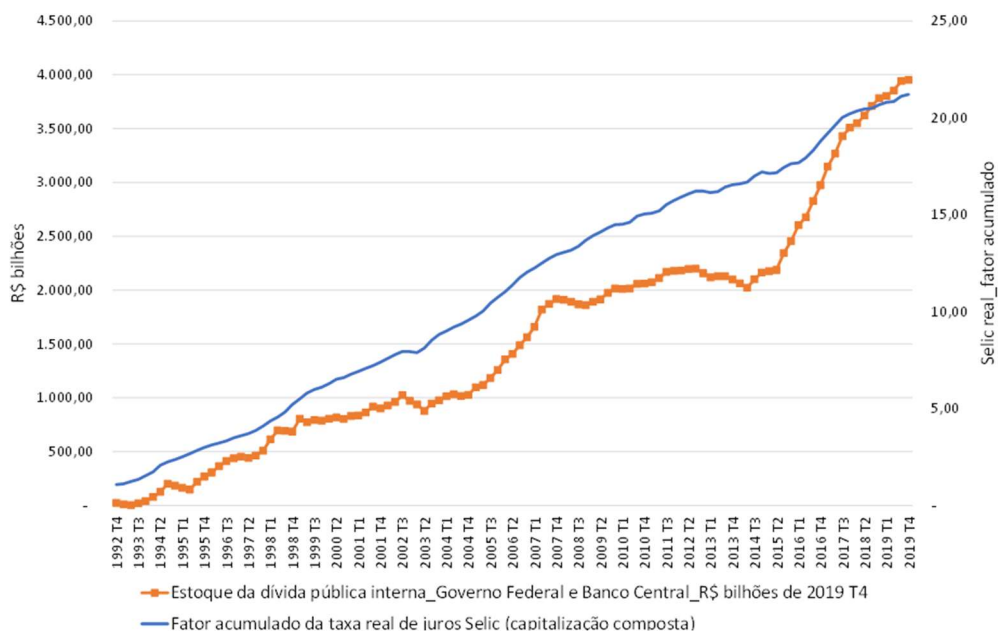
⁵ Carta IEDI nº 668, 2015.

Figura 1 - A vontade política nos “bons tempos” combinou com a dinâmica macroeconômica do crescimento distributivo (2003-2010)



Fonte: Elaborado pelos autores.

Gráfico 7 - Os aumentos da taxa de juros oficial expandem o estoque da dívida pública interna (1992-2015)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado pelos autores.

Nota: A fórmula que calcula o fator acumulado da taxa SELIC real é a seguinte: $(1 + i_1) \cdot (1 + i_2) \dots (1 + i_n)$ and i_n são os diferentes valores de taxas de juros reais definidos pelo Banco Central do Brasil em cada período em que os agentes privados detinham os títulos.

Em janeiro de 2016, a proporção do estoque total da dívida pública do governo brasileiro indexada à taxa de juros SELIC correspondia a 86,4%. Em maio de 2017, era de 75%. Com níveis tão elevados, é compreensível que a dívida pública crescia no mesmo ritmo da variação da taxa SELIC. O que vale a pena observar é que o estoque crescente

da dívida pública (Gráfico 7) desempenhou um papel ambivalente nesse círculo virtuoso. Por um lado, ele ajudou a refinar o serviço da dívida emitida anteriormente. Assim, reduziu o nível do superávit fiscal primário, maximizando a capacidade de gastos públicos. A redução da pressão do endividamento público crescente, graças à valorização esperada do real, foi uma alavanca indireta do crescimento. Essa foi a principal característica do regime de acumulação liderado pelas finanças do Brasil.

