

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC – SP

GUSTAVO CARVALHO TAPIA LIRA

RISCO DE FINANCEIRIZAÇÃO DAS RENDAS PETROLÍFERAS

A Renegociação da Dívida do Estado do Rio de Janeiro junto à União

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO

2011

GUSTAVO CARVALHO TAPIA LIRA

RISCO DE FINANCEIRIZAÇÃO DAS RENDAS PETROLÍFERAS
A Renegociação da Dívida do Estado do Rio de Janeiro junto à União

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação do Prof. Doutor Antônio Carlos de Moraes.

SÃO PAULO

2011

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

Aos que lançaram a semente deste mestrado. Felipe Bandoni de Oliveira pela inspiração acadêmica e Stela Fava pelo tema pertencer à Economia Política.

Ao CNPq por ter financiado a bolsa durante onze meses deste estudo.

A todos os professores do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUC-SP, em especial: Júlio Manuel Pires por ter me aceitado como aluno ouvinte em seu curso de Economia Brasileira, fundamental para o início deste caminho; Carlos Eduardo Carvalho por todo empenho ao acolher um aluno ainda não bolsista, quando coordenador do Programa; Laura de Mattos pela essencial ajuda na elaboração do projeto e João Machado por ter apresentado o pensamento de Marx e Keynes de maneira tão profunda e pelas suas elegantes e valiosas críticas na qualificação.

Aos que muito contribuíram ao longo destes três anos de PUC, a começar pela generosidade de nossa secretaria Sônia; pelas sempre simpáticas Juliana e Lucinha da biblioteca; aos mais que colegas, Paulo Van, Richard, Mariana Almeida, Ronaldo Matayoshi, Rodolfo Cunha, Fernando Abdalla, José Américo, Thiago Carbonari e Renato Furuse. Especialmente agradeço a Joanito Machado pelas revisões e conselhos; André Mountian pelas aulas de matemática e pelo incentivo na escolha da PUC-SP; Ana Lélia e Fernando Garcia por tornarem possível o convívio entre música e economia e Marcelo Eisenhower Farias por não me deixar esquecer que este convívio é condição necessária em qualquer que seja a jornada.

Aos amigos da Secretaria de Planejamento de SP, sobretudo, Philippe Duchateau, Javier Toro e Paula Franco. Obrigado pela compreensão e apoio neste período.

Aos de sempre e para sempre, Marcão, Fabrício, Christian, Felipão, Lucas, Bia Santomauro, Marta, Beatriz Lessa, Kleber, Guilherme, Bob, DôValor, Raul e ao meu afilhado Pedro. Seria impossível chegar até aqui sem nossa convivência, prosas e rodas de choro.

Ao orientador Prof. Antônio Carlos de Moraes, por sua paciência, incentivo, amizade e conselhos, que transcenderam, em muito, o âmbito acadêmico.

À minha família, ao meu irmão, Augusto, pela confiança depositada em mim; ao meu pai, René, de quem muito pude me orgulhar ao longo deste processo e à minha mãe, Luzia, meu maior exemplo de luta e perseverança.

RESUMO

Este trabalho se propõe a estudar a aplicação das rendas do petróleo no Brasil. Partiremos da hipótese de que sua aplicação deve se ater à questão intergeracional, uma vez que se trata de um recurso mineral não renovável e boa parte de seu uso deveria ser investido em políticas públicas voltadas às gerações futuras. Nossa análise se concentrará na captação destas rendas pelo Estado do Rio de Janeiro, sob a forma de tributos (*royalties* e participações especiais), que foram entregues à União a fim de saldar parte de suas dívidas negociadas no Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados. Em nossa interpretação, a forma de aplicação atual destas rendas, justificadas em prol de um equilíbrio financeiro e fiscal do governo federal, faz parte do movimento de *financeirização* da economia.

Palavras-chave: *Financeirização*, Renda Mineral, Dívida Pública, Finanças Estaduais

ABSTRACT

This study consists in analysis of the application of oil revenues in Brazil. Depart from the hypothesis that this application should be attentive to the intergenerational justice, as it is a non-renewable mineral resource and much of its use should be invested in public policy on future generations. Our analysis will focus on the capture of these rents by the State of Rio de Janeiro, in the form of *royalties* and special taxes which were used to pay the public debt with the Federal Government as part of the fiscal adjustment program. In our investigation, the application of these rents, justified in the interests of macroeconomic equilibrium, it can be explain by the fundamentals elements of contemporary capitalism, the “financialization”

Key-words: Financialization, Oil Revenues , Public Debt, Subnational Finance

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1: Componentes da renda mineral.....	51
Quadro 1. Padrões de financiamento estadual.....	86
Gráfico 2. Projeção para recebíveis em <i>Royalties</i> e Participações Especiais (199-2021).....	97

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Destino das Receitas de <i>Royalties</i> do Petróleo na Esfera Federal (2003-2007)	67
Tabela 2. Dívida Líquida do Setor Público (1991-2003), em % do PIB (1)	71
Tabela 3. DLSP: dívida dos governos sub-nacionais — 1991-1996	83
Tabela 4. Dívida anterior ao refinanciamento (outubro 1996)	85
Tabela 5. Distribuição em % da dívida anterior ao refinanciamento (outubro 1996).....	85
Tabela 6. Indicador de meta fiscal — (1996) Relação entre a dívida estadual e a receita corrente líquida	86
Tabela 7. Contratos firmados entre União e os estados	89
Tabela 8. Composição da Dívida do Estado do Rio de Janeiro em 31/12/1999	93
Tabela 9. Projeção para recebíveis em <i>Royalties</i> e Participações Especiais (1999-2021)	95
Tabela 10. Composição da Dívida Fundada do Estado do Rio de Janeiro (1998 – 1999)	97

GLOSSÁRIO DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AHSF	<i>Alberta Heritage Savings Fund</i>
ANP	Agência Nacional de Petróleo
ARO	Antecipações de Receita Orçamentária
BBC	Bônus do Banco Central
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BNH	Banco Nacional de Habitação
BTN	Bônus do Tesouro Nacional
CDP	Certificados de Depósitos a Prazo
CFT	Certificados Financeiros do Tesouro
CTN	Certificados do Tesouro Nacional
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
ERA	<i>Earnings Reserve Account</i>
EUA	Estados Unidos da América
FIEMV	Fundo de Investimento e Estabilização Macroeconômica da Venezuela
FMI	Fundo Monetário Internacional
FPA	Fundo Permanente do Alaska
FPEN	Fundo Petrolífero Estatal Norueguês
IGP-DI	Índice Geral de Preços "Disponibilidade Interna"
LBC	Letras do Banco Central
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LTN	Letras do Tesouro Nacional
NBC	Notas do Banco Central
NTN	Notas do Tesouro Nacional

PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PIB	Produto Interno Bruto
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
RLR	Receita Líquida Real
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
TCE-RJ	Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1. FINANCEIRIZAÇÃO E DÍVIDA PÚBLICA.....	14
1.1. Capitalismo contemporâneo.....	14
1.2. Etapas da <i>financeirização</i>	20
1.3. Raízes da <i>financeirização</i>	27
1.3.1. Capital portador de juros	27
1.3.2. Capital fictício	31
1.3.3. Capital financeiro.....	34
1.4. Papel da dívida pública na <i>financeirização</i>	38
1.4.1. <i>Financeirização</i> e a dívida pública brasileira.....	43
2. RENDA MINERAL E O <i>ROYALTY</i> COMO INSTRUMENTO DE PROMOÇÃO DE POLÍTICAS DE JUSTIÇA INTERGERACIONAL.....	48
2.1. O conceito de renda mineral	48
2.2. Algumas experiências na aplicação dos <i>royalties</i>	53
2.2.1. A experiência do estado do Alaska (EUA).....	53
2.2.2. A experiência do Canadá.....	56
2.2.3. A experiência da Noruega	58
2.3.4. A experiência da Venezuela	60
2.3.5. Considerações sobre as experiências na aplicação dos <i>royalties</i>	62
2.3. Aplicação das Participações Governamentais sob a Legislação Brasileira ..	63
3. INFLUÊNCIA DOS <i>ROYALTIES</i> E DAS PARTICIPAÇÕES ESPECIAIS NA RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO JUNTO À UNIÃO	66
3.1. Internalização da Dívida no Brasil	68
3.2. Caminho teórico do Ajuste Fiscal	70
3.3. Processo de endividamento nos estados da federação.....	79
3.4. O acordo de refinanciamento dos Estados	87
3.5. O Acordo do Estado do Rio de Janeiro	94
CONSIDERAÇÕES FINAIS	102
REFERÊNCIAS	105

INTRODUÇÃO

Quando o tema é a renda proveniente de um recurso não renovável, faz-se pertinente tratar da finalidade de seu uso, se tem como propósito financiar políticas que promovam uma justiça intergeracional.

Por se tratar de um recurso não-renovável, o consumo do petróleo hoje reduz sua disponibilidade para as futuras gerações, que deveriam ser compensadas por essa privação. A cobrança dos *royalties* contribui para a promoção da justiça intergeracional, pois torna o petróleo mais caro, diminuindo, assim, o seu consumo

No entanto, a grande contribuição dos *royalties* para esta finalidade se dá na sua aplicação. Os *royalties* podem ser aplicados, por exemplo, no desenvolvimento de fontes alternativas de energia, com a intenção de amenizar os impactos da escassez do petróleo no futuro. Outra possível aplicação da receita dos *royalties*, com o intuito de compensar as futuras gerações pelo esgotamento do óleo, é a melhoria qualitativa dos fatores de produção – o capital e, especialmente, o trabalho – já que a economia se tornará crescentemente dependente desses fatores com o esgotamento dos recursos naturais.

Deste modo, a vinculação de recursos surge como um fator importante para a promoção da justiça intergeracional. Porém, sua implementação é difícil. No Brasil, conforme nos aponta Serra (2005), no intuito de se evitar a aplicação destas rendas no presente sem estar atrelada a políticas públicas voltadas às gerações futuras, a Lei 7.990/89 vedava explicitamente aos beneficiários das compensações financeiras, a aplicação das mesmas em pagamento de dívidas e no quadro permanente de pessoal (art. 26, § único). Entretanto, a crise financeira dos Estados e a instauração de uma nova ordem das relações entre União e Estados, como analisado por Lopreato (2002a), superaram a essência desta lei.

Na esfera federal, estes recursos são expressamente vinculados a determinados programas e Ministérios (Marinha, Minas e Energia, Meio Ambiente e Ciência e Tecnologia), mas a regra tampouco tem sido obedecida. Por meio de desvinculações formais e contingenciamentos do orçamento dos ministérios, o Tesouro Nacional tem desviado para o superávit primário a maior parte da receita dos *royalties* que permanece com a União, conforme estudo de Afonso e Gobetti (2008).

Quanto à utilização dos *royalties* pertencentes aos Estados nas negociações de suas dívidas com a União, em termos de *financeirização*, entendemos ser ainda mais grave. Com recursos dos *royalties*, o Estado do Rio de Janeiro, em 1999, operou uma securitização de sua dívida com a União.

Pretendemos aprofundar a crítica da utilização dos *royalties* como garantia para repactuação da dívida do Estado do Rio de Janeiro com a União. Antes desta fase de *financeirização* das dívidas dos Estados com a União eram realizados acordos onde os governadores acabavam conquistando algum tipo de facilidade como perdão financeiro, em virtude da forma como se barganhava o apoio das bancadas estaduais em matérias de interesse do governo federal.

A hipótese de *financeirização* dos *royalties* está relacionada aos efeitos do colapso do modo de desenvolvimento fordista. Chesnais (1999), quando trata da gênese da *mundialização* financeira, chama a atenção para três etapas que culminaram na dominação da esfera financeira: o papel do câmbio flexível, as políticas de desregulamentação e de liberalização financeira e, por último, a securitização da dívida pública.

À medida que evolui a *financeirização*, paralelamente ocorrem transformações relevantes na estrutura e na natureza do Estado, com repercussões marcantes sobre as políticas cambiais e fiscais. Por um lado, neste contexto, é função primordial do Estado assegurar credibilidade ao mercado nacional, mantendo o serviço da dívida e realizando as reformas institucionais que favoreçam o ingresso e a rentabilidade de capitais externos. Por outro, também lhe cabe conduzir política fiscal restritiva, reduzindo déficits públicos e ampliando a capacidade de pagamento de juros elevados, necessários para a manutenção do ingresso de ativos estrangeiros, essenciais ao balanço de pagamentos.

Neste trabalho, pretendemos mostrar que as rendas do petróleo foram, também, “capturadas” para servir de colchão de proteção da estabilidade macroeconômica da economia brasileira. Porém, estas rendas deveriam cumprir uma função de justiça intergeracional, defendido pelas próprias escolas clássica e neoclássica, função esta que vem sendo superada pelo fenômeno de *financeirização*.

O desenvolvimento do tema proposto nesta dissertação, está organizado em três capítulos e uma conclusão, além desta introdução. No primeiro, apresentaremos o

conceito da *financeirização*, buscando relacionar tal fenômeno ao debate que se faz sobre a dívida pública, relação necessária para a análise da aplicação dos *royalties*. No segundo, discutiremos o conceito de renda mineral e o *royalty* como instrumento de promoção de políticas de justiça intergeracional, além disso, buscaremos as funcionalidades da aplicação dos *royalties* em alguns produtores de petróleo, através da experiência de quatro países. Por fim, analisaremos a influência dos *royalties* e das participações especiais na renegociação da dívida do estado do Rio de Janeiro, sob o contexto da repactuação federativa através do conceito de “ajustes fiscais”.

1. FINANCEIRIZAÇÃO E DÍVIDA PÚBLICA

Neste primeiro capítulo, vamos tratar do “regime de acumulação com dominância financeira”, tal qual é conceitualizado por Chesnais. Buscaremos destacar, dentro deste regime, o papel da dívida pública, pois a hipótese de *financeirização* dos *royalties* no Brasil está relacionada à utilização destes recursos para alimentar o mecanismo que a dívida pública exerce na etapa do capitalismo contemporâneo,

Pretendemos trazer elementos que relacionem o crescimento das finanças globalizadas com o aumento dos déficits públicos tendo em vista que o encadeamento déficit público - globalização financeira começou a partir dos EUA que passou de uma situação de equilíbrio, no fim dos anos 1970, para uma situação de principal devedor internacional. Sugerimos que este ponto, ou seja, as finanças globalizadas, trazem elementos que possam explicar a utilização dos *royalties* em prol de um equilíbrio financeiro e fiscal, nos mostrando que a lógica financeira atua fortemente dentro do próprio Estado.

1.1. O capitalismo contemporâneo

No artigo *O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos*, Chesnais (2005) o inicia nos dizendo que o mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo. Esta configuração é resultante das transformações sofridas a partir dos anos 1970 que vêm alterando a forma da acumulação predominante.

Chesnais, já em 1996, conceitua esta etapa como um “regime de acumulação com dominância financeira”. Mais tarde o autor consolida a definição se utilizando também de outro conceito, o de “regime de crescimento patrimonial”, trazido por Aglietta¹. Assim, o capitalismo contemporâneo se caracteriza por “*um sistema de relações econômicas e sociais internas e internacionais cujo centro é a finança e que está apoiado nas instituições financeiras e políticas do país hegemônico em escala mundial*” (CHESNAIS, 2005. p. 26)

Mais adiante, no mesmo texto, o autor delimita ainda mais o conceito

¹ Chesnais usa como referência o artigo de Aglietta, *Le capitalisme de demain*. Notas da Fundação Saint-Simon, Nov. 2003.

Por acumulação financeira, entende-se a centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, que têm por encargo valorizá-los sob a forma de aplicações em ativos financeiros – divisas, obrigações e ações – mantendo-os fora da produção de bens e serviços (CHESNAIS, 2005. p. 37)

Para compreender melhor tal delimitação é preciso buscar ao que Chesnais (2005) chamou de capital portador de juros². No mundo contemporâneo, este capital está no centro das relações econômicas e sociais e busca fazer dinheiro sem sair da esfera financeira, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos e outros pagamentos recebidos a título de posse de ações, enfim, de lucros oriundos da especulação bem sucedida. Tem como terreno de ação os mercados financeiros integrados e suas operações repousam no centro das cadeias complexas de créditos e de dívida.

Braga (1998) defende a hipótese de que no capitalismo contemporâneo “a *financeirização* é o padrão sistêmico de riqueza”, e para este autor a “*financeirização*” significa a dominância da lógica financeira no processo de valorização.