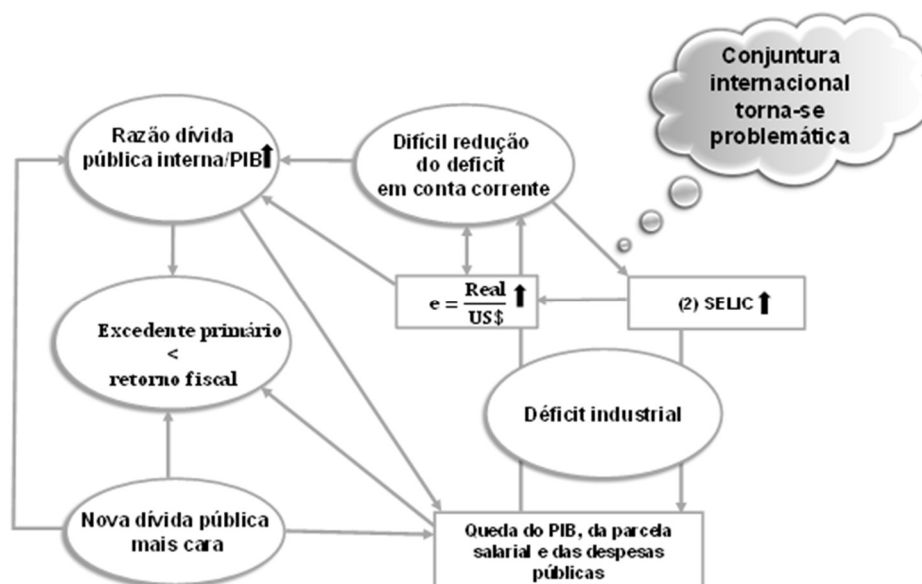
Além disso, como a razão dívida/PIB estava diminuindo, o aumento dos gastos públicos não prejudicou a credibilidade necessária para atrair investimentos estrangeiros em carteira de modo a compensar o aumento do déficit em conta corrente a partir de 2008. No entanto, havia um outro lado dessa questão: o aumento da emissão de novas dívidas, a taxas de juros muito mais altas do que as internacionais, impulsionou o aumento da taxa de financeirização. O resultado dessa situação ambivalente foi que o impulso da demanda permitiu que a taxa de acumulação produtiva aumentasse à medida que reduzia as capacidades ociosas, mas sem desencadear um aumento suficiente no investimento para permitir o surgimento de um excedente industrial sustentável e, assim, permitir que o Brasil escapasse da reversão dessa dinâmica macroeconômica virtuosa. Podemos argumentar que os altos retornos dos títulos do Tesouro, por serem ativos financeiros quase líquidos, reforçam a preferência pela liquidez em detrimento dos investimentos produtivos. Provavelmente, só ocorreram aqueles atrelados ao horizonte de curto prazo de demanda antecipada então crescente.

Depois de 2008, a política econômica perdeu toda margem de manobra. O declínio do superávit fiscal primário se tornou um déficit crescente a partir de 2014 e colocou a dívida pública numa trajetória potencialmente explosiva. Após 2009, o superávit fiscal primário caiu e chegou perto de zero em 2014 e 2015. A análise contundente de Gobetti (2015) destaca a dificuldade do tão controverso ajuste orçamentário. Resumindo seus resultados, de 2002 a 2009, as despesas públicas puderam aumentar mais rapidamente do que as receitas graças ao forte crescimento. O autor observa que, durante o primeiro governo Dilma Rousseff (2011-2014), as despesas do governo central cresceram 2,3 pontos percentuais (pp) do PIB, contra 0,5 pp durante o segundo governo Lula (2007-2010) e 1,2 pp durante o primeiro mandato de Lula (2003-2006). Os ganhos sociais viam-se ameaçados. No entanto, à medida que o déficit nominal crescesse, também aumentaria a razão da dívida pública ao PIB. Foi o que se observou

em 2015 quando a razão da dívida bruta do governo geral ao PIB aumentou de 63% para 70%⁶.

A análise acima ressalta a ameaça de que os altos custos do serviço da dívida pública voltem a crescer no futuro, não apenas em termos absolutos, mas também como proporção do PIB⁷. Além disso, quando as taxas de juros de longo prazo dos EUA começarem a subir novamente, isso forçará o banco central do Brasil a aumentar ainda mais a taxa de juros de sua política. Durante o governo do PT, as altas reservas de divisas permitiram financiar a crescente dívida pública. Porém, uma dívida maior exige um superávit fiscal maior quando as receitas fiscais diminuem, como ocorreu em 2014.

Gráfico 8 - A necessidade de reduzir o déficit em conta corrente / A economia internacional se deteriorou (2011...)



Fonte: Elaborado pelos autores.

A questão das altas reservas é crucial para o debate, pois ninguém sabe o grau de dependência das reservas cambiais devido à deterioração da conta corrente. Essa tendência de piora nas reservas foi revertida em 2015, mas somente graças à recessão da época. Ainda, no Gráfico 7, podemos notar que, apesar da trajetória de queda da taxa de

⁶ <http://www.bcb.gov.br/?DIVIDADLSP>

⁷ Segundo dados oficiais do Tesouro Transparente, compilados pela Auditoria Cidadã da Dívida Pública (Paulo Lindesay, 2024), “em apenas 72 meses, 2018 a 2023, os governos federais sangraram os cofres públicos em cerca de R\$ 1,317 trilhão, a título de correção monetária e cambial da dívida mobiliária. Consequentemente, mesmo que a curto ou médio prazos não haja risco de insolvência do Estado brasileiro, visto que a dívida pública permanece inteiramente em moeda nacional, os altos encargos restringem a capacidade governamental para impulsionar o investimento público nos quadros de uma estratégia nacional de desenvolvimento de que o país tanto carece.

juros política a partir de 2016 (nos governos Temer e Bolsonaro), o impacto acumulado dessa taxa de juros real continuou a crescer, devido à capitalização composta dessa taxa de juros. Isso expressa a acumulação rentista e financeira que caracterizou a financeirização da economia brasileira.

3. A CONSTRUÇÃO DA GOVERNANÇA LIBERAL FAZ DO BANCO CENTRAL O PILOTO DO REGIME DE ACUMULAÇÃO

A análise acima sobre a gestão macroeconômica acelerando o crescimento revela um mecanismo fundamental da economia política do Brasil na base do governo do PT. O impacto positivo desta no crescimento foi temporário e isto lança luz sobre como a “condução” do regime de acumulação foi a causa final da reversão do ciclo. A deterioração das restrições externas e fiscais foi um subproduto direto da decisão política de não cruzar a linha vermelha pela qual o mercado fixa as taxas de câmbio através de um banco central de fato independente do governo na fixação da taxa de juros básica.

O resultado macroeconômico final revela a ambivalência da política econômica enquanto economia política que manteve o poder financeiro ao ponto de restringir o alcance das mudanças institucionais implementadas pelo PT, o que tornou contraditória a condução do regime de acumulação. Esse fato levanta um debate crucial sobre a natureza e os mecanismos da mudança institucional. Nesses, queremos destacar a importância dos regimes de conhecimento que impediram contrariar os interesses da classe dos rentistas financeiros. Essa possibilidade não era de fato sequer concebível, se considerarmos o regime de conhecimento macroeconômico predominante como uma estrutura cognitiva para a ação pública que rege as crenças e os comportamentos econômicos. Disso deriva que não podia se constituir qualquer coalizão governamental para se opor aos interesses financeiros. Como candidato à presidência, Lula teve que prometer solenemente a continuidade da política econômica ortodoxa.

Compartilhamos aqui a definição de Campbell e Pedersen (2014, p. 3): “Regimes de conhecimento são os mecanismos organizacionais e institucionais que geram dados, pesquisas, recomendações de políticas e outras ideias que influenciam o debate público e a formulação de políticas”. Com base em Boyer, esses autores também levantam a hipótese de que a percepção do desempenho econômico vinculado ao regime de conhecimento é um fator fundamental da mudança institucional. Essa proposição remete

a dita “teoria do governo pelos instrumentos” aqui aplicada a uma análise da ação pública na macroeconomia que avança a hipótese de que a natureza incremental da mudança institucional imprimiu a seus resultados transformadores um foco mais liberal do que desenvolvimentista. O primeiro predominou porque o banco central conseguiu paulatinamente montar o que essa teoria chamou de “coalizão instrumental” impedindo que o paradigma desenvolvimentista (e por tanto a teoria econômica heterodoxa) se tornasse um regime de conhecimento predominante.

A evolução do regime de conhecimento com o compromisso doutrinário acima referido. Implicava uma conciliação de interesses conflitantes na verdade eminentemente reversível, assim que despoitem perspectivas de reversão do crescimento. Tal situação não podia por tanto ensejar uma mudança na política econômica que abrisse caminho para outro regime de crescimento, não mais dominado pelas finanças.

“As pessoas não são o problema; elas são a solução”, foi uma declaração famosa de Lula. É uma declaração retórica que ilustra como, ao longo da década de 2000, houve uma vontade predominante do governo de encontrar uma maneira de fazer com que o mercado interno voltasse a ser um motor de crescimento como parte de uma economia aberta com ganhos de competitividade. No entanto, a concepção do ativismo público também utilizou parcialmente vários instrumentos próprios das políticas liberais recomendadas pelos órgãos internacionais (Ban, 2013). Pesquisas recentes sugerem que a chamada virada neoliberal deve ser considerada mais como uma nova forma de governança econômica do que como uma retirada do Estado em si.

Essa hipótese agora é comumente aceita na economia política, seguindo Michel Foucault, que foi, sem dúvida, o autor que primeiro mostrou suas consequências analíticas para a compreensão do poder para além daquele que o Estado exerce. Foucault mostrou como o liberalismo econômico, muito mais do que apenas promover uma autorregulação do mercado, mobiliza na verdade um conhecimento do que é governar que implica mudanças de mentalidade e comportamento. Assim, o liberalismo redefine o exercício do poder de acordo com o que Foucault chamou de governamentalidade (1991, 2004). Sua obra está na origem da compreensão do neoliberalismo como construção de um novo modelo de poder baseado no que foi chamado de “governo por instrumentos ou governo à distância”. Esses instrumentos fundamentam sistemas sociotécnicos que levam as intenções do governo a transformarem o comportamento dos governados. Esses

conceitos, juntamente com as ideias da sociologia política da mudança institucional, nos levaram a levantar a hipótese da existência de um duplo obstáculo político e institucional (respectivamente, a impossibilidade de uma coalizão alternativa e a autonomia do banco central), bloqueando a construção de uma coalizão “novo-desenvolvimentista”.