Trata-se de um “padrão sistêmico” porque a *financeirização* está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas de segmentos ou setores – o capital bancário, os rentistas tradicionais – mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionando à operação das finanças e dispêndios públicos, modificando a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado (BRAGA 1998, p. 196)

Neste padrão sistêmico, a predominância se dá pela valorização da riqueza patrimonial – através da introdução de novos instrumentos e agentes financeiros que corroboram essa lógica – e com uma escala de circulação financeira sem precedentes, acompanhada de significativa flexibilização temporal. Essa configuração capitalista é o que podemos traçar como o processo de *financeirização* da economia.

O fato, então, de que o dinheiro, tendencialmente, faça cada vez mais o caminho das finanças e não o caminho da produção é resultado do movimento geral do capital, enquanto realização de seu conceito e das decisões competitivas e concretas dos ‘agentes’. No padrão sistêmico que estamos analisando, a *financeirização* exarceba este movimento e lhe dá relativa permanência histórica, concreta, sustentada num engajamento complexo entre Estado e Mercado (BRAGA, 1998, p. 237)

² Segundo os tradutores desta obra, *capital de placement* foi traduzido como capital portador de juros por indicação do autor e pela inadequação do termo capital financeiro. O conceito *capital de placement* significa mais precisamente uma combinação do capital portador de juros, como é definido por Marx, com o capital fictício, e em seu comportamento predomina o aspecto especulativo e rentista.

Chesnais (1996) em *A Mundialização do Capital*, dizia que este movimento tendia a predominar na esfera financeira, mas que priorizava as operações do capital industrial. Em *A Mundialização Financeira* (1998), o autor nos traz que há um deslocamento qualitativo e ressalta que é da esfera financeira que é necessário partir para compreender o movimento em seu conjunto.

Nakatani e Marques (2008) traçam uma linha cronológica de como Chensnais chega à compreensão do capitalismo contemporâneo dominado pela esfera financeira, utilizando as principais obras do autor: *A Mundialização do Capital* (1996), *A Mundialização Financeira* (1998), a *Finança Mundializada* (2005) e *La Finance Capitaliste* (2006), além de artigos de outros autores relacionados ao tema. Importante notar que tal qual o capitalismo sai da esfera produtiva e caminha com pujança à esfera financeira, a compreensão do autor traça um caminho semelhante, dada a retomada da importância do capital fictício de forma mais elaborada do capital fictício a partir dos anos 1980 após o fim do consenso keynesiano, a partir do fim da Segunda Guerra Mundial.

Em 1996, nos trazem os autores, Chesnais entendia o movimento da mundialização do capital como mais uma etapa no processo de internacionalização do capital produtivo, com ênfase nos aspectos organizacionais e operacionais das multinacionais.

Dito de outra forma, a interpretação do movimento do conjunto do capitalismo mundial tinha como base as operações do capital industrial, embora não estivesse ausente de sua análise o papel exercido pelas elevadas taxas internacionais de juros (fixadas pelo Federal Reserve - Fed) na determinação da orientação dos investimentos e mesmo na *financeirização* das empresas. Esse último aspecto, contudo, era acessório em sua interpretação e não por acaso é abordado somente nos dois últimos capítulos desse livro, quando anuncia que o capital-dinheiro³, concentrado nos bancos e nos fundos de pensão, estava ganhando força no capitalismo contemporâneo. Essa observação, contudo, não anunciava, ainda, o entendimento que teria sobre a dinâmica do capitalismo contemporâneo. (NAKATANI e MARQUES, 2008, p: 3)

Já em 1998, o autor reconhece que no artigo de 1996 ele partia da idéia de que a mundialização do capital constituía uma etapa a mais no processo de internacionalização e nas operações contemporâneas das multinacionais.

³ Em nota, os autores explicam que utilizam o termo capital-dinheiro em vez do capital financeiro usado por Chesnais, por ser o primeiro mais preciso. Nas seções adiante trataremos com mais rigor desta definição.

Destacava-se o fato de que a mundialização do capital era mais impulsionada na esfera financeira que em qualquer outro domínio. Mas, apesar, de tratar-se do papel desempenhado pelas taxas de juros reais positivas sobre o nível e a orientação da acumulação, como da *financeirização* dos grupos industriais, a interpretação do movimento de conjunto do capitalismo partia, ainda, das operações do capital industrial. A partir dos dados e das análises reunidos neste novo livro, um deslocamento qualitativo se impõe. É da esfera financeira que é necessário partir se desejarmos compreender o movimento em seu conjunto. (CHESNAIS, 1998, p: 7)

No mesmo texto o autor, apesar de salientar o crescimento da esfera financeira, preocupa-se em dizer que o movimento ainda é parte do setor produtivo, então ele não pode ser considerado como um movimento autônomo.

Os capitais que os operadores financeiros põem para valorizar, através de suas aplicações financeiras e das arbitragens entre diversos tipos de ativos, nasceram invariavelmente no setor produtivo e começaram por assumir a forma de rendimentos que se constituíram na produção e intercâmbio de bens e serviços. Uma parcela desses rendimentos – hoje em dia uma parcela elevada - é captada ou canalizada em benefício da esfera financeira, e transferida para esta. Só depois dessa transferência é que podem se dar, dentro do campo fechado da esfera financeira, vários processos de valorização, em boa parte fictícios, os quais fazem inchar ainda mais o montante nominal dos ativos financeiros. (CHESNAIS, 1998, p: 15)

Nakatani e Marques (2008) nos trazem que é somente na *A finança mundializada* que Chesnais, em seu artigo *O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos*, irá finalmente dizer que o “mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, na qual o capital portador de juros está localizado no centro das relações econômicas e sociais” (CHESNAIS, 2005, p: 35). Além disso, ele traz que as instituições bancárias e não bancárias são constituídas de um capital com traços específicos, que “busca fazer dinheiro sem sair da esfera financeira, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos e outros pagamentos recebidos a título de posse de ações e, enfim, de lucros nascidos de especulação bem-sucedida”. (CHESNAIS, 2005, p: 35). Os autores destacam que:

[...]é dado aqui peso à palavra especulação e o capital portador de juros é colocado no centro das relações econômicas e sociais do mundo capitalista. Isso significa que, para o autor, não há como entender a dinâmica atual do capitalismo sem que se analise de que maneira esse capital se relaciona com as demais formas do capital e com a classe trabalhadora em geral. Entretanto, Chesnais ainda não considera o capital fictício como a nova força dominante na esfera financeira a qual passou a comandar inclusive a esfera produtiva, com sua lógica especulativa e de curto-prazo, onde a riqueza dos capitalistas, o valor das corporações e a remuneração do capital passaram a ser determinados pelo preço das ações nas bolsas de valores. Ou seja, pelo

capital fictício gerado nas bolsas de valores. (NAKATANI e MARQUES, 2008, p: 8)

Para compreender como se chegou à dominância da esfera financeira, Chesnais (1996) diz que o fenômeno nasceu de um processo de interação entre o movimento de fortalecimento do capital privado - industrial e bancário - e o crescente impasse das políticas governamentais.

Sobre o fortalecimento do capital privado, Belluzzo, no prefácio de Chesnais (2005), nos traz que o capital financeiro é a etapa mais avançada do capitalismo porque a capacidade de mobilização extingue barreiras tecnológicas e de mercado. Assim, instituições financeiras, que gerem, direta ou indiretamente, as grandes empresas, estão interessadas na eliminação da concorrência, reforçando o seu caráter monopolista. Desta forma, o autor segue seu raciocínio dizendo que com este movimento há um estímulo na conquista de novos mercados, impulsionando a internacionalização crescente da concorrência capitalista.

Ao final do século XIX e início do XX, Hilferding tratou e deu relevância ao tema do capital financeiro, sendo um dos primeiros a destacar essa inter-relação; embora tenha focado na conformação específica alemã, de relação entre grandes empresas e bancos, iniciou uma importante discussão em torno da relevância do capitalismo financeiro, ao analisá-lo como todo capital bancário, capital em forma de dinheiro, que se transforma em capital industrial.

Voltando ao prefácio de Belluzzo, ele nos traz que tanto Marx como Keynes desvendaram no capitalismo a possibilidade de acumulação de riqueza abstrata, desvincilhada dos incômodos da produção material, mas que isso não se trata de uma deformação, mas sim de um aperfeiçoamento da natureza do capital. Por isso o capital financeiro se distingue pelo caráter universal e permanente de processos especulativos e de criação contábil de capital fictício.

Para Chesnais, o capital portador de juros, capital financeiro ou simplesmente de finança, não chegou ao lugar que hoje ocupa por um movimento próprio, mas é fruto de decisões políticas:

[...] foi necessário que os Estados mais poderosos decidissem liberar o movimento dos capitais e desregular e desbloquear seus sistemas financeiros. Foi igualmente preciso que recorressem a políticas que favorecessem e facilitassem a centralização dos fundos líquidos não

reinvestidos das empresas e das poupanças das famílias (CHESNAIS, 2005, p: 35-36.)

Garagorry (2007) nos mostra que de certa forma, Chesnais repete a ênfase dada por Hilferding à esfera financeira “Nenhuma compreensão das tendências econômicas atuais, nenhuma espécie de ciência econômica ou política é possível sem o conhecimento das leis e da função do capital financeiro” (HILFERDING, 1985, p. 27 *apud* GARAGORRY, 2007, p: 45-6).

Em seu capítulo VII sobre a sociedade por ações, Hilferding (1985) destaca o papel do lucro de fundador, relacionado às ações ordinárias de uma empresa, que centraliza o controle das empresas com a junção do capital de empréstimo (bancário e rentista) com o comercial e o industrial. Segundo o autor, esse lucro tendia a um crescimento, uma vez que a rentabilidade das ações estava relacionada à taxa de juros, descolando-se do valor patrimonial. Para ele, o capitalista monetário, enquanto credor, nada tem a ver com o que é feito com seu capital no processo de produção, embora seja este o processo que necessariamente condiciona a relação de empréstimo.

Vamos tratar da gênese do capitalismo financeiro nas seções mais adiante. Por hora, ainda cabe destacar, que Chesnais, além da ênfase na esfera financeira, destacou a dívida pública no processo atual. Garagorry (2007) destaca que para Chesnais, o mercado de títulos da dívida pública constitui-se no mecanismo mais efetivo instituído pela liberalização financeira para transferência de riqueza de determinadas classes e camadas sociais para outras e de determinados países para outros.

[...] o mercado de títulos da dívida pública (o mercado de obrigações públicas), instituído pelos principais países beneficiários da mundialização financeira e depois imposto aos outros países (quase sempre sem muita dificuldade) é, segundo o próprio Fundo Monetário Internacional, FMI, a “pedra angular” da mundialização financeira (CHESNAIS, 1999, p.13-4).

Nakatani e Marques (2008) reforçam que é no texto de 2005 que Chesnais insiste em utilizar o termo retorno e/ou reaparecimento do capital financeiro, enfatizando que no passado, embora de forma diferente, o capital financeiro já havia reinado de forma relativamente soberana até 1914 segundo o próprio Chesnais (1998) ou 1929 para Duménil e Levy em artigo da *Finança Mundializada*.

Há de se destacar que Chesnais sustenta que “os detentores das ações e de volumes importantes de títulos da dívida pública devem ser definidos como

proprietários situados em posição de exterioridade à produção, e não como ‘credores’” (CHESNAIS, 2005, p. 48).

1.2. Etapas da *financeirização*

Conforme Chesnais (2005), estamos vivendo atualmente a segunda mundialização financeira. Para ele, a primeira ocorreu desde a última década do século XIX até 1914. Duménil e Lévy (2005), porém, consideram que a primeira mundialização se estendeu até a crise de 1929. Este primeiro momento corresponderia ao surgimento do imperialismo, analisado por Lênin em *O Imperialismo, etapa superior do capitalismo* (1975). Além do aumento significativo do comércio internacional de mercadorias, o imperialismo se configura, naquele momento, com um crescente fluxo de capitais, no qual os bancos desempenharam papel especial. Lênin descreve assim o sistema capitalista do século XX

O capitalismo transformou-se num sistema universal de subjugação colonial e de estrangulamento financeiro da imensa maioria da população do planeta por um punhado de países “avançados”. A partilha desse “saque” efectua-se entre duas ou três potências rapaces, armadas até os dentes (América, Inglaterra, Japão) que dominam o mundo e arrastam todo o planeta para a sua guerra pela partilha do seu saque (LÉNINE, 2000, p. 8).

Belluzzo também trata deste período

[...] pouco a pouco todos os setores industriais foram dominados por grandes empresas, sob o comando do capital financeiro. O movimento de concentração do capital produtivo e de centralização do comando capitalista tornou obsoleta a figura do empresário frugal que confundia o destino da empresa com sua própria biografia. O magnata da finança é o herói e o vilão do mundo que nasce (BELLUZZO, 1997, p. 114).

Depois das crises dos anos 1920 e 1930 o mundo da finança viveu uma “relativa calmaria” até meados dos anos 1960, que pode ser atribuída à “repressão financeira”, ou seja, prevalência do crédito bancário sobre emissão de títulos negociáveis, separação de bancos comerciais e demais intermediários financeiros, controle quantitativo do crédito, tetos para as taxas de juros e restrições ao livre movimento dos capitais, segundo Chesnais (2005).

O autor identifica três etapas, desde o consenso *keynesiano* pós-Segunda Grande Guerra até o momento atual de acumulação financeira ou a esta segunda mundialização financeira, quando o capital portador de juros ressurgiu no início dos anos 1980.

A primeira etapa tem início nos EUA, nos anos de 1950, quando se observam os movimentos para o recomeço da centralização do capital sob a forma financeira e, na Europa, na década seguinte, como um subproduto da acumulação industrial da “idade de ouro”. O autor destaca dois fatores fundamentais para esse processo. Por um lado, as famílias de alta renda começam a aplicar suas poupanças financeiras em títulos de seguro de vida, estimulados pelos incentivos fiscais adotados pelo governo daquele país. E, por outro lado, as mudanças na periodicidade dos pagamentos aos assalariados, que se tornou mensal, acompanhadas das modificações na legislação que passou a estabelecer a obrigatoriedade da abertura de contas bancárias para recebimento dos salários.

Ainda no final dos anos 1950, ocorreu a criação do “euromercado de dólares” na *City* de Londres. Segundo Belluzzo, já em meados dos anos 1960 aparecem os primeiros indícios do desmonte do sistema de Bretton Woods. Assim, no período compreendido entre o final dos anos 1960 e início dos anos 1970, dá-se a primeira etapa da liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros e cambiais, caracterizada pelos seguintes fenômenos: elevação do patamar inflacionário – inviabilizando os tetos para as taxas de juros; criação do euromercado e das praças *offshores* – estimuladas pelo crescente déficit dos EUA e, logo depois, pelos petrodólares; adoção de taxas de câmbio flutuantes a partir de 1973 e, finalmente, pela captura dos países devedores do Terceiro Mundo.

Ainda nesta primeira etapa, há um afluxo de recursos não reinvestidos que se acelera mesmo antes dos choques do petróleo. Então Chesnais (2005) diz que nem o capital portador de juros nem a mundialização financeira podem ser compreendidos fora do que os economistas da Escola da Regulação Francesa chamaram de “crise do modo de regulação fordista”⁴

Chesnais (1996), no capítulo *Mundialização, regulação e depressão longa*, objetivando avaliar as implicações macroeconômicas da liberalização do capital no início dos anos 1990, tanto do ponto de vista da internacionalização do capital quanto dos níveis de crise reconhecidos pela teoria da regulação, aponta que a partir da crise do modo de regulação fordista nos anos 1970, destruíram-se as três formas estruturais que regulavam as relações sociais até então: (i) a relação salarial fordista, que assegurava

⁴ A Escola da Regulação surgiu entre as décadas de 1960 e 1970 com fusão das teorias de Marx e Keynes. Seus principais autores são os franceses Lipietz e Aglietta e Boyer.

um nível de emprego assalariado suficientemente alto e bem pago para preencher as condições de estabilidade social e criar os traços da produção em massa; (ii) o ambiente monetário estável, com taxas de câmbio fixas entre as moedas soberanas e mecanismos que criavam um grau significativo de subordinação das finanças às necessidades da indústria e (iii) o Estado com instituições fortes capazes de financiar e impor disciplina ao capital, com recursos que lhe permitiam suprir deficiências setoriais do investimento privado e fortalecer a demanda interna.

A segunda etapa da mundialização financeira se dá durante os anos 1970. Chesnais (2005) chama atenção para a “reciclagem dos petrodólares”, a partir de 1976, que tomou a forma de empréstimos e de abertura de linhas de crédito dos bancos internacionais aos governos do Terceiro Mundo, principalmente da América Latina. Dessa forma, as bases da dívida destes países foram lançadas e junto a elas, um mecanismo de transferência de recursos que possui a capacidade de se reproduzir no tempo.