Nesse contexto, cabe mencionar a autonomia formal do BCB, que foi estabelecida pela Lei complementar nº 179, de 24/02/2021, durante o governo Bolsonaro. Em seus termos, manteve somente como objetivo fundamental o controle da inflação. Apesar de prever ações para fomentar o pleno emprego, não menciona metas explícitas de crescimento econômico, tão somente “suavizar as flutuações do nível de atividade”, mas “sem prejuízo de seu objetivo fundamental”. Ora, a suavização pode ser buscada e alcançada mesmo que a economia seja mantida em trajetórias de baixíssimas taxas de crescimento, como tem sido o caso da economia brasileira desde a adoção do “tripé” pré-keynesiano de política econômica (regime de câmbio flutuante, metas de inflação e de superávits fiscais primários permanentes). Em outros termos, caso o BCB julgue necessário elevar as taxas de juros e sacrificar o crescimento econômico e a geração de emprego, isso será feito sem constrangimentos, tanto sob o argumento de manter a inflação dentro da meta, quanto para satisfazer as demandas de rentabilidade real dos capitais de curto prazo nacionais e estrangeiros. Destaque-se que essa autonomia, agora estabelecida em lei, não pode ter a pretensão de ter como corolário, seja de um ponto de vista lógico, seja econômico, a sua autonomia também em relação às pressões das elites rentistas, do setor bancário-financeiro e dos mercados financeiros globais.

Consideramos que esse bloqueio reflete os dispositivos de governança próprios da política monetária e cambial. A análise macroeconômica da Seção 3 acima sugere que o banco central era a pedra angular dessa governança, uma vez que o trade off entre a taxa de juros da política e a taxa de câmbio era o vetor de um projeto de crescimento destinado a redefinir a estrutura de classes da sociedade brasileira. O compromisso distributivo obtido pela gestão macroeconômica era o pilar da intencionalidade do governo Lula, para falar como Foucault, a qual se expressou no que chamamos de compromisso doutrinário. Este revelou-se insustentável a nível macroeconômico. O poder do Banco Central comprometeu essa intencionalidade e, assim, garantiu o avanço incremental da governamentalidade puramente liberal. Esse poder do banco central remete a uma história que precede as intenções do governo Lula. Ele tem suas raízes na coalizão deflacionista

advinda com o plano Real, concomitante ao progresso da capacidade de ação do Estado (state capacities), assim que o demonstrou o trabalho de doutorado de Carlos Santana (2012).

A pesquisa de Santana mostra que se tratou de um processo incremental em dois estágios. Num primeiro momento, o fato de o plano Real conseguir pôr fim à hiperinflação que assolou o país por 15 anos fundamenta a autonomia que adquiriu então o Banco Central do Brasil na medida em que o Estado pôde agir como um empreendedor político. O autor mostra que ele adquiriu essa capacidade “aproveitando-se da fraqueza organizacional e da falta de recursos de um conjunto de atores estratégicos para impor uma solução em que todos tinham de ceder até certo ponto para acabar com a inflação”.

Essa capacidade do Estado começou a institucionalizar a insularidade dos formuladores de políticas econômicas no banco central. Num segundo momento, deu-se uma “desincorporação” das autoridades monetárias que consolidou essa insularidade, acentuando “a normalização e a capacidade de barganha da comunidade de economistas ortodoxos” (ibid., p. 57).

Desde a década de 1990, essa barganha deu lugar a uma predominância de tomadores de decisões econômicas com doutorado em economia de universidades norte-americanas no seio das organizações estatais brasileiras (notadamente no banco central) bem como dos bancos do setor privado (nacionais ou estrangeiros. Um segundo canal de ascensão na hierarquia ocupacional existia também para economistas treinados por centros de pesquisa heterodoxos. O recenseamento que operou Santana mostra que esse canal de recrutamento foi marginalizado na década de 1990 e que este recuperou nos anos 2000 uma influência substancial no Ministério da Fazenda e no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Quanto à capacidade de normalização da política econômica, a análise de Santana destaca a técnica de fixação de taxas de juros básica em função de metas de inflação. Essa técnica envolve uma interação entre os agentes do mercado e os tomadores de decisão caracterizando um sistema sociotécnico concebido pelo saber econômico ortodoxo: a taxa de juros deve manter a inflação de preços em um nível compatível com a NAIRU (taxa de inflação que não aumenta o desemprego), que constitui como se sabe a norma de ação dos bancos centrais, enraizada na teoria monetarista. O que destaca a análise de Santana é o procedimento sociotécnico para atingir essa meta de inflação. O

banco central recolhe quais são as expectativas de inflação calculadas pelos departamentos de pesquisa das principais instituições financeiras. Nesse procedimento, se enraíza o poder das forças do mercado financeiro sobre a formulação da política monetária que se expressa na voz dos economistas-chefes dessas instituições. Esses profissionais lideram a formação da opinião pública econômica, na medida em que são considerados pela mídia enquanto porta-vozes de “discurso autorizado pela ciência”, para usar uma expressão de Bourdieu (1975). Assim sendo, a fixação da taxa básica de juro enquanto principal instrumento da política econômica junto com o câmbio livre e a norma do equilíbrio fiscal constituiu o dispositivo sociotécnico que consagrou a predominância do regime de conhecimento liberal na definição da política econômica.

A virada ortodoxa que Dilma Rousseff implementou em 2014 demonstrou a força do poder de influência da comunidade epistêmica ortodoxa. Sua ação garantiu o que pode ser chamado de “coalizão instrumental”, para enfatizar a autonomia que um sistema de governo por instrumentos pode adquirir. Segundo Baudot (2014) esse tipo de coalisões pode dispor de um regime de historicidade que lhes são próprias. De fato, esse parece ser o caso do chamado “tripé” da política econômica brasileira (metas de inflação, superávit orçamentário primário e taxa de câmbio flutuante), que permanece em vigor desde 1999.

Pode-se aliás rastrear a mudança institucional articulando a política econômica em torno deste tripé até o Plano Real. A meta de inflação foi apenas uma adaptação marginal da instrumentação da política econômica, abandonando o regime de taxa de câmbio fixa como âncora da inflação e substituindo-o pelo gerenciamento da taxa de juros, em que a meta de inflação garante a âncora da taxa de câmbio.

Essa sequência releva o quanto importa a instrumentação estratégica das ideias econômicas que operaram os governos. A macroeconomia institucional demonstra a falta de vontade política para enfrentar o poder das finanças. Retrospectivamente, podemos concluir que essa omissão política consagra a consolidação incremental do programa liberal. Sua aplicação contínua revela uma forma particular de progresso do liberalismo, pela qual se realiza uma “conversão de instituições redirecionando-as para novos objetivos, funções ou propósitos” (Streeck & Thelen, 2009). A autonomia concedida ao banco central foi se constituindo através de novas funções que lhes foram atribuídas para além de garantir a estabilidade dos preços. Tornou-se assim irreversível o tripé da política econômica. Portanto, cabe considerar que a coalizão instrumental reunida pelo banco

central foi um dispositivo central de um conjunto de arranjos institucionais, procedimentos, análises e cálculos, bem como táticas que, juntos, constituem a governamentalidade (Foucault, 1991). Nesse processo de mudança institucional se enraíza o bloqueio político e cognitivo do eleitorado do Estado desenvolvimentista.

Por fim, devemos enfatizar o que nossa análise traz como compreensão da governança. Na literatura de economia política, a importância que revestiu na financeirização a autonomia de fato de um banco central é bem estabelecida. A abordagem da governamentalidade nos levou a lidar com essa questão de forma próxima ao chamado “institucionalismo construtivista”. Esse conceito foi mais particularmente desenvolvido por Mark Blyth, ao enfatizar a causalidade das ideias na medida que essas dão conteúdo próprio aos interesses dos agentes em períodos de crise: durante esses períodos, a incerteza reina, assemelhando-se a um vazio de conhecimento. Colin Hay compara essa abordagem ao institucionalismo histórico e ao institucionalismo racional (Hay, 2008, p. 17). Ele considera que ela é mais adequada para explicar a mudança institucional “sob condições de desequilíbrio”. A análise da governamentalidade acrescenta um complemento valioso ao lançar luz sobre o papel do Estado como um lugar crucial na integração institucional das tecnologias de poder (Jessop, 2012).

Portanto, o efeito real das ideias não é necessariamente impô-las a uma população inteira, acabando assim com a incerteza. Devemos considerar esse efeito em comparação com a questão do governo das populações associadas a um conjunto de instrumentos. O tripé da política econômica foi o instrumento que constituiu um marco crítico definidor da lógica profunda da política governamental do PT, ao lado dos aspectos heterodoxos da sua política. A questão aqui não é se toda a população aderiu a essa estrutura interpretativa da economia. Em vez disso, o conceito de governamentalidade contém uma mistura de ideias e instrumentos de governança (Foucault, 2001, p. 299) e, no caso do Brasil, essa mistura gerou dois tipos potencialmente contraditórios de governamentalidade: o novo desenvolvimentismo e a governamentalidade liberal. Essa tensão resultou em uma dinâmica macroeconômica inviável. A recessão econômica apenas revelou os limites da adaptação do PT à governança liberal. Esta se revelou um fracasso, não devido à natureza híbrida do regime de política econômica (Ban, 2013) em si, mas devido à solidez da coalizão instrumental como dispositivo do governo central. A análise em termos de governamentalidade revela as condições econômicas para os

processos de variação, seleção e retenção de técnicas de governo pelo Estado (Jessop, 2012). A autonomia do Banco Central do Brasil se encaixa perfeitamente nessa perspectiva. Seu poder foi usado como uma estratégia governamental para quebrar a inflação, imposta pelos formadores de preços. No entanto, essa iniciativa possibilitou a introdução dos interesses dos detentores da dívida pública e, de forma mais ampla, dos credores no centro da ação governamental, instituindo o mecanismo de fixação de sua taxa de juros, com base nas expectativas de inflação dos principais bancos. Não se tratava apenas de um dispositivo de política monetária. Era um instrumento de governo remoto (distanciado da arena decisória a qual tinha acesso o PT).