Independente de seu contexto histórico específico, a dívida pública sempre teve por origem as relações de classe e o poder político que permitem aos ricos escapar amplamente, ou mesmo que completamente, dos impostos. Uma vez que seu montante ultrapassa certo teto, seu reembolso se assemelha ao tonel de Denaides⁵. A dívida se cria sem cessar. (CHESNAIS, 2005, p. 39)

Ainda segundo o autor, os juros devidos sobre o principal da dívida, ou seja, o serviço da dívida, absorve uma fração sempre maior do orçamento do Estado, assim, a única forma de cumprir seu compromisso é tomar um novo empréstimo.

Em nota, o autor traz a explicação do mecanismo de “bola de neve da dívida” pela Comissão de Finanças da Assembléia Nacional Francesa.

Seu custo médio, influenciado pelo nível historicamente muito alto das taxas reais de juros e pela parcela crescente da dívida, é superior à taxa de crescimento da economia. [...] a carga tributária aprofunda espontaneamente o déficit, que se acrescenta ao estoque da dívida ao final do ano e deve ser refinanciado a custos elevados. (CHESNAIS, 2005, p. 39)

Destaca-se desta explicação que tal mecanismo, quando ativado, leva ao crescimento da dívida em comparação ao PIB, mesmo se o déficit sem a dívida for conduzido ao equilíbrio.

⁵ Em nota, o autor diz que, segundo a mitologia grega, as Denaides eram as cinquenta filhas de Danos, as quais foram condenadas por Júpiter a passar a eternidade enchendo um tonel sem fundo como castigo.

Camara e Salama (2005) nos mostram que para os países periféricos, o processo de *financeirização* teve início com o endividamento externo que tais países contraíram, tendo como primeiro episódio a crise mexicana de 1982. O movimento de reciclagem dos petrodólares gerou um fluxo de dívidas sem precedentes, constituindo-se, na verdade, na primeira forma de inserção financeira para grande parte dos países em desenvolvimento.

Aglietta (2004) diz que nestes países, necessitados de tomar tais empréstimos, as consequências da alta de juros norte-americanos em 1979 e a liberação dos mercados de títulos da dívida pública geraram efeitos negativos na busca de equilibrar a relação poupança-investimento, pois estavam afetados por crescentes déficits públicos e uma poupança interna achatada pelo processo inflacionário. Gerou-se, então, um processo no qual estes mercados serviram como forma de reciclagem e crescimento dos petrodólares e do movimento do capital financeiro de forma geral.

Retomando Chesnais, ele nos traz que nestes países, a dívida tornou-se uma força que permitiu impor políticas ditas de ajuste estrutural e se iniciassem processos de desindustrialização em muitos deles. “A dívida levou a um forte crescimento da dominação econômica e política dos países capitalistas centrais sobre os da periferia” Mais adiante o autor diz que a dívida “respondeu às necessidades de financiamento dos déficits orçamentários dos grandes países industrializados” (CHESNAIS, 2005, p. 40).

Cabe pontuar que tanto para Chesnais (2005) quanto para Belluzzo (1997), a dívida pública decisiva para o acúmulo do capital portador de juros não foi a dívida proveniente dos países periféricos, mas sim dos países avançados, em termos de transferências financeiras. Para o autor, o maior endividamento público americano e europeu apresentava maior qualidade e evitou uma crise completa dos bancos envolvidos com a dívida dos países. O crescimento do endividamento dos países centrais, elevado pelas altas taxas de juros, impulsionou um progressivo aumento da dependência dos governos nacionais com relação aos mercados financeiros, impulsionando a desregulamentação dos mercados e a securitização das operações de emissão de dívidas.

Realizou-se um processo de conversão de dívidas contratuais em dívidas mobiliárias negociáveis nos mercados financeiros internacionais; a esse processo

Chenais (2005) chamou de titularização⁶. Assim como a alta das taxas de juros e a liberalização dos movimentos de capitais, estes processos convergiram para um período no qual os investidores institucionais buscavam oportunidades de investimento de grande escala.

Desde 1984, segundo Chesnais (2005), além dos EUA e Reino Unido, todos os demais países do G7 adotaram a nova tendência de financiamento dos déficits orçamentários.

Essa tendência fez dos mercados de obrigações públicas – o que o FMI chamou de ‘espinha dorsal’ dos mercados de obrigações internacionais – o lugar onde detém uma fração variável, mas sempre elevada, de ativos financeiros mundiais. Mesmo se as taxas de juros são muito baixas para responder a outras necessidades de sustentação dos mercados financeiros, a segurança das aplicações continua a fazer delas um refúgio (CHESNAIS, 2005, p. 41)

A necessidade de financiamento mediante empréstimos torna-se permanente, segundo o autor, devido à desoneração do capital e das rendas elevadas, facilitadas pela mundialização financeira, pela imunidade de evasão e pela multiplicação de paraísos fiscais. Assim:

Deu-se um duplo presente às rendas elevadas: beneficiam-se da redução de impostos e emprestam a taxas elevadas. A riqueza transferida começa assumir a forma de salários, de rendas agrícolas e de trabalho por conta própria, parcialmente a forma de lucros, antes de se transformar em impostos diretos e indiretos e outras ‘contribuições especiais’ que são dirigidas ao setor financeiro mediante parte do orçamento do Estado alocada para o serviço da dívida. (CHESNAIS, 2005, p. 41)

Tavares (1983) já nos dizia que com a crise no sistema de liquidez internacional, proveniente da alta dos juros norte-americanos e da moratória mexicana em 1982, há uma ruptura com relação ao padrão de financiamento baseado na expansão privada interbancária de dólares. A expansão mundial não vai mais se sustentar no mercado de eurodólares e petrodólares, ou seja, no excesso de liquidez do dólar, restando desse processo o forte endividamento e o serviço da dívida que irá consumir, principalmente, os países periféricos – especialmente os latino-americanos.

Pihon (1998) também nos apresenta que o crescente endividamento público foi um dos grandes fatores que impulsionou a liberalização e globalização do capital. Os Tesouros Nacionais dos países centrais altamente endividados, tendo em vista que não

⁶ Os tradutores mantiveram a tradução literal *titrisation*, ou seja, “transformação em título”

podiam depender mais somente dos investidores nacionais, realizaram um movimento de liberalização e modernização de seus sistemas financeiros – e da integração entre eles – a fim de atrair, principalmente, investidores institucionais estrangeiros, para que os mesmos adquirissem seus títulos públicos nacionais.

Segundo o autor, os organismos internacionais (OCDE, FMI, Comissão Européia) consideraram, em meados dos anos 1990, que os déficits públicos se tornaram um obstáculo a uma boa ordem econômica mundial constituindo-se em fonte de inquietude para os mercados e acarretando variações brutais na taxa de câmbio e juros. Assim, a recuperação das finanças públicas tornou-se objetivo prioritário. O tratado de Maastricht, firmado em 1992, impôs regras estritas quanto a isso. *“expresso em porcentagem do PIB, o déficit público deve ser inferior a 3% e a dívida pública não pode ultrapassar 60%”* (PLIHON, 1998: p. 105).

Os déficits públicos persistentes nos países industrializados alimentaram o mercado dos títulos públicos. O sucesso destes títulos é explicado pelo fato de serem os créditos negociados menos arriscados, com o aval dos Estados assegurando a melhor qualidade possível, já que não podem falir. Além disso, os países industrializados empreenderam reformas para aumentar a liquidez dos mercados e, por fim, criaram contratos a prazo sobre a dívida pública, medida essencial, segundo Plihon (1998), pois os derivativos são o principal canal de especulação financeira.

Com o alto endividamento, combinado com crises de balanço de transações correntes e com a alta dos juros norte-americanos, conformou-se a crise da dívida em grande parte dos países periféricos. Após a década de 1980, de baixos fluxos, na qual os países se tornaram importadores de capital (para pagamento do serviço de suas dívidas) e não tiveram mais acesso aos créditos internacionais, principalmente após a crise do México em 1982, nos anos 1990, os fluxos retornam a tais regiões, mas em volume muito inferior ao dirigido para os países desenvolvidos, principalmente para os Estados Unidos. Plihon ressalta que nestes países, *“segundo a ortodoxia liberal, a ação orçamentária deve estar totalmente subordinada ao objetivo de redução dos déficits públicos de maneira a tranquilizar os temores do mercado”* (PLIHON, 1998: p. 138).

Belluzzo (2005) sintetiza e indica alguns fenômenos importantes para sustentação e expansão do processo de acumulação sob predominância financeira ao final deste período: a ampliação da dívida pública dos EUA e da Europa, estimulada

pelas políticas de altos juros, significando maior dependência desses governos em relação ao mercado financeiro internacionalizado; intervenções dos bancos centrais para evitar o colapso dos bancos credores da dívida do Terceiro Mundo; transformação dos EUA no maior economia do mundo, possibilitando, com isso, a manutenção da supremacia do dólar no mercado financeiro mundial e, ainda, o fato de que os EUA passam a forçar a liberalização dos sistemas financeiros da Ásia e da América Latina.

Fiori acrescenta mais um fator decisivo para o aprofundamento da mundialização financeira: “a liberalização dos mercados de ações, inicialmente na Inglaterra, em 1986, e, posteriormente, pelos demais países centrais.” (FIORI, 1998, p. 91)

A terceira etapa se dá nos anos de 1990. Como os recursos financeiros centralizados pela dívida são cativos dos mercados financeiros, já a partir dos anos de 1980 há a construção dos mercados capazes de garantir aos investidores financeiros a possibilidade de revender seus ativos a qualquer momento. Segundo Chesnais, a nova etapa é aberta, “na qual os dividendos se tornam um mecanismo importante na transferência e de acumulação e o mercado de ações o pivô mais ativo” (CHESNAIS, 2005, p. 41). O autor destaca um pouco mais adiante que:

Ainda assim, mesmo se os mercados acionários ocupam a frente da cena, as aplicações em bônus do tesouro não perdem sua importância. Em tempos de choques financeiros, os títulos da dívida pública dos países mais fortes – os Estados Unidos à frente – tornam o valor-refúgio por excelência. (CHESNAIS, 2005, p. 41)

Fiori destaca que esta etapa se caracteriza pela incorporação ao mundo das finanças desreguladas e mundializadas dos países do Terceiro Mundo, os “mercados emergentes”.

É a hora em que se universaliza a revolução neoliberal, promovendo por todos os lados a desregulação e a abertura das economias nacionais permitindo que a globalização financeira alcance uma dimensão territorial sem precedentes, mesmo quando não inclua a maior parte dos estados nacionais. [...] os estados mais frágeis e as elites mais submissas foram se resignando a compor com esta nova realidade competindo pelos novos investimentos através de políticas cada vez mais agressivas de desregulação econômica e desoneração fiscal, tão mais predatórias quanto mais embaixo estiverem na escala de risco dos “mercados emergentes” (FIORI, 1998, p. 91-2).

1.3. Raízes da *financeirização*

Nas subseções seguintes buscaremos o sentido original de alguns conceitos fundamentais para a compreensão do movimento geral do capital e por consequência, da *financeirização*. Assim, analisamos os conceitos de capital portador de juros, capital fictício e capital financeiro a partir de Marx.

1.3.1. Capital portador de juros

Como dissemos acima, o capital portador de juros a que Chesnais (2005) se refere pode ser definido a partir da combinação de capital portador de juros com capital fictício na definição de Marx.

Nakatani e Marques (2008) nos mostram que o campo da teoria da finança em Marx é o da conversão do dinheiro em capital. Para eles, esta conversão aparece pela primeira vez no capítulo IV do Livro I de *O Capital* sob a forma da transformação do possuidor do dinheiro individual em capitalista industrial. Porém, é na parte quinta do Livro III que o possuidor do dinheiro pode operar a conversão do dinheiro em capital como prestamista e assumir, assim, o status de “capitalista passivo” frente ao “capitalista ativo”.

O capital portador de juros, para Marx, é uma das formas assumidas pelo dinheiro.

Dinheiro – considerado aqui expressão autônoma de certa soma de valor, exista ela em dinheiro ou em mercadoria – pode na produção capitalista transformar-se em capital, quando esse valor determinado se transforma em valor que acresce, que se expande. É dinheiro produzindo lucro [...]. Por isso, além do valor de uso que possui como dinheiro, passa a ter outro valor de uso, isto é, o de funcionar como capital. [...] Nessa qualidade de capital potencial, de meio de produzir lucro, torna-se mercadoria [...] (MARX, 1981, p. 392)

A capacidade do dinheiro de funcionar como capital industrial ou comercial depende de ser gasto na compra de meios de produção, isto é, de ser aplicado no processo produtivo ou na atividade mercantil. Contudo, para o capital portador de juros, o dinheiro funciona de forma diferente:

O dono do dinheiro, para valorizar seu dinheiro como capital, cede-o a terceiro, lança-o na circulação, faz dele a mercadoria capital; capital não só para si, mas também para os outros; é capital para quem o cede e a priori para o cessionário, é valor que possui o valor de uso de obter mais valia, lucro; valor que se conserva no processo e volta, concluído seu papel, para quem o desembolsou primeiro, no caso, o proprietário do dinheiro (MARX, 1981, p.397).

Para Marx, a parte do lucro paga ao cedente deste capital dinheiro chama-se juro, que nada mais é que a designação especial da parte do lucro a qual o capitalista, em vez de embolsar, entrega ao proprietário do capital. Deste modo, quando um capitalista concede um empréstimo a outro, ele transfere esse poder de produzir lucro, ou seja, de se apropriar de trabalho alheio. O juro é a parte do lucro médio obtido pelo capital em funcionamento que é paga ao proprietário do dinheiro. Ou seja, a posse do dinheiro dá a seu proprietário o poder de atrair o juro, que é uma parte do lucro produzido pelo capital produtivo.

Quanto às transações destes empréstimos, Marx nos mostra que seu verdadeiro conteúdo se origina das relações de produção próprias do modo de produção capitalista.

A equidade das transações efetuadas entre agentes da produção repousa na circunstância de decorrerem elas naturalmente das relações de produção. As formas jurídicas em que essas transações econômicas aparecem – atos de vontades das partes, expressões de sua vontade comum, contratos com força de lei entre as partes – não podem como puras formas determinar o próprio conteúdo. Limitam-se a dar-lhe expressão. Esse conteúdo é justo quando corresponde, é adequado ao modo de produção. Injusto, quando o contraria. No sistema capitalista, a escravatura é injusta, do mesmo modo que a fraude na qualidade da mercadoria. (MARX, 1981, p.393).

A mercadoria é, para Marx, o fruto do trabalho e só é negociada por poder ser convertida em valor de troca (dinheiro). Ao contrário da visão clássica ($M - D - M$), o dinheiro não é apenas um mero lubrificante para as transações econômicas, é o centro do processo capitalista, é o objetivo final do processo de produção de mercadorias ($D - M - D'$). O motivo e o fim determinantes é reconverter D em $D + \Delta D$; os atos $D - M$ e $M - D'$ que possibilitam a operação $D - D'$, constituem meros aspectos transitórios dessa transformação de D em $D + \Delta D$.

O dinheiro é o resultado final de um processo de metamorfose das mercadorias e sua quantidade de circulação depende então do volume e da velocidade dessa metamorfose, velocidade essa que aumenta com a proliferação do crédito.

O dinheiro se transforma em capital quando, na produção capitalista, transforma-se em valor que se expande, produz lucro. O dinheiro passa assim a ter valor de uso, pois funciona como capital, e por ter valor de uso, o dinheiro é emprestado pelo capitalista financeiro. O seu valor de uso é, para Marx, sua capacidade de se converter em capital, ou seja, a faculdade que o dinheiro tem, nas mãos do capitalista em funções, de se apropriar da mais-valia produzida pela força de trabalho. Pelo valor de uso, o

capitalista empresário não paga um preço, pois não é uma relação de compra e venda, quem empresta continua a ser o proprietário do dinheiro, ele paga juros, distribui uma parte de seu lucro para o capitalista financeiro. Esse movimento é descrito por Marx pelo esquema $D - D - M - D' - D'$, onde D' é $D + \Delta D$.

Para Marx, na primeira passagem ($D - D$) não há nenhum processo de metamorfose, pois ela representa apenas a mudança de mãos do capital-dinheiro, isto é, do capitalista financeiro para o capitalista empresário. Nas mãos do capitalista empresário o dinheiro se transforma em mercadorias que retorna como dinheiro acrescido de lucro (D'), ou seja, $D + \Delta D$. Os atos de $D - M$ e $M - D'$ são apenas ações intermediárias, pois como capital ele efetua o movimento $D - D'$. O capitalista em funções não se apropria integralmente de ΔD ; uma parte deve ser remetida para o capitalista financeiro, pois foi ele quem emprestou inicialmente D . Assim, essa parte de ΔD , do lucro, de acréscimo de valor de troca, será remetida ao capitalista prestamista na forma de juros, como forma de remuneração. Desse modo, os juros recebidos por esse capitalista nada mais são do que uma parte do lucro obtido pelo capitalista em funções ao utilizar o capital-dinheiro emprestado pelo capitalista financeiro. Para o capitalista em funções, que se utiliza do capital emprestado, o lucro bruto (ΔD) se divide então em duas frações: o juro que cabe ao capitalista financeiro e a parte que lhe sobra do lucro total. Tem-se, dessa forma, uma separação do lucro bruto entre juro e lucro do empresário.

Ao realizar o empréstimo, o capitalista proprietário do dinheiro visa aumentar seu capital, mediante o recebimento de juros, findo o prazo do empréstimo. Assim, o capital portador de juros, no ato do empréstimo, não tem dois proprietários: o proprietário legal somente aliena seu valor de uso a um terceiro, devendo o mesmo retornar a seu proprietário original. É um capital-dinheiro que se transforma em capital, tanto na aplicação de quem o pediu emprestado, como para o proprietário que cedeu seu uso. O lucro propiciado por sua utilização pelo capital-função será compartilhado pelos dois, quando surge o juro como dedução do lucro.

Uma característica particular do capital portador de juros é que ele não se desgasta ao ser utilizado, não perde nem uma ínfima parte de seu valor. Ao contrário, sua vocação é, se colocado em circulação para ser aplicado pelo capital função, crescer sem cessar. Assim, diferente das demais mercadorias, que com o uso tem seu valor de uso e, finalmente, seu valor consumido, “a mercadoria capital, ao contrário, tem a

peculiaridade de, pelo consumo do valor de uso, não só conservar o valor e o valor de uso, mas também acrescê-los” (MARX, 1981, p.406).

Mais adiante, Marx apresenta que no capital portador de juros, a relação capitalista atinge a forma mais reificada, mais fetichista. O capital portador de juros é um valor que se valoriza, seja para o capitalista que o utiliza e o transforma em capital produtivo, seja para o capitalista que o empresta. A diferença é que, para o segundo, a relação de intermediação, o caráter social do trabalho humano que permite que o capital se reproduza, deixa de existir. Não há, para ele, mediação alguma, nem do processo de produção, nem do processo de circulação.

O capital produtor de juros é o fetiche autômato perfeito – valor que se valoriza a si mesmo, dinheiro que gera dinheiro, e nessa forma desaparecem todas as marcas da origem. A relação social reduz-se à relação de uma coisa, o dinheiro, consigo mesma. Em vez da verdadeira transformação do dinheiro em capital, o que se mostra aí é uma forma vazia (MARX, 1981, p. 451).

Deste modo, o capital portador de juros pode ser visto como uma nova forma histórica de expressão do valor, capaz de alienar o próprio capital e torná-lo também uma mercadoria, criando uma nova divisão entre os próprios capitalistas: capitalista monetário, que empresta o dinheiro, e capitalista industrial e mercantil, que o toma emprestado. Cria-se então um circuito separado: o processo de produção e circulação ocorre na esfera real e o processo de empréstimo na esfera jurídica. O capital portador de juros desprende-se de suas formas e tem importância cada vez maior na dinâmica da economia capitalista, é a forma mais abstrata de capital.

Embora o juro seja apenas parte do lucro, da mais valia que o capitalista ativo extorpe do trabalhador, o juro se revela agora, ao contrário, o fruto genuíno do capital, o elemento original, e o lucro, reduzido à forma de lucro de empresário, mero acessório, aditivo que se acrescenta ao processo de reprodução. Consumam-se então a figura do fetiche e a concepção fetichista do capital. Em D-D', temos a forma vazia do capital, a perversão, no mais alto grau, das relações de produção, reduzida à coisa; a figura que rende juros, a figura simples do capital, na qual ele constitui condição prévia de seu próprio processo de reprodução, capacidade do dinheiro, ou da mercadoria, de aumentar o próprio valor, sem depender da produção – a mistificação do capital na forma mais contundente (MARX, 1981, p. 452).

No capital fictício, a forma D-M-D' se sofisticava tanto que vira D-D', ganhando autonomia, descolando-se da reprodução de capital e da passagem por esferas concretas, com forma de remuneração do capital a juros. Em D-M-D', o objetivo é dinheiro, mas de uma forma ou de outra continua passando pelo mundo das mercadorias. A forma do

capital portador de juros, é vista por Marx como a forma mais acabada da lógica de reprodução capitalista.

1.3.2. Capital fictício

Com o capital portador de juros sendo a forma superior de capital, com uma esfera particular de valorização, a consolidação de sua hegemonia leva ao conceito de capital fictício. Isso ocorre devido aos próprios elementos constitutivos, como as relações entre credor e devedor, o próprio dinheiro como meio de pagamento e o desenvolvimento do sistema de crédito. Assim, há um novo circuito de valorização: dinheiro – juros – capital. O capital a juros tem sua lógica diretamente derivada do circuito D-D-M-D'-D', sendo que a esfera produtiva impõe limites à taxa de juros. O circuito D-D' do capital fictício não tem relação direta com D-M-M'-D', os rendimentos nessa esfera não são necessariamente provenientes do capital em função.

O capital fictício pode ser entendido como uma forma específica que o capital portador de juros assume e que se caracteriza pela capitalização de direitos sobre a produção futura, os quais se expressam principalmente nos títulos da dívida pública e nas ações.

Marx, no capítulo XXV do Livro III, nos mostra que os fundos de reserva dos homens de negócios, as operações técnicas de receber e pagar dinheiro se concentram nas mãos dos banqueiros. Com consequência disto, o sistema de crédito, ou seja, a administração do capital portador de juros relaciona-se com o desenvolvimento do comércio de dinheiro.

Em seguida, ao tratar dos componentes do capital bancário, Marx diz que constituir capital fictício é capitalizar toda a receita periódica, com base na taxa média de juro. Assim, sua matriz é o capital portador de juros.

O mecanismo básico da valorização fictícia consiste em uma promessa de pagamento de um título em uma determinada data sendo que no período que compreende sua emissão até seu vencimento, este pode circular como meio de pagamento, funcionando como dinheiro. No vencimento, o título é trocado por dinheiro, ou então pode renovar seu rendimento por mais um período.

É aí que o capital fictício se distingue do capital a juros, uma vez que o primeiro não depende necessariamente dos rendimentos reais, mas sim dos rendimentos esperados, das expectativas presentes de valorização no futuro. Os títulos se tornam capital fictício, e valorizam-se pelo jogo de transferências, pela diferença de expectativas nos juros.

O mercado de títulos mostra a consolidação de uma hierarquia de capitais sob a hegemonia do capital fictício. A “ficção” está no caráter meramente jurídico dos títulos, que se tornam representativos de um capital por meio de apostas contra o futuro.

Nakatani e Marques (2008) dizem que de acordo com a leitura que Chesnais faz de Marx, o capital fictício concretiza a análise do fetichismo inerente ao capital portador de juro ou de aplicação financeira mais geral. Dizem os autores:

No curso de suas operações, os bancos criam formas determinadas de capital fictício, especialmente com o crédito para fins de investimento. Paralelamente, o capital próprio dos bancos é amplamente composto de títulos sobre uma produção futura que são, no melhor dos casos, duplicatas fictícias de um capital real. No Livro III, os bancos são estudados ao mesmo tempo como instituições financeiras que centralizam “o dinheiro em massa” e como fornecedores de crédito. Mesmo se os dois papéis tornam-se hoje mais estreitamente imbricados, é importante respeitar essa distinção. (NAKATANI e MARQUES, 2008, p: 12)

No mesmo texto, os autores destacam três principais formas do capital fictício encontradas em Marx: o capital bancário, a dívida pública e o capital acionário nas bolsas de valores. Na próxima seção trataremos do capital financeiro pela abordagem de Hilferding feita a partir de Marx, a qual está associada ao capital acionário nas bolsas de valores. Aqui, daremos foco à forma do capital fictício como dívida pública.

A partir da análise dos componentes do capital bancário, Marx aborda a questão da dívida pública da seguinte forma: “O Estado tem de pagar anualmente aos credores certo montante de juros pelo capital emprestado. O credor não pode exigir que o devedor lhe restitua o empréstimo, mas pode vender o crédito, o título que lhe assegura a propriedade dele” (MARX, 1981, p: 535).

Ocorre que o Estado gasta seus recursos das mais variadas formas e em muitas finalidades. O capital monetário que, em algum momento foi tomado emprestado, foi consumido, de forma que não existe mais, pois não foi despendido como capital; logo, não se conserva nem se reproduz. Por isso os credores não podem pedir a devolução desse dinheiro, apenas podem vender o crédito a que têm direito. Portanto, o credor do

Estado tem em mãos um título de dívida que lhe dá direito sobre uma receita pública que ainda não foi arrecadada.

O mecanismo funciona da seguinte forma: o credor pode vender o título pelo seu valor de face, abaixo dele ou acima, dependendo da taxa de juros vigente à época da transação, conseguindo assim o refluxo da soma principal emprestada. Para o comprador do título é o mesmo que conceder um empréstimo qualquer, pois estará recebendo um juro, só que, neste caso, há o diferencial de ter o direito de participar da receita pública. Estes títulos vão sendo renegociados, passando de mão em mão indefinidamente. Ao mesmo tempo, o Estado vai promovendo novos lançamentos de títulos da dívida, os quais, muitas vezes, destinam-se justamente para o pagamento dos juros da própria dívida.

Marx trata da acumulação da dívida pública no capítulo XXX do Livro III:

A acumulação do capital da dívida pública nada mais significa [...] que o aumento de uma classe de credores do Estado, a qual tem direito a tomar para si certas quantias tiradas do montante dos tributos⁷. Até a acumulação de dívidas chega a passar por acumulação de capital, e fatos como esse revelam a que extremos vai a deformação das coisas no sistema de crédito. (MARX, 1981, p. 548)

A dívida pública sendo uma das formas de capital fictício caracteriza-se pelo fato de que seu montante será justamente a somatória do fluxo de juros que ela gera, capitalizada pela taxa de juros correspondente. Esse montante é um capital ilusório, fictício, pois se refere a um capital que não existe mais.

Tornam-se representantes nominais de capitais inexistentes. Assim é que o capital real existe ao lado deles e não muda de mãos com a circunstância de essas duplicações serem vendidas. Tornam-se formas do capital portador de juros, não só porque asseguram certos rendimentos, mas também porque mediante venda são reembolsáveis como valor-capital. (MARX, 1981, p. 548-9)

⁷ Em nota, Marx cita Sismondi para explicar a passagem: “Os fundos públicos não são mais do que o capital imaginário que representa, da receita anual, a parte destinada a pagar a dívida. Despendeu-se capital equivalente, que serve de denominador para o empréstimo, mas não é o que a apólice representa, pois este capital não existe mais. Novas riquezas, entretanto, devem surgir do trabalho da indústria; parte anual dessas riquezas destina-se por antecipação àqueles que emprestaram as riquezas que foram destruídas; essa parte mediante impostos é retirada daqueles que produzem riquezas, a fim de ser entregue aos credores do Estado e, de acordo com a proporção usual no país entre capital e juro, supõe-se um capital imaginário, tão grande quanto o capital donde poderia surgir a renda anual que os credores devem receber” (Sismondi, *Nouveaux principes*, II, PP. 229s, apud MARX, 1981, p. 548)

Desta forma, os títulos da dívida pública têm uma aparência de capital, que desapareceria se, por acaso, esses títulos se tornassem invendáveis, ficando evidente que se trata de um capital fictício.

Nakatani e Marques (2008) destacam a consequência da expansão do capital fictício sob a forma da dívida pública:

Essa expansão do capital fictício, na forma da dívida pública trouxe como consequência os enormes déficits orçamentários, através dos quais parte da mais valia arrecadada pelo Estado transforma-se em pagamento de juros. A parte dos juros que não é paga, transforma-se normalmente em nova dívida, expandindo essa forma de capital fictício sem nenhum fundamento na economia real. (NAKATANI e MARQUES, 2008, p: 14)

1.3.3. Capital financeiro

Já dissemos que o capital fictício possui três formas principais e explicitamos uma delas na seção anterior. As outras duas, o capital bancário e capital acionário serão abordadas agora.

Marx já dizia que o sistema de crédito está ligado ao desenvolvimento do comércio de dinheiro e que este abriu espaço para a figura dos bancos.

Ligado a este comércio de dinheiro desenvolve-se o outro aspecto do sistema de crédito, a administração do capital portador de juros ou do capital-dinheiro como função particular dos banqueiros. Tomar dinheiro e emprestá-lo torna-se negócio especial deles. São os intermediários entre o verdadeiro empréstador e o prestatário de capital-dinheiro. De modo geral, o negócio bancário, sob este aspecto, consiste em concentrar grandes massas de capital-dinheiro emprestável, assim, em vez do prestamista isolado, os banqueiros, representando todos os prestamistas, se confrontam com os capitalistas industriais e comerciais. Tornam-se os administradores gerais do capital-dinheiro. (MARX, 1981, p. 463)

Na sociedade por ações criam-se novas contradições, pois o capital concentrado recebe a forma de capital social e o acionista se transforma num mero capitalista monetário. Nos termos do próprio Marx:

Na sociedade por ações dissociam-se a função e a propriedade do capital, e em consequência o trabalho aparece por completo separado da propriedade [...]. Este resultado [...] é uma fase transitória que levará o capital necessariamente a reverter à propriedade dos produtores não mais, porém, como propriedade privada de produtores individuais e sim como propriedade de produtores na qualidade de associados, propriedade diretamente social. (MARX, 1981, p. 505)

Chesnais (2005) quando apresenta a exterioridade da finança em relação à produção, retoma a interpretação de Hilferding sobre a finança e a indústria. Para o autor, Hilferding propôs o termo “capital financeiro”.

Este [Hilferding] propôs o termo ‘capital financeiro’ para designar a forma de capital que se constitui, a partir da última década do século XIX, após a entrada dos grandes bancos no capital da grande indústria alemã. A teoria da interpretação entre capital industrial e capital de empréstimo tem efeitos políticos importantes em termos de concentração de poder, no plano nacional e internacional. (CHESNAIS, 2005, p. 52)

Hilferding (1985) a partir da análise do dinheiro e do crédito, do movimento do capital fictício, chega ao que ele chamou de capital financeiro. Isto é bem retratado quando ele trata da transformação do capital em capital financeiro.

Chamo de capital financeiro o capital bancário, portanto o capital em forma de dinheiro que, desse modo, é na realidade transformado em capital industrial. Mantém sempre a forma de dinheiro ante os proprietários, é aplicado por eles em forma de capital monetário – de capital rendoso – e sempre pode ser retirado por eles em forma de dinheiro. Mas, na verdade, a maior parte do capital investido dessa forma nos bancos é transformado em capital industrial, produtivo (meios de produção e força de trabalho) e imobilizado no processo de produção. Uma parte cada vez maior do capital empregado na indústria é capital financeiro, capital à disposição dos bancos e, pelos industriais. (HILFERDING, 1985, p. 219).

Para chegar a este conceito, o autor parte da evolução da própria indústria capitalista, que faz com que a concentração do banco se desenvolva. Assim, o sistema bancário alimenta a concentração capitalista principalmente nos cartéis e trustes. Na seção 1.1 dissemos do lucro fundador que Hilferding trata em seu capítulo sobre sociedades por ações. Mais adiante ele relaciona este lucro fundador com a cartelização:

[...] O cartel provoca também uma ampla intensificação das relações entre banco e indústria. Ao ser abolida a livre-concorrência na indústria, tem lugar, primeiramente, um aumento da taxa de lucro. Essa taxa de lucro aumentada desempenha um importante papel. Quando a exclusão da livre-concorrência se produz por meio de fusão, uma nova empresa é fundada. Essa empresa pode contar com um lucro elevado. Esse lucro alto pode ser capitalizado e formar lucro de fundador. Esse desempenha um papel duplamente importante com vistas à realização do truste. Primeiro sua consecução é um móvel muito importante para os bancos promoverem a monopolização. Segundo, uma parte do lucro de fundador pode ser empregada para forçar elementos que resistem, mas que são importantes, a vender suas fábricas mediante o pagamento de preço de compra alto, isto é, para facilitar a realização do cartel. (HILFERDING, 1985, p. 217-8).

Do conceito capital financeiro é possível destacar três principais aspectos: primeiro, consiste no capital bancário que se transforma em capital industrial, ou seja, é

a fusão do capital bancário com o capital produtivo; segundo, para os proprietários, o capital financeiro mantém sempre a forma de dinheiro, isto é, aparece como um capital rendoso tanto na aplicação quanto na retirada; e, em terceiro, o capital bancário domina o capital industrial.