Essa análise nos leva a concluir que podemos entender melhor a mudança do sucesso para a catástrofe em termos de uma relação entre o governo (associado a um regime de conhecimento e a um conjunto de instrumentos de poder), uma coalizão instrumental de interesses e processos econômicos. A esse respeito, podemos considerar que o regime de conhecimento predominante contribuiu para a correlação de forças favorável aos rentistas. Nessa perspectiva, o peso da doutrina liberal responde à questão levantada pela análise dos blocos no poder sobre o motivo pelo qual os industriais se uniram para denunciar a política econômica de Dilma, que eles haviam inicialmente endossado (Singer, 2015).

4. CONCLUSÃO

Um dos principais resultados dessa análise é que a provável continuidade de uma coalizão instrumental que favorece os rentistas financeiros implica a financeirização do capital em um ritmo acelerado, correlacionado com a diminuição do investimento produtivo. Isso consagra uma persistente falta de competitividade e mantém o baixo crescimento.

O Banco Central desempenhou um papel decisivo na consolidação de um padrão de integração internacional que prioriza a acumulação financeira em detrimento da acumulação industrial. Essa escolha política coloca em risco a implementação da nova proposta de desenvolvimento. De uma perspectiva keynesiana, a recessão durante o segundo mandato de Dilma Rousseff (2014-2016) foi o resultado de uma mudança na política econômica, restringindo a expansão dos empréstimos às famílias e dos gastos

públicos, interrompendo o aumento do salário-mínimo e, assim, interrompendo o crescimento da demanda doméstica (Serrano & Summa, 2015).

À luz de nossa análise, esse novo compromisso significa que a prioridade passou a ser manter os déficits em conta corrente e a dívida pública do Brasil dentro de limites administráveis. Mais uma vez, devemos enfatizar que a acumulação industrial foi insuficiente, por mais que tenha aumentado uma parte crescente do volume geral de lucros (incluindo retornos financeiros) alocada ao investimento produtivo. A decisão do governo de interromper a tendência de crescimento da demanda respondeu ao imperativo de demonstrar seu comprometimento em controlar a dívida pública e, mais precisamente, de realizá-lo por meios convencionais. O banco central montou uma coalizão virtual que qualificamos de instrumental, na medida em que ele convenceu o governo a adotar os “instrumentos científicos” que supostamente garantiriam o retorno ao crescimento, ou seja, um aperto fiscal e reformas estruturais. Essa dimensão cognitiva da economia política resulta de um compromisso institucional inabalável herdado do governo liberal de Fernando Henrique Cardoso.

Esse legado político-institucional confirma a dinâmica incremental das mudanças institucionais neoliberais como um bloqueio de qualquer possibilidade de construção de uma estrutura regulatória favorável à nova proposta de desenvolvimento. O crescimento orientado pela demanda é insustentável em um regime de acumulação dominado pelas finanças. O regime de crescimento orientado pela demanda surge quando a expansão da demanda agregada promove o investimento e o crescimento econômico. Nesse contexto, o consumo interno pode crescer devido ao crescimento do salário médio real ou a medidas de distribuição de renda que favoreçam a população assalariada. A autonomia de fato do banco central garantiu a permanência da financeirização do capital. Esse dispositivo particular de governança colocou em risco a sustentabilidade das mudanças institucionais por meio das quais o governo Lula estimulou o crescimento da demanda (principalmente por meio do aumento dos salários, dos benefícios sociais e dos empréstimos). Entretanto, o banco central consolidou a formatação neoliberal de um regime de crescimento dominado pelas finanças, o que fez com que as finanças bloqueassem o regime de crescimento. Portanto, a estagnação de 0,3% no período de 2012-2019, com uma queda de 4,9% no investimento e uma queda de 0,9% no consumo das famílias (veja a Figura 5), parecia ser o preço de uma incompatibilidade estrutural

entre o dispositivo da governamentalidade liberal pura (representada pelo modelo do “tripé”) e a intencionalidade de um novo governo da população.