O capital usurário é subordinado ao capital industrial. Como capital mercantil desempenha funções de dinheiro que de outra forma teria de desempenhar a própria indústria e comércio na transformação de suas mercadorias. Como capital bancário, facilita as operações de crédito entre os capitalistas produtivos. A mobilização do capital e a expansão cada vez mais acentuada do crédito altera, paulatinamente e por completo, a posição dos capitalistas monetários. O poder dos bancos cresce, eles se tornam fundadores e, finalmente, os soberanos da indústria, cujo lucro usurpam como capital financeiro, exatamente como o usurário se apoderava, outrora, com seu ‘juro’ do rendimento do trabalho dos camponeses e da renda do senhor da terra. (HILFERDING, 1985, p. 219).

O autor quando, quando trata da tendência histórica do capital financeiro, diz que “no capital financeiro aparecem unidas, na sua totalidade todas as formas parciais de capital. O capital financeiro aparece como capital monetário e possui, com efeito, sua forma de movimento D – D’, dinheiro gerador de dinheiro” (HILFERDING, 1985, p. 227). E conclui que.

Assim, extingue-se no capital financeiro, o caráter particular do capital. O capital aparece como poder unitário que domina soberanamente o processo vital da sociedade; como poder que surge diretamente da propriedade dos meios de produção, das riquezas naturais e de todo o trabalho passado acumulado, e a disponibilidade do trabalho vivo aparece como nascida diretamente das relações de propriedade. Ao mesmo tempo, a propriedade, concentrada e centralizada nas mãos de algumas associações de capital maiores, aparece como diretamente oposta à grande massa de despojados. Dessa forma, a questão das relações de propriedade ganha sua mais clara, inequívoca e aguda expressão, ao passo que a questão da organização da economia social é solucionada de forma sempre melhor pelo desenvolvimento do próprio capital financeiro. (HILFERDING, 1985. p.227).

Braga (1997), retomando Hilferding, nos traz que apesar dos fenômenos do momento atual do capitalismo se assemelharem ao “velho” capital financeiro, o que importa saber é como o capital financeiro se apresenta “modernamente” e quais os seus desdobramentos dinâmicos.

Ele não se restringe [...] às definições clássicas, com o que se deve, a partir delas, aprofundar a análise de como corporações, bancos, empresas financeiras e até mesmo, indiretamente, os bancos centrais, ao monetizarem a riqueza fictícia, ‘atualizam’ o conceito de capital financeiro, suas práticas e seus impactos na economia. (BRAGA, 1997, p. 197)

O autor, ao dizer que no centro do padrão de riqueza contemporâneo está o capital a juros que pode vir das grandes corporações tanto industriais como comerciais, dos bancos, dos donos da terra, dos investidores institucionais ou das poupanças financeiras pessoais, nos mostra que o capital financeiro ‘moderno’ vem sendo construído como a fusão da forma juro com a forma lucro em busca de realização, portanto, de ganhos operacionais e financeiro-patrimoniais. (BRAGA, 1997, p. 223).

Mais adiante, ao tratar dos dois processos de valorização da riqueza no padrão istêmico atual, quais sejam: o processo de renda, formado por salários, lucros brutos e impostos; e o processo de capitalização financeira, formado por juros, dividendo, amortização de empréstimo, rendimentos provenientes das diferentes operações com ativos de capital; o autor diz que o sistema passa a mover-se referido ao tripé moeda-crédito-patrimônio, numa configuração específica em que o processo de capitalização financeira é proeminente.

A valorização financeiro-patrimonial, expressa na riqueza de papel, dissocia-se, por longos períodos, de seu funcionamento originário, o capital em funções produtivas, o ativo operacional. Trata-se de um aprofundamento do que já estava posto pelas sociedades anônimas, com a separação entre propriedade e gestão dos negócios, pelo capital fictício, pelo lucro de fundador. (BRAGA, 1997, p. 232-3)

Aqui Braga refere-se a Hilferding e relaciona o capital financeiro com o capital fictício, tratando especificamente do ganho de fundador.

No padrão anterior de riqueza, analisado por Hilferding [...], o capital fictício correspondia a uma valorização das ações de um empreendimento, num determinado período, acima do crescimento dos lucros operacionais. Assim, no lançamento destes títulos, os bancos subscritores e os distribuidores dos papéis antecipavam um ‘ganho de fundador’, que era fictício, pois só mais à frente a ocorrência dos lucros operacionais do empreendimento ‘lançado’ justificaria e sancionaria aquela valorização antecipada. (BRAGA, 1997, p. 233)

Adiante, nos mostra que a *financeirização* de hoje, se diferencia do que Hilferding tratava pelo fato de que a valorização das ações “sistematicamente corre à frente” dos ganhos operacionais. Deste modo, as decisões sobre o investimento produtivo são condicionadas à concorrência financeira e a “dinâmica do tripé moeda-crédito-patrimônio tende a se contrapor ao ‘produtivismo’.

Disso, o que queremos destacar é que tal processo atinge tanto os Tesouros Nacionais, pelo impacto sobre as suas dívidas públicas, como também o “próprio banco

central que é compelido ao exercício da política monetária segundo as *pautas* do mercado”. (BRAGA, 1997, p. 234).

Desta forma, Braga insiste em dizer que a dinâmica que está tratando relaciona-se com a transformação das finanças públicas até o ponto de reduzir o “gasto autônomo dinamizador do investimento, da renda e do emprego; de tornar financeirizada a dívida pública que, como tal, sanciona os ganhos financeiros privados e amplia a *financeirização* dos mercados” (BRAGA, 1997, p. 238).

Para finalizar, Garagorry (2007) ao analisar o estudo do dinheiro e do crédito que Hilferding faz a partir de Marx, destaca que a acumulação de capital monetário é inerente e necessária à produção capitalista e, ao mesmo tempo, impede a sua reprodução e valorização, pois todo o tempo em que o capital não atua como capital produtivo, não gera valor.

Essa contradição defronta-se com a ilusória tentativa de valorização circunscrita à esfera financeira. Nosso ponto de vista é que essa contradição acaba “resolvendo-se” especialmente pela ação do Estado, particularmente pelo papel desempenhado pela dívida pública e pelo controle deste sobre a taxa de juros, pois é por meio da dívida pública que o capital monetário ocioso obtém uma valorização fictícia. É evidente que a ampliação da dívida pública resulta em novas contradições, as quais se expressam em aumento de impostos e da taxa de juros, criando novas restrições para o processo de valorização do capital. (GARAGORRY, 2007, p. 67-8)

1.4. Papel da dívida pública na *financeirização*

Vimos ao longo do que foi explicitado até aqui, os traços da acumulação sob dominância financeira, sua origem e como este regime marca o capitalismo contemporâneo. Vamos destacar o papel da dívida pública um aspecto que diferencia o movimento atual dos anteriores, não obstante já termos abordado este tema em seções anteriores, a partir da segunda etapa da mundialização financeira e quando tratamos de uma das formas do capital fictício.

Hilferding, partindo da análise do dinheiro e do papel do crédito em Marx para compreender o funcionamento das sociedades anônimas chega ao conceito do lucro de fundador, que vai de encontro ao conceito de capital fictício. A partir daí, define o capital financeiro que, para ele, refere-se à fusão do grande capital bancário com a fração monopolista do capital industrial, em que o primeiro predomina sobre o segundo.

Porém, Garagorry (2007) destaca que, na atualidade, o capitalismo apresenta uma configuração distinta da descrita pelo conceito de capital financeiro apresentado por Hilferding. Isto se deve à presença de novos atores, em especial os “investidores institucionais” que também concedem empréstimos ao capital produtivo, papel antes ocupado pelos bancos.

[...]a categoria capital fictício está em destaque, devido à importância assumida pelas aplicações financeiras na dívida pública e nas ações negociadas em bolsa e por prevalecer um extrato social composto por capitalistas monetários, caracterizado como rentista, que não mantém as estreitas relações, até pessoais, com o capital produtivo descritas por Hilferding. (GARAGORRY, 2007, p. 85)

Quando Chesnais (2005) fala sobre um regime específico de propriedade do capital, identifica diferentes formas de financiamento, uma configuração específica da propriedade capitalista, qual seja: propriedade patrimonial. Desta forma, diferencia o proprietário do credor, em que o primeiro está situado fora circuito produtivo, enquanto que o segundo mantém um compromisso com a produção, ainda que através dos rendimentos. Para ele, um patrimônio designa uma propriedade que foi dirigida somente para o rendimento.

A posição ocupada pela propriedade bursátil do capital coloca nas mãos dos proprietários-acionistas (que detêm ao mesmo tempo os serviços da dívida pública, que fazem dos governantes seus ‘devedores’) os meios de influir na repartição da renda em duas dimensões essenciais: a distribuição da riqueza produzida entre salários, lucros e renda financeira, e a da repartição entre a parte atribuída ao investimento e a parte distribuída como dividendos e juros – a essa parte é consumida ou destinada ao ‘moderno entesouramento’, em que os capitais são cativos da finança e redirecionados continuamente para aplicações em títulos. (CHESNAIS, 2005, p. 48)

O autor defende a tese que os detentores das ações e de volumes importantes de títulos da dívida pública devem ser definidos como proprietários situados em posição de exterioridade à produção, e não como ‘credores’. Pouco mais adiante, o autor introduz o Estado com o papel de devedor.

As fases iniciais da acumulação financeira foram dominadas pelos empréstimos aos Estados, de maneira que os consórcios de bancos internacionais se posicionaram em face desses Estados na posição de ‘credores’ [...] O termo ‘credor’ remete a empréstimo, cuja figura tutelar é a banca e no qual a ‘finança’, sob a forma de crédito, engendra relações diretas entre a banca e os beneficiários do empréstimo cuja base é um financiamento efetivo. (CHESNAIS, 2005, p. 49)

E, como consequência desta relação de devedor-credor, cuja instituição central é o mercado secundário de títulos, desenvolve-se um mecanismo de captação e centralização do fluxo de rendas que para Chesnais, é uma instituição muito próxima da definição de rentista encontrada em Keynes. A partir daí, Chesnais deriva a finalidade da propriedade patrimonial:

A propriedade patrimonial cria direitos a rendas sob a forma de alugueis, de renda do solo (urbano ou rural) e de fluxo de rendas relacionadas às aplicações em bolsa. A finalidade dela não é nem o consumo nem a criação de riquezas que aumentem a capacidade de produção, mas o ‘rendimento’ (CHESNAIS, 2005, p. 50)

Com esta definição retomamos o texto de Garagorry (2007) que nos diz que a etapa atual do capitalismo se caracteriza pela “desintermediação” das instituições bancárias na concessão de empréstimos aos “investidores institucionais”. Neste novo cenário, a dívida pública cumpre o papel de alimentar a acumulação financeira, constituindo-se num pilar principal para estas instituições.

O autor segue seu raciocínio dizendo que o proprietário-acionista desempenha um papel distinto do que se pode deduzir do estudo do capital fictício em Marx e Hilferding: “não é um mero capitalista monetário, pois tem a capacidade de influenciar as decisões estratégicas da empresa, impondo sua lógica de forma impessoal, ao mesmo tempo, mantendo uma posição de exterioridade” (GARAGORRY, 2007, p. 89-90).

Aqui cabe colocar quais foram, para Chesnais, as consequências da reestruturação do poder da finança:

A primeira é a força formidável da centralização do capital, compreendida como processo nacional e internacional [...] que resulta das fusões e aquisições [...] orquestradas pelos investidores financeiros e seus conselhos. A segunda diz respeito à maneira pela qual a finança conseguiu alojar a ‘exterioridade da produção’ no próprio cerne dos grupos industriais. É possível que isso seja um dos traços mais originais da contra-revolução contemporânea. (CHESNAIS, 2005, p. 53-4)

Chesnais destaca que esses proprietários-acionistas detêm grande parcela da dívida pública. Por isso são capazes de influir na repartição da renda, tanto entre salários, lucros e renda financeira, como na definição da parcela destinada ao investimento e da parte que será distribuída na forma de dividendos e juros, ou seja, o serviço da dívida.

Garagorry (2007), com base em Chesnais, destaca que uma consequência da posição de exterioridade da finança em relação à produção é a propensão, “a demandar mais da economia do que ela pode dar”.

Essa “insaciabilidade” manifesta-se, por um lado, na relação com o Estado, ao pressionar as finanças públicas, visando aumentar suas retiradas na forma de juros sobre a dívida pública e, por outro, na relação com as empresas em que detêm participações acionárias, pressionando por rentabilidades compatíveis com padrões pré-definidos, o que implica redução do custo da mão-de-obra, redução no investimento da empresa e aumento na distribuição dos lucros. (GARAGORRY, 2007, p. 90)

Isto é manifestado, dentre outros pontos, através do endividamento do Estado; aumento de impostos; redução do investimento agregado, resultando no baixo ritmo de crescimento econômico. E concluí.

Num esforço de síntese, podemos concluir que a fração do capital dominante na atual mundialização financeira – o capital de aplicação financeira – tem sua existência na forma de propriedade patrimonial, dominada pela figura do proprietário-acionista, caracterizado como rentista; obtém sua valorização patrimonial na esfera financeira, predominantemente fictícia, a qual se dá por meio de operações especulativas no espaço financeiro mundial, principalmente nos mercados secundários de dívidas e ações, que garantem sua liquidez; mantém relações de exterioridade com o capital funcionante, que são internalizadas pelos administradores, pressionando pelo aumento da taxa de exploração do trabalho; por último, é constituído essencialmente pelos títulos da dívida pública e privada e pelas ações das companhias, cuja propriedade corresponde, em primeiro lugar, aos “investidores institucionais”, em segundo lugar, aos bancos e, em terceiro lugar, às famílias abastadas. (GARAGORRY, 2007, p. 91)

Na seção 1.2 trouxemos alguns argumentos de Pilhon (1998) sobre a dívida pública. O autor parte da hipótese de que as políticas públicas têm uma responsabilidade de primeiro plano nas recentes mutações que desestabilizam a economia mundial com a criação de um mercado mundial financeiro. O autor destaca que a situação das finanças públicas deteriorou-se progressivamente nos países industrializados. Seus dados apontam para um crescimento do peso da dívida pública até atingir 64,3% do PIB, em média, em 1990/95 nos países do G-7.

Para que a razão dívida / PIB se estabilize, é preciso que a taxa de crescimento do PIB seja ao menos igual à taxa de juros sobre a dívida. Porém, se a taxa de juros eleva-se ao ponto de se tornar superior à taxa de crescimento econômico, este crescimento econômico é insuficiente para “reembolsar” os encargos dos juros sobre as dívidas públicas. Então a dívida pública começa a crescer mais depressa do que o PIB.

Há uma ligação entre crescimento das finanças globalizadas e o aumento dos déficits públicos a partir dos anos 1980 nos países industrializados. Com o peso crescente da dívida os Tesouros públicos nacionais não podiam mais contar exclusivamente com os investidores nacionais, era necessário abrir caminho aos investidores internacionais. Assim, as autoridades públicas liberalizaram e modernizaram os sistemas financeiros para satisfazer suas necessidades de financiamento. O encadeamento déficit público-globalização financeira começou a partir dos EUA que passou de uma situação de equilíbrio, no fim dos anos 1970, para uma situação de principal devedor internacional.

Os déficits públicos persistentes nos países industrializados alimentaram o mercado dos títulos públicos. O sucesso destes títulos é explicado pelo fato de serem os créditos negociados menos arriscados, com o aval dos Estados assegurando a melhor qualidade possível, já que não podem falir. Além disso, os países industrializados empreenderam reformas para aumentar a liquidez dos mercados e, por fim, criaram contratos a prazo sobre a dívida pública, medida essencial, segundo Plihon (1998), pois os derivativos são o principal canal de especulação financeira.

Quando tratamos dos países da periferia, Camara e Salama (2005) nos trazem que o processo de *financeirização* para estes teve início com o endividamento externo que contraíram quando da reciclagem dos petrodólares. Chesnais (2005) aponta que a dívida permitiu que se impusessem políticas ditas de ajuste estrutural e se iniciassem processos de desindustrialização em muitos destes países, pois os juros devidos sobre o principal da dívida, ou seja, o serviço da dívida absorve uma fração sempre maior do orçamento do Estado, das receitas das exportações e das reservas do país, assim, a única forma de honrar os compromissos da dívida é contraindo novos empréstimos.

Paulani (2006) tratando do início dos anos de 1990, nos traz que foi posta como única saída para o problema do processo inflacionário e da dívida externa a securitização desta através do mercado de títulos de dívida pública.

A securitização dessa dívida e a internacionalização do mercado brasileiro de títulos de dívida pública, além da liberalização do fluxo internacional de capitais através da alteração operada nas então chamadas contas CC5, fizeram as divisas voltarem aos cofres brasileiros (elas estavam sobrando lá fora, sem terem para onde ir, mas não viriam para cá sem garantias mínimas de retorno e liberdade para voarem de volta, se fizessem qualquer perigo iminente). Graças a isso (um respeitável colchão de divisas) o Plano Real pôde fazer sua mágica de estabilização, e resolver a outra emergência, a persistência de taxas de inflação de dois dígitos ao mês. Mas mesmo estabilizada a moeda e solucionado o problema da dívida externa, permanecia

difusamente a sensação da emergência, e o regime de exceção não arrefeceu. (PAULANI, 2006, p. 12-3)

Chesnais (2005) conclui que a dívida do “terceiro mundo” permitiu impor políticas de ajuste estrutural, austeridade fiscal, liberalização e privatização.

Nada é mais seletivo do que um investimento ou uma aplicação em busca da rentabilidade máxima. A seletividade ainda foi agravada pelo crescimento mundial muito lento, que levou a uma maior diferenciação das situações entre continentes e países (CHESNAIS, 2005, P. 67)

1.4.1. *Financeirização e a dívida pública brasileira*

Como vimos, para Chesnais, a dívida pública é o pilar principal da atual mundialização financeira. Os mercados secundários de títulos da dívida pública são fundamentais para prover a liquidez necessária à apropriação de riqueza por parte dos rentistas em geral. Marx já havia deixado clara essa questão quando diz que a dívida do Estado, isto é, a alienação do Estado imprime sua marca sobre a era capitalista. A única parte da assim chamada riqueza nacional que realmente entra na posse coletiva dos povos modernos é sua dívida de Estado. Daí ser totalmente conseqüente a doutrina moderna de que um povo torna-se tanto mais rico quanto mais se endivida.

No Brasil, o indicador para a dívida pública é a dívida mobiliária interna federal mais a dos estados e municípios, composta por um conjunto de títulos⁸ de responsabilidade do Tesouro e do BC. A metodologia utilizada por Garagorry (2007) no intuito de verificar a evolução do capital fictício no Brasil, não poderia considerar a dívida pública externa, já que os títulos representativos dessa dívida são negociados no mercado secundário global; portanto, fazem parte do capital fictício da economia dos EUA, Europa, Japão etc.

Para quantificar o volume da riqueza financeira no Brasil, o autor recorreu aos conceitos clássicos da economia política marxista, conseguindo evitar um conflito de informações que povoam as análises comumente realizadas sobre a *financeirização* da economia, as quais não permitem uma visão do movimento do conjunto.

⁸ Especificamente: Letras do Tesouro Nacional (LTN), Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT), Bônus do Tesouro Nacional (BTN), Notas do Tesouro Nacional (NTN), Certificados do Tesouro Nacional (CTN), Certificados Financeiros do Tesouro (CFT), Créditos securitizados, Títulos da Dívida Agrária (TDA), Certificados de Depósitos a Prazo (CDP), Dívida agrícola, Letras do Banco Central (LBC), Bônus do Banco Central (BBC e BBCE) e Notas do Banco Central (NBCE e NBCE).

A questão da crise fiscal do Estado dá a perceber que as políticas adotadas em busca do equilíbrio econômico e os artifícios utilizados (sobrevalorização cambial, altas taxas de juros e atração de capital externo) resultaram na deterioração das finanças do Estado, principalmente em virtude da magnitude extraordinária adquirida pelo componente financeiro das contas públicas, conforme Carneiro (2002)

Fernandes (2009) destaca que o setor público brasileiro possuía, até o PAEG, uma pequena base de arrecadação, centrada, basicamente, em impostos sobre importações, sobre o consumo e no imposto de renda, o que dificultava a ampliação de suas atividades. Além dessas fontes fiscais, o governo dispunha ainda de duas outras fontes alternativas para financiar as suas despesas: a emissão de moeda e a emissão de títulos de dívida. Entretanto, apenas a primeira alternativa seria largamente utilizada como forma adicional de financiamento, gerando instabilidade monetária e criando problemas adicionais à existência de um horizonte de cálculo mais dilatado para os agentes econômicos. A segunda alternativa representaria, contudo, uma fonte de financiamento em termos relativos muito pouco significativa, dada a vigência da lei da usura e a própria natureza da arrecadação do Estado, que tornavam essa alternativa de financiamento praticamente inexistente. O país não possuía um mercado de capitais consolidado e nem dispunha ainda de um mercado de títulos de dívida pública desenvolvido.

O autor destaca que vinha se arrastando por muitos anos o projeto que propunha a reorganização do sistema financeiro, com o intuito de que este pudesse acompanhar as mudanças em curso no país. Muitos debates ocorreram na época a respeito das reformas que se colocariam em ação, entretanto, a necessidade de reformar o sistema era imperativa. O governo militar, diante da forma com que ocorriam as ações de política monetária, principalmente nos anos imediatamente anteriores, sentia a necessidade de estabelecer as transformações necessárias o quanto antes, diante da iminência inflacionária, do descontrole fiscal e da estagnação econômica.

Dessa maneira, as reformas começaram a se suceder, estabelecendo novas bases para viabilizar o desdobramento das funções financeiras. Tais reformas seriam embasadas nas seguintes leis: a) Lei nº 4.357 de 16/07/64, que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; b) Lei nº 4.380 de 21/08/64, que criou o Banco Nacional de Habitação (BNH) e institucionalizou a correção monetária nos contratos imobiliários; c) Lei nº 4.595 de 31/12/64, que se constituiu na reforma bancária,

transformando a SUMOC e seu Conselho em, respectivamente, Banco Central do Brasil (BCB) e Conselho Monetário Nacional (CMN) e; d) Lei nº 4.728 de 14/07/65, que promoveu uma ampla reforma no mercado de capitais.

Com estas novas leis, o sistema financeiro nacional ganhou uma maior diversificação, tanto de instituições como de ativos financeiros, e o governo passou a contar com uma nova fonte de financiamento público sem ter que recorrer exclusivamente às receitas de senhoriação.

[...] o cenário de instabilidade monetária e a necessidade de obter uma fonte alternativa de financiamento para as crescentes despesas do Estado estão na origem do processo de formação da dívida pública mobiliária doméstica brasileira em seu nascimento nos anos sessenta, mas que, como veremos adiante, com o passar dos anos, assumiria um caráter financeirizado. (FERNANDES, 2009, p. 81)

O autor nos traz que, ao final dos anos 1980, o governo brasileiro carregava uma dívida doméstica em papéis que ao mesmo tempo era extremamente curta e praticamente toda indexada a taxa de juros, sendo a pequena parcela restante indexada ao câmbio (ambas, portanto, pós-fixadas pelo mercado de ativos), resultando, segundo o autor, no pior tipo de perfil de dívida, agravando as tensões no gerenciamento da dívida pública mobiliária e evidenciando o processo de subordinação do Estado.

Diante de um cenário caracterizado por inflação e baixo crescimento, acentuaram-se no Brasil as expectativas de que o livre jogo das forças do mercado global viabilizaria, por si só, o crescimento econômico. Observou-se assim, a partir dos anos noventa, uma mudança na condução da política econômica em direção aos princípios presentes no chamado “Consenso de Washington”. A adesão a esses princípios ocorreria com tamanha intensidade que acabaria conduzindo a uma radical reavaliação do desenvolvimentismo e das políticas de substituição de importações que marcaram o Brasil e a América Latina durante os anos de ouro da era Bretton Woods. Essa adesão acabaria resultando também em uma forma quase hegemônica de se pensar a economia em seus aspectos macroeconômicos, dentro do que ficou conhecido como o Novo Consenso em Macroeconomia. (FERNANDES, 2009, p. 141)

De acordo com este Novo Consenso em Macroeconomia, o mercado é tido como essencialmente estável, e políticas de estímulo à demanda agregada, em especial via política fiscal, são vistas como causadoras de instabilidades na economia de mercado⁹.

⁹ Para os adeptos do Novo Consenso em Macroeconomia, a utilização da política fiscal, enquanto instrumento de incentivo à demanda agregada, pode exercer apenas impactos de curto prazo nas variáveis reais, além de ser vista como geradora de instabilidades e, portanto, tida como ineficiente. Para os seguidores do NCM, a preocupação da política fiscal deve ser apenas contrabalançar despesas e receitas, especialmente através de cortes de gastos, de tal forma que conduza a situações de equilíbrio orçamentário ou de geração de superávits primários.

Sob esse prisma, o orçamento público deve então procurar se manter em situação de equilíbrio ou, preferencialmente, o Estado deve procurar gerar poupança pública. Nesse novo contexto, os mercados, em especial, os mercados financeiros, operam sob a lógica das expectativas racionais, e essas expectativas são refletidas rapidamente no mercado de ativos. As flutuações nos preços dos ativos passam a ser determinadas pelo grau de credibilidade que os agentes depositam nas políticas econômicas, balizadas nas informações disponíveis e nos julgamentos que os mesmos fazem sobre os governos.

No novo consenso, a política monetária deve ter um único objetivo, ou seja, manter a inflação em níveis bastante baixos, sendo operacionalizada em função de metas pré-determinadas de inflação por um banco central independente, o qual deve se preocupar em manter um elevado grau de credibilidade junto aos agentes, promovendo exclusivamente a estabilidade de preços. A inflação é tida como um fenômeno estritamente monetário e, no longo prazo, não há trade-off entre taxa de desemprego e inflação. (FERNANDES, 2009, p. 141-2)

Para o autor, a maior exposição da economia brasileira às nuances do mercado financeiro internacional, fez com que os impactos trazidos pelas crises externas, em especial as crises asiática e russa, acabassem por reverter rapidamente as eventuais melhoras conquistadas no perfil da dívida no período pós-estabilização. A dívida mobiliária doméstica, desde a introdução do Real, acabou servindo de válvula de escape para as estratégias de estabilização utilizadas.

Nesse cenário, a dívida pública mobiliária doméstica acabou se constituindo num colchão de amortecimento, numa variável de ajuste, para a política de esterilização do efeito monetário da acumulação de reservas externas. O fator mais relevante da trajetória da dívida pública brasileira foi, sem dúvida, a política de juros elevados praticados no período.

Para o nosso trabalho importa dizer que o modelo de ajuste aplicado nos países em desenvolvimento, em suma, se reduz à implantação de políticas macroeconômicas que têm por objetivo restabelecer o equilíbrio dos balanços de pagamentos e controlar a inflação através de medidas recessivas. No entanto, tais políticas apresentaram efeitos negativos em termos de crescimento econômico e melhoria do padrão de vida da população.

A liberalização dos mercados financeiros, necessária para o ajuste do balanço de pagamentos, proporcionou a entrada de capitais de curto prazo, ampliando os riscos de crises abruptas e a instabilidade das expectativas. Deve-se ressaltar que os capitais que

ingressaram nas diversas economias foram constituídos na maior parte por fluxos de capitais especulativos em busca de retornos elevados, o que não é compatível com a viabilização do crescimento sustentado no longo prazo.

Sob a argumentação de que os equilíbrios orçamentários são fundamentais para a estabilidade econômica, há uma insistência na necessidade de implementação de fortes ajustes fiscais baseados na redução dos recursos de interesse social, na menor oferta de serviços sociais, em menores investimentos públicos e em cortes de recursos para infraestrutura. Tais ajustes fiscais requerem redução dos gastos sociais pelo Estado, mas o objetivo real é produzir superávits primários a fim de obter recursos para fazer frente ao pagamento dos crescentes serviços das dívidas públicas.

Sem uma reavaliação dessas políticas, os cortes dos gastos públicos e o aumento do número de desempregados e excluídos socialmente permanecerão, sem que se consiga o desejado equilíbrio fiscal, pois mesmo com o esmagamento das políticas sociais, o déficit público não consegue ser reduzido, já que são cada vez maiores os componentes financeiros das dívidas.

As medidas de ajuste fiscais têm impactos perversos sobre as políticas sociais, uma vez que tais medidas aumentam as demandas sociais devido ao alto desemprego e à deterioração das condições de vida, ao mesmo tempo em que restringem a oferta de bens e serviços sociais em função dos cortes dos gastos públicos pela exigência de equilíbrio fiscal. A real crise fiscal do Estado é, em grande parte, originada das próprias políticas de ajuste, que, por um lado, aumentam as obrigações do Estado, ao ampliar as necessidades da sociedade de maiores gastos na área social, mas, por outro, elevam o gasto financeiro e restringem o crescimento, o que reduz a capacidade do Estado de prover maiores recursos sociais.

2. RENDA MINERAL E O *ROYALTY* COMO INSTRUMENTO DE PROMOÇÃO DE POLÍTICAS DE JUSTIÇA INTERGERACIONAL

Neste capítulo vamos abordar o conceito de renda mineral e o *royalty* como instrumento de promoção de políticas de justiça intergeracional, partindo conceito de renda ricardiana até chegar ao conceito de renda de Hotelling, a partir de uma abordagem marshaliana que divide o custo de uso dos componentes da renda mineral.

Além disso, buscaremos as funcionalidades da aplicação dos *royalties* em alguns produtores de petróleo. Como o que pretendemos investigar se restringe à aplicação e vinculação dos *royalties*, destacaremos as experiências com fundos petrolíferos, a saber: os casos dos EUA, especificamente o do estado do Alaska, Canadá, Noruega, Venezuela.

Na última seção desta capítulo falaremos da legislação para aplicação destes recursos no Brasil.

2.1. O conceito de renda mineral

A extração de hidrocarbonetos propicia benefícios aos proprietários de recursos naturais não-renováveis na forma de uma renda obtida no desenvolvimento da atividade. Tal renda apresenta especificidades que merecem atenção especial, pois sua natureza esta ligada à exauribilidade de sua fonte geradora.

Postali (2002) nos aponta que, em termos clássicos, a renda pode ser definida como a parcela da receita total que excede o preço de oferta de todos os insumos necessários para o desenvolvimento da atividade agrícola, como o capital e trabalho. Para o dono da terra se trata de um prêmio pelo simples fato dele ser seu proprietário, não havendo necessidade de qualquer esforço adicional. Deste modo, para autores como Ricardo e Stuart Mill, a renda se origina da presença de diferenças nos graus de fertilidade do solo. Mais especificamente em Ricardo, a noção de renda estava ligada à propriedade da terra. À medida que as terras férteis são de quantidade limitada, o crescimento populacional e o conseqüente aumento da demanda por produtos agrícolas obrigam a ocupação de terras menos férteis, classificadas como marginais por Ricardo, nas quais havia necessidade de esforços adicionais para a obtenção de um mesmo volume de produção. Com o aumento da demanda, aumentariam os preços agrícolas, de maneira que os proprietários das terras mais férteis, onde o custo da produção era menor

que os das terras marginais, obteriam um ganho adicional. Ricardo chamou este ganho de renda diferencial, conhecida posteriormente como renda ricardiana.

Ainda segundo o autor, a renda ricardiana poderia ser estendida para a propriedade de recursos minerais como decorrência direta do fato das minas conterem recursos de oferta limitada e, assim como no caso da terra, o desenvolvimento econômico exigiria a exploração de jazidas mais profundas e cada vez menos produtivas, a um custo cada vez maior, de modo que os proprietários das minas com recursos mais abundantes seriam premiados com um benefício decorrente da diferença entre os preços e seus custos de produção, menores que os das minas marginais.

Serra e Fernandes (2005) observam que, segundo a visão clássica, a renda diferencial não faz parte do preço. A renda surge em função da diferença de rentabilidade entre terras de produtividade distintas. Embora exista a figura do proprietário para cobrar esta renda diferencial do capitalista, e embora o capitalista tenha que computar este pagamento para controle de seu negócio, de fato, a renda só existe em determinada terra porque há outra de menor produtividade. Por isso a renda extraordinária deve ser tomada como residual, e não como um componente do custo de produção. *“Se for seguro classificar o setor petrolífero como gerador de rendas diferenciais, nem sempre é certo que este mesmo setor desta se aproprie: geração e apropriação de rendas diferenciais nem sempre andam juntas”* (CARCANHOLO: 1984 *apud* SERRA E FERNANDES, 2005: p. 32).