Essa incompatibilidade foi ocultada pelo que poderia ser chamado de “governamentalidade liberal neodesenvolvimentista”, que combinava um corpus keynesiano e neoclássico. No entanto, o resultado não poderia ser um regime de acumulação sustentável liderado pelas finanças. Uma taxa crescente de financeirização do capital (devido a uma moeda sobrevalorizada) era incompatível com o progresso da especialização econômica do Brasil. Entretanto, essa não é apenas uma questão de pura restrição macroeconômica. O principal resultado dessa análise é mostrar que a dinâmica macroeconômica também é uma questão de poder, mediada por dispositivos de governança. Trata-se de uma dimensão fundamental da fragilidade do regime de acumulação do Brasil, que é bloqueado pelas finanças. A solvência da dívida pública define sua zona de estabilidade e atua como um fator de estagnação correlacionado com a falta de competitividade industrial. Essa análise mostrou que a coalizão instrumental construída pelo Banco Central adquiriu uma espécie de poder de veto sobre o projeto político do governo. Essa constatação levanta uma nova questão sobre o impacto político das ideias econômicas dominantes. Mais especificamente, pode-se perguntar até que ponto o domínio de tal pensamento e da principal parte interessada – o Banco Central do Brasil – foram responsáveis pela perda de apoio ao Partido dos Trabalhadores por meio do impeachment da Presidenta Dilma Rousseff, que ela mesma denunciou como um golpe de Estado institucional.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel. **Macroéconomie financière**, coll. Repères, La Découverte, v. 1, 2001.

AMADO, Adriana Moreira; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. The ‘developmentalism’ debate in Brazil: some economic and political issues. **Review of Keynesian Economics**, v. 3, n. 1, p. 77-89, 2015.

ARAÚJO, Victor Leonardo. O primeiro Governo Lula (2003-2006): retomada do crescimento e bonança internacional. **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, p. 469-490, 2021.

BAN, Cornel. Brazil's liberal neo-developmentalism: New paradigm or edited orthodoxy? **Review of International Political Economy**, v. 20, n. 2, p. 298-331, 2013.

BAUDOT, Pierre-Yves. Le temps des instruments. Pour une socio-histoire des instruments d'action publique. **L'instrumentation de l'action publique**, p. 193-236, 2014.

BOITO, Armando; GALVÃO, Andréia (Ed.). **Política e classes sociais no Brasil dos anos 2000**. São Paulo: Alameda, 2012.

BOSCHI, Renato. Estado Desenvolvimentista no Brasil: continuidades e incertidumbres. **Ponto de Vista**, v. 2, p. 1-34, 2010.

BOURDIEU, Pierre. Le langage autorisé. **Actes de la recherche en sciences sociales**, v. 1, n. 5, p. 183-190, 1975.

BOYER, Robert. **The regulation school: a critical introduction**. Columbia University Press, 1990.

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

BOYER, Robert; SAILLARD, Yves. **Régulation Theory: the state of the art**. 2005.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; OREIRO, José Luis; MARCONI, Nelson. **Developmental Macroeconomics: new developmentalism as a growth strategy**. Routledge, 2014.

BRÖCKLING, Ulrich; KRASMANN, Susanne; LEMKE, Thomas (Ed.). **Governmentality: Current issues and future challenges**. Routledge, 2010.

BRUNO, Miguel. Financiarisation et accumulation du capital productif au Brésil les obstacles macro-économiques à une croissance soutenue. **Revue Tiers Monde**, n. 1, p. 65-92, 2007.

BRUNO, Miguel. Régulation et Croissance Économique au Brésil après la libéralisation: un régime d'accumulation bloqué par la finance. **Revue de la régulation**. Capitalisme, institutions, pouvoirs, n. 3/4, 2008.

BRUNO, Miguel. Desafios do desenvolvimento socioeconômico brasileiro: uma perspectiva institucionalista do período recente. **O Panorama Socioeconômico do Brasil e suas relações com a Economia Social de Mercado**. Fundação Konrad Adenauer, 2014.

BRUNO, Miguel et al. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 31, p. 730-750, 2011.

CAMPBELL, John L.; PEDERSEN, Ove K. The national origins of policy ideas: Knowledge regimes in the United States, France, Germany, and Denmark. In: **The National Origins of Policy Ideas**. Princeton University Press, 2014.

DINIZ, Eli. **É possível um novo modelo de estado desenvolvimentista no Brasil?**. 2012.

FOUCAULT, Michel. **The Foucault effect: Studies in governmentality**. University of Chicago Press, 1991.

FOUCAULT, Michel. **Dits et écrits: 1954-1988**. Gallimard, 2001.

FOUCAULT, Michel. **Sécurité, territoire, population: cours au Collège de France, 1977-1978**. 2004.

FRITZ, Barbara; DE PAULA, Luiz Fernando; PRATES, Daniela M. Developmentalism at the periphery: addressing global financial asymmetries. **Third World Quarterly**, v. 43, n. 4, p. 721-741, 2022.

GOBETTI, Sérgio Wulff. **Ajuste fiscal no Brasil: os limites do possível**. Texto para Discussão, 2015.

HALPERN, Charlotte et al. L'instrumentation de l'action publique. **Controverses, résistance, effets, Paris, Presses de Sciences Po**, 2014.

HAY, Colin. **Constructivist institutionalism**. 2008.