O fato de a renda ser gerada em função da diferença entre as condições de produção nas terras, somente explica a geração das rendas diferenciais, e não sua apropriação, a qual dependerá da barganha política entre os agentes econômicos e entre estes e o Estado. Seguindo a tradição clássica, os autores dizem que a renda é efeito do preço elevado, e a sua apropriação pelo proprietário da terra seria realizada à custa de toda a sociedade. Para esta escola, portanto, a renda diferencial fundiária, ou mesmo a renda das minas, quando apropriada pelos proprietários, revela-se em um ganho para o qual estes não realizaram qualquer esforço. Desta forma, Mill, indo além de Ricardo, mais do que defender uma taxa especial sobre a renda, contribui com outra leitura para o imposto fundiário:

“O imposto territorial hoje vigente (o qual, na Inglaterra, infelizmente é muito baixo) não deveria ser considerado como um imposto, mas como um encargo sobre a renda, cobrado em benefício do público – uma parcela da renda reservada desde o início pelo Estado, parcela esta que nunca pertenceu

aos senhores de terra nem nunca fez parte de sua renda, e, portanto, não deveria ser contada para estes como parte de sua tributação, de molde a isentá-los de sua justa cota de participação em todos os outros impostos”. (MILL, 1986: p. 301 *apud* SERRA E FERNANDES, 2005: p. 32)

A abordagem de Mill, sobre a tributação das rendas diferenciais, vai de encontro aos defensores de um alívio tributário setorial.

Apresentando outro conceito de renda da terra, Postali (2002) utiliza a abordagem marshalliana.

“Marshall representa a consolidação da economia neoclássica, desloca o foco da teoria do valor para a da utilidade [...] propõe uma distinção entre renda e uma categoria criada por ele, denominada quase-renda. A renda seria um excedente econômico derivado do uso de fatores naturais escassos, como a terra: pelo fato de sua oferta ser fixa, qualquer variação em sua procura se refletirá em seu preço, gerando excedente sobre os custos da produção.” (POSTALI, 2002, p. 15)

Assim, a renda conceituada por Marshall qualifica-se como renda de escassez e tal termo é usado para rendimentos derivados de bens gratuitos da natureza. Já o termo quase-renda serve para caracterizar os rendimentos oriundos de máquinas e outros equipamentos que, embora sejam inelásticos no curto prazo, podem ter sua oferta ajustada no longo prazo. Portanto, a quase-renda tenderia a desaparecer à medida que os desequilíbrios entre oferta e demanda fossem corrigidos. Este termo também é usado para retornos anormais, próprios de atividades de alto risco, como a extração mineral.

Segundo esta análise, Postali (2002) argumenta que as rendas das minas constituem, na verdade, quase-rendas, por se tratarem de retornos de investimentos passados em atividades exploratórias de alto risco, próprias da pesquisa mineral. Assim, aquilo que Ricardo classifica como renda das minas seria nada mais que um prêmio para compensar o risco exploratório. Cabe ressaltar que, diferentemente da renda, a quase-renda não pode ser extraída sem provocar impactos sobre o investimento, pois se trata de um retorno necessário para empreender a exploração, compensando seus riscos. Do mesmo modo, do ponto de vista da concepção neoclássica, as rendas das minas seriam resultados de barreiras à entrada decorrentes de direitos de propriedade sobre os recursos, essenciais para que a renda mineral tenha a mesma natureza da renda da terra.

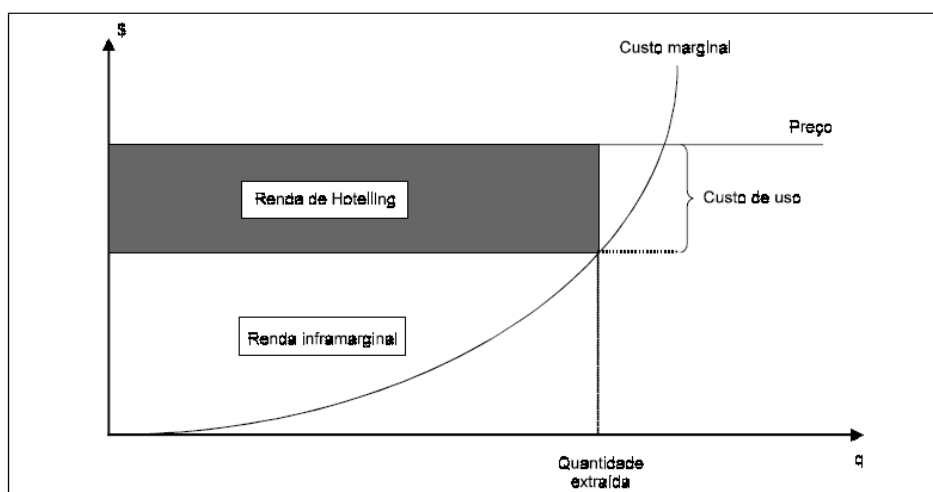
Quando se trata da propriedade de recursos minerais não-renováveis (como o petróleo, o gás natural, os metais), o conceito de renda econômica acima descrito só pode ser aplicado quando a análise ocorrer ao longo do tempo e não apenas em um

período curto, como no caso da terra, pois a existência de renda na atividade mineradora não decorre apenas de fatores usuais. Deve-se frisar que mesmo em ambientes competitivos a renda econômica está presente em virtude de uma peculiaridade dos recursos não renováveis: a finitude de seu estoque na natureza implica que a extração em um período torna o recurso indisponível em períodos posteriores.

Para o autor, essa característica se relaciona ao conceito de custo de uso, isto é, um tipo particular de custo de oportunidade com características temporais: a extração de um recurso não renovável hoje acarreta um custo de oportunidade de extraí-lo amanhã. O custo de uso seria a diferença entre o preço do recurso e seu custo marginal de produção e faz parte da renda, que seria, desta forma, uma compensação ao proprietário da jazida pela redução no seu valor devido à extração de seus recursos. Este componente da renda também é denominado renda de Hotelling¹⁰.

O Gráfico 1 ilustra os componentes da renda do recurso. Para o caso de uma função custo mais geral: a renda total é a área acima do custo marginal, abaixo da linha de preço e à esquerda do nível de produção. O custo de uso divide essa área em duas partes: o retângulo superior, formado pelo produto entre o custo de uso e a quantidade extraída constitui a renda de Hotelling, e o resto é o que se pode chamar de renda inframarginal, análoga ao excedente do produtor para um bem comum.

Gráfico 1: Componentes da renda mineral



Fonte: POSTALI (2002, p. 20)

¹⁰ Postali (2002) demonstra, através de equações, como se chega à Renda de Hotelling. Para este trabalho nos interessa entender apenas que se trata de uma parte da renda mineral, como fica demonstrado graficamente.

Desta forma, a renda de Hotelling seria uma compensação ao proprietário pela redução do valor de sua jazida, em decorrência da extração, que torna o recurso indisponível no futuro.

É interessante notar outra visão sobre a noção de exauribilidade

“Cairns (1990), no entanto critica a noção de exauribilidade, [...]o estoque de reservas minerais disponíveis na natureza não é propriamente uma variável exógena, pois ele também depende de descobertas resultantes de decisões de investimento em pesquisa. Assim, Cairns propõe que o problema de exauribilidade é menos físico que econômico.” (POSTALI, 2002, p. 20)

Seguindo seu raciocínio baseado em Cairns¹¹, Postali (2002) trata da idéia de que a extração presente impossibilita que gerações futuras usufruam dos benefícios do recurso, o que traz à tona questões de justiça inter-geracional e equidade. Assim, no sentido de se perguntar o que deve ser feito com a renda de Hotelling obtida pelo proprietário do recurso de modo a não prejudicar as futuras gerações o autor recorre ao conceito da Regra de Hartwick, descrita abaixo:

“Hartwick (1977, p. 972-4) explorou esta questão, e identificou as condições teóricas que ligam as rendas dos recursos à sustentabilidade econômica. Ele considerou o fato estilizado de um país com apenas um recurso não-renovável e sem fontes de recursos para investimento que não a renda dele obtida, não existindo poupança de outros setores industriais. Hartwick demonstrou que mesmo um país nesta situação limite é capaz de manter um nível de consumo per capita constante indefinidamente, desde que invista uma certa porção da renda mineral total em capital reprodutível físico e humano.” (HARTWICK, 1977, p. 972-4 *apud* POSTALI, 2002: p. 21)

Desta forma, a renda de Hotelling é a parcela da renda total que a Regra de Hartwick diz que deve ser investida para sustentar o consumo. A outra parcela, correspondente ao excedente do produtor, pode ser consumida. O resultado de Hartwick é mais a indicação do investimento mínimo necessário para evitar a queda no padrão de vida da população, que poderia resultar da crescente escassez do recurso não-renovável, do que o estabelecimento de um nível ótimo de investimento compatível com objetivos desenvolvimentistas. Investindo esse montante em capital físico, Postali (2002) conclui

¹¹ Postali (2002) se baseia na seguinte referência: Cairns, R. D. *The economics of exploration for non-renewable resources*. *Journal of Economics Surveys*, v. 4, n. 4, p. 361-395, dezembro de 1990

que o país é capaz de manter o seu estoque total de capital, natural e físico, e, conseqüentemente, suas possibilidades de consumo.

Nesta seção levantamos alguns conceitos referentes à renda dos recursos minerais e sua apropriação. De tais conceitos podemos concluir que o Estado, deve apropriar-se de uma parcela da renda petrolífera para poder investir em atividades menos dependentes destes recursos.

2.2. Algumas experiências na aplicação dos *royalties*

Como visto na seção anterior, é pertinente que o Estado se aproprie de parte da renda petrolífera. Porém, tão ou mais relevante que isso, é sua aplicação. Neste capítulo abordamos algumas experiências na aplicação dos *royalties*, optando-se por uma escolha de poucas experiências, comparado com o número de países produtores de petróleo, mas experiências que trazem alguma luz sobre o uso dos *royalties* na promoção de políticas públicas com o intuito de justiça intergeracional.

Nossos trabalhos de referência são Tsalik (2003) e Serra (2005). Neles, alguns casos são estudados, mas como o que pretendemos investigar se restringe à aplicação e vinculação dos *royalties*, destacaremos as experiências com fundos petrolíferos, a saber: os casos dos EUA, especificamente o do estado do Alaska, Canadá, Noruega, Venezuela

2.2.1. A experiência do estado do Alaska (EUA)

Nos EUA, a repartição dos *royalties* entre os entes públicos varia em função da propriedade da terra, se federal ou estadual; pelo tipo de exploração, se *offshore* ou *onshore*, e, neste último caso, segundo a categoria da terra pública e o conjunto de leis a ela aplicado: terras de domínio público, terras adquiridas com propósitos específicos, terras indígenas, terras nativas do Alaska.

Como as regras de rateio nos EUA são bem descentralizadas, os governos estaduais são grandes capturadores dos *royalties* incidentes sobre a produção de petróleo em terras públicas: sobre a produção em terras federais absorvem geralmente 27% dos *royalties offshore* e 50% dos *royalties onshore*, além da integridade destes quando a produção se realiza em terras estaduais. Devido à elevada autonomia político-administrativa dos estados federados, estes podem impor diferentes alíquotas,

respeitando o limite mínimo de 12,5% de *royalties*, e, mais relevante, podem aplicar estes recursos com grande liberdade. Além disso, os estados americanos impõem sobre a extração de petróleo um imposto especial, incidente sobre recursos não renováveis, denominado *severance tax*, que é um imposto sobre extração (de recursos não renováveis), ou seja, diferente do *royalty* que incide sobre a produção. Da mesma forma que o *royalty*, o *severance tax* pode assumir diferentes alíquotas e esquemas de deduções, bem como ser destinado para fins bastante distintos.

O exemplo do Estado do Alaska ilustra especialmente a possibilidade de financiar com os *royalties* uma política de geração de riqueza alternativa para substituir a riqueza mineral exaurida.

Neste estado, para os contratos de arrendamento posteriores ao ano de 1980 a distribuição é feita da seguinte forma:

- 45,5% das receitas de *royalties* e da *severance tax* se destinam ao caixa único do estado (*State Operating Budget*),
- 0,5% são aplicados em um fundo educacional (*Public School Fund Trust*) e
- 50,0% remanescentes são usados para capitalização de um fundo permanente (*Permanent Fund Dividends*), cujos dividendos são distribuídos igualitariamente e diretamente à população residente no estado.

Criado em 1976, o Fundo Permanente do Alaska (FPA), trata-se de uma experiência original que coloca os cidadãos do estado, desde o momento de sua criação, no debate público sobre a melhor forma de utilização das rendas petrolíferas capturadas pelo Alaska. Influenciado, na década de 1970, pelo acúmulo de débitos gigantescos contraídos por antecipação das rendas petrolíferas, o governo do Alaska enxergou a necessidade de dividir o ônus de uma decisão política com os seus cidadãos. O próprio governo, até então forte provedor de subsídios públicos para garantia das rendas de seus cidadãos, patrocinou os debates que apontaram o fundo como mecanismo de enfrentamento dos desafios vindouros.

Como a constituição estadual proibia a criação de fundos específicos alimentados por receitas tributárias, o FPA foi aprovado, em 1976, através de uma emenda constitucional. O fato do fundo sido criado por meio de emenda constitucional garantiu-lhe estabilidade institucional, frente a tentativas futuras de mudanças por meio

de leis ordinárias. Emenda que não só autorizava a criação do fundo, mas que também estipulava suas três fontes de receitas:

- 25% dos *royalties* dos campos descobertos antes de 1980; 50% para os campos descobertos depois de 1980;
- Uma parcela dos rendimentos do fundo retornava ao principal para cobrir o efeito inflacionário;
- O fundo poderia receber transferências (reinvestimentos) provenientes da *Earnings Reserve Account* (ERA), desde que aprovado pela legislatura. A ERA correspondia à soma das receitas anuais residuais do fundo, depois que os dividendos fossem pagos e o fundo compensado pela corrosão inflacionaria.

Depois de um prazo de retenção, aplicação e reinvestimento do principal, em 1982 teve início a distribuição aos cidadãos do estado dos seus dividendos, orbitando esta distribuição anual, no ano 2000, próximo ao valor de US\$ 2.000 para cada um dos seus 630 mil habitantes.

Ressalta-se o caráter de permanência do fundo, cujos recursos, portanto, são considerados onerosos, exigindo retorno financeiro adequado. Do saldo acumulado do fundo, 45% são aplicados em papéis de renda fixa, entre 35% e 40% em ações de empresas americanas, aproximadamente 10% em ações de empresas estrangeiras e o restante em empreendimentos imobiliários.

O uso dos *royalties* petrolíferos pelo governo do Estado do Alaska demonstra como este pode ser efetivamente direcionado para sustentação econômica regional pós-esgotamento das reservas. Neste Estado, os *royalties* vão para um fundo de investimento onde os dividendos são periodicamente distribuídos entre os cidadãos residentes, como uma espécie de política de renda mínima, conforme destaca Suplicy (2001). Como apenas os dividendos são distribuídos, a filosofia do instrumento é criar um fundo perpétuo suficientemente amplo para garantir um nível de renda aos moradores do Alaska, quando a curva de recebimento dos *royalties* começar a cair.

2.2.2. A experiência do Canadá

Criado em 1976, na mesma época do que o FPA, o *Alberta Heritage Savings Fund* (AHSF) tinha também os *royalties* como sua principal fonte de recursos. Suas intenções, contudo, eram mais plurais do que os do FPA: abrangiam a necessidade de diminuir o nível de endividamento da província de Alberta, promover a qualidade de vida de seus cidadãos e incrementar a diversificação produtiva.

O propósito foi exclusivamente o de diversificar a economia. Mas como os resultados desta política não foram claros e como o déficit fiscal da província crescia, o AHSF acabou sendo utilizado para financiamento das despesas governamentais ordinárias. Esta mudança de propósito só foi possível porque a norma de funcionamento do AHSF foi aprovada por lei ordinária, necessitando apenas de maioria simples para sua alteração. Este fato possibilitou constantes alterações nas regras de funcionamento do fundo ao longo do tempo, na corrente de interesses e demandas políticas e em resposta às oscilações dos preços internacionais do petróleo.

A multiplicidade de focos do fundo, em parte, pode ter sido fruto da limitação do debate público sobre a matéria. De fato, o AHSF acabou por atender a objetivos concorrentes. Muitos empréstimos, jamais quitados, foram feitos ao governo, com o objetivo declarado de diversificar a estrutura produtiva, embora conste dos objetivos do fundo a montagem de uma poupança para o futuro, através da realização de investimentos prudentes.

Tendo sido inaugurado com um aporte de 30% das rendas petrolíferas, o AHSF, entre 1984 e 1987, em uma conjuntura recessiva, recebeu apenas a metade destes recursos, ficando o saldo remanescente retido no Tesouro provincial. Em 1987, diante do preço baixo do petróleo, o governo começa a desviar inclusive os ganhos do fundo para seu caixa central, o que iniciou um processo violento de erosão do fundo, já que até mesmo o desenho de proteção inflacionaria foi desrespeitado. Desde 1982 o fundo transferiu para o orçamento provincial cerca de US\$ 16 bilhões. Mesmo assim, em 1995, o déficit da província era de aproximados US\$ 14 bilhões, e o fundo continuou auxiliando no pagamento dos serviços desta dívida.