JESSOP, Bob. Constituting another Foucault effect: Foucault on states and statecraft. In: **Governmentality**. Routledge, 2010. p. 64-81.

LONGUET, S. LABROUSSE, A. BENICOURT, E. Gouvernamentalité et économie sociale : nouvelles perspectives. In: Bénicourt E., Labrousse A. & S. Longuet (eds), **Économie sociale et gouvernement**. Amiens, 5-6th September, Louvain-La-Neuve, Presses universitaires de Louvain, 2021.

PEREIRA, Jaime Marques. La monnaie, la politique et la possibilité d'un mode de développement à nouveau fondé sur le marché intérieur au Brésil et en Argentine. **Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs**, n. 11, 2012.

SANTANA, Carlos Henrique Vieira et al. **Trajetórias de reformas e mudanças institucionais na semiperiferia: abertura financeira e capacidades estatais no Brasil e Índia**. 2012.

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. **Nova Economia**, v. 25, p. 803-833, 2015.

SINGER, André. Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). **Novos estudos CEBRAP**, n. 102, p. 39-67, 2015.

STOCKHAMMER, Engelbert. **Some stylized facts on the finance-dominated accumulation**. 2007.

STREECK, Wolfgang; THELEN, Kathleen. Institutional change in advanced political economies. **Debating Varieties of capitalism**, p. 95-131, 2009.

APÊNDICE

Nesta abordagem, calculamos O PIB pela soma total de todos os pagamentos (rendimentos) recebidos por vários agentes econômicos envolvidos nas diferentes atividades de produção. Assim, expressamos o PIB por $Y = \pi^e + F + W$, onde π^e é o lucro das empresas não-financeiras, F é o rendimento dos rentistas financeiros e W representa os salários dos empregados.

Para calcular a renda financeira, utilizamos o seguinte procedimento: a) consideramos a hipótese de Kalecki de que os trabalhadores gastam tudo o que ganham como a hipótese mais plausível para uma economia em desenvolvimento como a do Brasil; b) então, obtivemos o nível de consumo das famílias ricas e capitalistas subtraindo o consumo dos empregados do consumo total das famílias; e c) após esse cálculo, subtraímos o consumo das famílias ricas e o investimento (formação bruta de capital fixo) do lucro bruto total. O resultado corresponde a fluxos de receitas financeiras que não são consumidos nem alocados em ativos fixos produtivos.

Os lucros brutos das empresas são iguais ao lucro bruto total menos os lucros distribuídos aos proprietários e acionistas. Calculamos este último por

$$\frac{\pi^e}{Y} = 1 - \frac{F}{Y} - \frac{W}{Y}$$

a divisão proporcional das receitas financeiras entre a parte consumida e a aplicada em ativos financeiros pelas famílias ricas.

Podemos escrever esta equação como: (1)

Com $\pi^e = 1 - \varphi - ws$, onde π^e é a parcela do lucro bruto, φ é a parcela da renda financeira e ws é a parcela dos salários, todas essas variáveis em proporções do PIB.

Definimos a taxa de lucro das empresas não-financeiras (re) pela razão entre os lucros Π_e e o estoque de capital fixo produtivo K:

$$w^s = \frac{W}{Y} = \frac{w}{\rho_n}$$

(2) Mas, $W=w.N$, onde w é o salário médio real e N é o nível geral de emprego. Consequentemente, a participação dos salários no PIB (wage share) é matematicamente idêntica à razão entre o salário médio real e a produtividade do trabalho (ρ_n).

Este fato foi, e é, fundamental para a recuperação da participação dos salários no PIB brasileiro. Se os salários crescerem ao mesmo ritmo que a produtividade, a parcela salarial no produto total não crescerá e permanecerá baixa, como tem historicamente tem sido. Consequentemente, para que a parte salarial cresça, a taxa de crescimento dos salários reais precisa ser superior à taxa de crescimento da produtividade do trabalho, pelo menos durante um período suficientemente longo.

Substituindo a parcela salarial pela sua relação equivalente, $\frac{W}{\rho_n}$, e dividindo a equação (1) pelo estoque de capital fixo produtivo (estoque de máquinas, equipamentos e edifícios não-residenciais) K, obtemos

$$r^e = \rho_k \left[1 - \frac{W}{\rho_n} - \varphi \right]$$

onde ρ_k é a produtividade do capital fixo. Esta é então uma fórmula geral para a taxa de lucro das empresas no nível macroeconômico.

Embora algebricamente simples, esta equação combina variáveis fundamentais do processo de acumulação de capital. Expressa as condições estruturais que condicionam a distribuição do rendimento e expressam o conflito distributivo entre trabalho, capital produtivo e capital financeiro.

O termo entre colchetes $\left[1 - \frac{W}{\rho_n} - \varphi \right]$ capta o impacto da distribuição de renda no processo de determinação da taxa de lucro, para um determinado nível de produtividade de capital fixo.