O fundo é gerido pelo Tesouro provincial, e não por executivos de uma corporação pública independente. Sob controle do gabinete do governador, este poderia administrar e investir 80% dos ativos do fundo, sem a necessidade de autorização

legislativa. Em virtude da multiplicidade de objetivos, o fundo contava com cinco divisões. Somente uma, a Divisão de Investimento Comercial, que detinha menos que 5% do principal do fundo, investia em títulos, com o propósito exclusivo de gerar rentabilidade. Outra parte substancial ficava com a Divisão de Investimento em Capital, que realizava empréstimos para construção de parques e hospitais, ou financiava outras despesas de capital público, sem necessidade de retornos econômicos.

Entre os beneficiários dos recursos do AHSF estavam a *Alberta Heritage Foundation for Medical Research*, *Alberta Heritage Scholarship Fund*, e o *Reforestation Nursery Enhancement Program*. Embora o reforço no caixa destas fundações, patrocinado pelo AHSF, possa ser interpretado como pulverização de suas ações, ao menos a denominação destes beneficiários leva a crer que o fundo acabou por atender a programas de investimento de longo prazo, convergindo, mesmo que de forma vacilante, com o princípio da promoção da justiça intergeracional.

Em função destas múltiplas destinações dos recursos do fundo, o seu principal sofreu séria erosão, até que, em 1997, veio ser reestruturado, com regras mais simples e mais enfáticas em relação ao propósito de gerar um fundo de poupança. A reformulação de 1997 foi motivada por um processo de consulta popular, que optou por um fundo mais comprometido com a formação de uma poupança. O governo reestruturou o fundo, não permitindo mais sua utilização em investimentos produtivos diretos, nem em investimentos sociais. Alternativamente, foi estruturado um plano de aplicação em investimentos de longo prazo para geração de renda. Contudo, esta reestruturação não impediu o avanço do processo de diminuição do patrimônio do AHSF: entre os anos de 1998 e 2003 o seu principal reduziu-se de US\$ 8,6 para US\$ 8,0 bilhões.

A menor segurança institucional do AHSF, aprovado por lei ordinária, permitiu, de fato, constantes alterações nas normas de provisão e aplicação dos seus recursos. Mas, se uma das principais críticas a este fundo recai sobre suas constantes transferências para o Tesouro provincial, deve-se trazer para o debate o questionamento de que, em última instância, a cobertura dos déficits públicos provinciais também acaba por proteger a riqueza das gerações futuras. Contudo, Serra (2005) aponta que se os déficits foram gerados por contingenciamentos, a revelia da ação responsável do governo provincial, ou por ampliação dos investimentos públicos visando ao bem estar da coletividade, seria plausível afirmar que a menor proteção institucional do AHSF,

contra mudanças normativas, permitiu maior agilidade para que este fundo socorresse o Tesouro em momentos oportunos.

2.2.3. A experiência da Noruega

Trata-se de um fundo, diferentemente dos dois anteriores, com explícita dupla finalidade: a garantia de estabilidade macroeconômica e a constituição de um fundo de poupança. A contribuição do fundo para a estabilidade macroeconômica se efetiva em duas frentes: nos momentos de alta do preço do petróleo, o fundo, ao recolher o excesso de divisas, contribuiria para minimizar a pressão inflacionaria; nas conjunturas de baixa do preço do petróleo, o fundo socorreria o Tesouro, evitando um maior nível de endividamento. Portanto, um fundo voltado para a estabilidade monetária e para prevenção de déficits públicos.

A função de poupança é realizada a partir dos depósitos anuais, em conjunturas de alta dos preços petrolíferos, e do incremento de dividendos ao principal do fundo. Este fundo de poupança torna-se especialmente relevante para o país, diante da previsão de incremento das despesas com aposentadoria na mesma época em que, espera-se, as receitas petrolíferas começarão a cair.

Criado em 1990, o FPEN somente recebeu seu primeiro depósito em 1995. Em 2003, estimativas deram conta de que o principal do fundo era equivalente a cerca de 50% do PIB norueguês. Este sucesso se deve não só ao preço elevado do petróleo durante os poucos anos de existência do fundo, mas também à prática prudente dos legisladores noruegueses.

Diferente dos demais fundos, não há uma definição legal, pré-estabelecida, do percentual da renda petrolífera a ser depositado anualmente no fundo norueguês. Esta quantia é definida anualmente, e consiste nas receitas líquidas de petróleo, depois que o déficit orçamentário for coberto. Ou seja, primeiro as rendas petrolíferas cobrem o déficit público, depois se encaminham para o fundo de poupança. Caso o déficit público anual não seja coberto pelas rendas anuais petrolíferas, recursos adicionais seriam sacados do fundo de poupança para cobertura dos débitos governamentais. Não havendo, ainda, limites para depósitos e nem para saques anuais junto ao FPEN.

Esta prudência, para além de razões de ordem cultural, responde também a um mecanismo de repartição de poderes nos processos de gestão e fiscalização do fundo,

que acaba provocando uma maior transparência nas relações entre esses poderes. Por exemplo:

- O fundo é gerido pelo Ministério das Finanças, que determina um portfólio de investimentos, de acordo com metas de risco e rentabilidade. Os fundos para aplicação são enviados, diariamente, para o Banco Central, que, rigorosamente, tem liberdade para efetuar as aplicações, mas que, de fato, respeita o planejamento do Ministério das Finanças;
- Como o parlamento pode determinar saques sobre o fundo, o executivo procura ser o mais transparente possível com suas operações, para não possibilitar saques excessivos;
- O executivo pode alterar as regras de funcionamento do fundo, sem a autorização do parlamento, mas isso, de fato, não é feito. Mudanças só ocorrem depois de realizadas consultas ao parlamento;
- O Ministério das Finanças deve contratar um auditor independente para avaliar as operações do fundo;
- Todas as informações referentes às operações do fundo estão disponíveis na *Internet*, inclusive os riscos envolvidos nos investimentos realizados pelo fundo.

No que diz respeito às regras de aplicação do principal do fundo, há que se destacar a proibição expressa da utilização dos recursos do fundo como garantia de empréstimos públicos. Ou seja, uma vez coberto o déficit anual, o governo não pode dispor do fundo como aval para tomada de empréstimos.

Todos os investimentos do fundo são realizados no estrangeiro, com a finalidade de esterilizar o excesso de rendas petrolíferas, no sentido de combater a inflação. Em 2000, os investimentos do fundo estavam distribuídos por 2.025 companhias, em 21 diferentes países. Esta internacionalização dos investimentos fazia-se sob orientação de alguns preceitos éticos e de sustentabilidade, como por exemplo, a restrição de investimentos em empresas de tabaco, e a priorização de aplicação em empresas possuidoras de certificados ambientais.

Até 1998 somente era permitida a aplicação em títulos públicos. Mas, posteriormente a esta data, os gestores do FPEN foram autorizados a investir também em ações, o que elevou consideravelmente seu nível de rentabilidade. Como forma de minimizar as volatilidades de suas aplicações, o FPEN ainda estava sujeito a:

- limitação de não poder deter mais do que 3% das ações de uma única companhia;
- regra de destinar entre 30% e 50% do principal para compra de ações, sendo o restante voltado para aquisição de investimentos financeiros com retornos prefixados;
- distribuição regional de seus investimentos em títulos e ações, sendo 50% destinados à Europa, 30% às Américas e 20% à Ásia e Oceania.

Apontado por Tsalik (2003) como modelo de Fundo Petrolífero, Serra (2005) adverte que o sucesso do FPEN deve levar em consideração a existência de fatores determinantes da sociedade a qual serve: para além da larga experiência democrática daquele país, deve-se fazer referencia aos fatos de que o preço do petróleo manteve-se alto durante todo período de existência do fundo e de que a Noruega já possuía uma estrutura produtiva diversificada e um elevado padrão de vida quando o petróleo começou a ser produzido na década de 1970.

2.2.4. A experiência da Venezuela

A dependência da Venezuela com relação às rendas petrolíferas é significativamente elevada. Políticas de elevação de gastos criadas nos períodos de *boom* do petróleo continuavam nos períodos de retração dos preços, deixando déficits ingerenciáveis e uma ineficiente alocação dos recursos, problemas reforçados pela ausência de uma disciplina fiscal. A decisão do governo de usar as rendas do petróleo para diminuir a dependência em relação a este recurso, por meio da diversificação produtiva, expandiu o gasto público, incrementou a inflação, ocasionando déficits, mesmo nos períodos de alta dos preços do petróleo.

Para enfrentar estes desequilíbrios crônicos, a Venezuela por repetidas vezes criou fundos específicos para gerir a riqueza do petróleo. O mais recente foi o FIEMV, criado em 1998, pela presidente Caldera. Quando os preços do petróleo caíram, no rastro da crise financeira asiática de 1997, Caldera aceitou as recomendações do FMI de criar um fundo de caráter de estabilização. O fundo acumularia reservas quando o preço do petróleo estivesse elevado, e cobriria o orçamento público quando os preços estivessem em baixa. Seu explícito objetivo: prevenir flutuações na renda advindas da oscilação dos preços do petróleo, com efeitos sobre as necessidades fiscais do país, taxa de câmbio e o balanço de pagamentos.

O fundo tinha regras diretas de acumulação. Baseado em um preço de referência do barril, calculado através da média dos últimos cinco anos, o FIEMV crescia quando o petróleo estava com alta cotação internacional, por intermédio da captura da diferença entre o preço de mercado e o preço de referência. Com a redução do preço internacional do petróleo, abaixo do preço de referência, decrescia o principal do FIEMV, por via de transferências ao Tesouro venezuelano.

Uma regra adicional permitia que quando o fundo atingisse valor superior a 80% da média dos últimos cinco anos das receitas anuais com exportação de petróleo, o seu excesso de receita (acima destes 80%) poderia ser utilizado, com autorização do Congresso, para auxiliar o pagamento do déficit público. Como forma de prevenir uma deterioração do FIEMV, a lei ainda exigia que o saldo do fundo não poderia ser menor do que um terço do saldo do ano anterior.

Não obstante este engenhoso mecanismo, o funcionamento do FIEMV foi dificultado, sobretudo, pelas constantes mudanças de regras, muitas em oposição aos seus objetivos originais. Hugo Chavez, eleito em 1999, alterou-as, diminuindo as transferências para o FIEMV e aumentando seu poder discricionário sobre as receitas do fundo, podendo o presidente autorizar saques do fundo, por decreto.

A ausência de impedimentos para que o governo pudesse emprestar dinheiro do fundo, significou uma verdadeira subversão com relação aos objetivos iniciais: o FIEMV, criado para promover a disciplina fiscal, estava agora, estimulando justamente o contrário. A existência do fundo não impediu que, em 2000, com a elevação do preço do petróleo, o governo elevasse suas despesas em 46%. O déficit público cresceu 10%, neste mesmo ano, paralelamente ao crescimento do preço do petróleo.

Em 2001, novas mudanças foram impostas: entre o quarto trimestre de 2001 e o quarto trimestre de 2002, não haveria transferência para o FIEMV, liberando assim cerca de US\$ 3,00 bilhões para o serviço da dívida pública. As mudanças em 2001, na tentativa de reequilibrar o fundo posteriormente, previam que em 2003, o fundo passaria a receber 6% das receitas petrolíferas, percentual este acrescido de 1% a cada ano, até atingir 10% em 2007. Em 2008, o fundo voltaria a respeitar as regras, originais, estabelecidas em 1998.

Estas regras não prevaleceram porque as transferências neste período 2003-2007 foram determinadas independentemente do preço do petróleo. O FIEMV pode viver uma situação no mínimo interessante entre os anos de 2003 e 2007, de receber depósitos e transferir recursos para o tesouro ao mesmo tempo.

Se o caso do FIEMV pode ser citado como experiência negativa, segundo Tsalik (2003), que mostra a necessidade de se criar uma proteção institucional, por outro lado, Serra (2005), traz à luz, mecanismo claro de alimentação de um Fundo Petrolífero, baseado na oscilação do preço internacional em relação a um preço de referência. Esta metodologia poderia ser facilmente incorporada às regras de funcionamento desses Fundos de âmbito local, os quais seriam reforçados em conjunturas de sobrevalorização do preço do petróleo.

2.2.5. Considerações sobre as experiências na aplicação dos *royalties*

Como concluído na primeira parte deste capítulo, o Estado deve apropriar-se de uma parcela da renda petrolífera para poder investir em atividades menos dependentes destes recursos. O fato de alguns países criarem Fundos Petrolíferos demonstra a intencionalidade de seus governantes em determinar um propósito específico para estas rendas minerais. A apresentação destas experiências serve como parâmetro para a análise da possibilidade de se criar no Brasil mecanismos que vinculem as receitas oriundas do petróleo a propósitos específicos

A análise das experiências de aplicação dos *royalties* petrolíferos entre alguns países produtores de petróleo não mostrou ser regra a utilização destas receitas como fonte de financiamento de políticas de promoção da justiça intergeracional. Não é possível tratar os *royalties* de uma forma genericamente coesa. Ao tratar destas experiências quanto à cobrança, repartição e aplicação, Serra (2005) concluiu que os

royalties e as políticas por estes fomentadas sofrem mudanças de significado, em função do tempo e do espaço em que são acionados.

Já se acumulam trinta anos de experiências com os Fundos Petrolíferos existentes, experiências que podem ser aproveitadas por uma eventual proposta de implementação de um fundo brasileiro, nacional ou subnacional. A análise mostrou que o sucesso dos fundos depende de sua proteção institucional, de sua popularização, muitas vezes garantida por uma política de transparência e do grau de dependência do Estado em relação às rendas petrolíferas.

2.3. Aplicação das participações governamentais sob a legislação brasileira

Para o trabalho faz-se relevante tratar da questão das restrições na aplicação dos recursos arrecadados com os *royalties* e participações especiais, por parte dos beneficiários dos mesmos.

Pacheco (2007) percorre historicamente as legislações que tratam deste tema. Aqui iniciaremos pela Lei n.º 7.990/89 que instituiu a compensação financeira pelo resultado da exploração de petróleo ou gás natural e modificou a redação do art. 27 da Lei n.º 2.004/53, porém manteve intocado o § 3º, na redação dada pela Lei n.º 7.525/86, mencionada acima. Além disto, seu art. 8 instituiu uma nova regulamentação quanto ao uso:

“Art. 8º - O Pagamento das compensações financeiras previstas nesta Lei, inclusive o da indenização pela exploração do petróleo, do xisto betuminoso e do gás natural será efetuado, mensalmente, diretamente aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios e aos órgãos de Administração Direta da União até o último dia útil do mês subsequente ao do fato gerador, vedada a aplicação dos recursos em pagamentos de dívidas e no quadro permanente de pessoal” (Art. 8º, Lei n.º 7.990/89).

Com a criação da Lei do Petróleo (Lei n.º 9.478/97), a abrangência de aplicação dos recursos pelos administradores públicos, foi ampliada, pois não se fez nenhuma menção acerca de setores nos quais os recursos dos *royalties* do petróleo devam ser aplicados. Porém, permanecem vigentes as restrições impostas pelo art. 8º da Lei n.º 7.990/89, somente para a parcela dos *royalties* correspondentes a 5%. Os *royalties* excedentes (acima de 5%) e a participação especial não possuem qualquer vedação legal aos seus usos. Pacheco (2007) conclui que foi conferida aos gestores uma maior

liberdade no uso das receitas, desde que, pelo princípio da legalidade, os recursos sejam utilizados no atendimento do interesse público.

A flexibilização na aplicação dos recursos dos *royalties*, foi ampliada ainda mais em 2001, com a edição da Medida Provisória (MP) n.º 2.103, atualmente MP n.º 2.181-45 que, por sua vez, é originária da MP n.º 1.655, ainda não convertida em Lei. Segundo seu art. 16, na redação dada pela Lei n.º 10.712, de 12 de agosto de 2003:

“Fica a União autorizada, até 31 de dezembro de 2003, a adquirir dos Estados e do Distrito Federal créditos relativos à participação governamental obrigatória nas modalidades de *royalties*, participações especiais e compensações financeiras, relativos à exploração de recursos hídricos para fins de energia elétrica, petróleo e gás natural”.

“§1º A autorização de que trata o caput é limitada ao valor devidamente projetado pela Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP ou pela Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, conforme o caso, descontada toda e qualquer vinculação orçamentária ou transferência obrigatória”.

Com relação à capitalização de fundos, o assunto encontra-se disciplinado na Lei n.º 10.195/01, que promoveu alterações no art. 8º da Lei n.º 7.990/89. Àquele artigo foi acrescentado o parágrafo 2º, assim descrito: “*Os recursos originários das compensações financeiras a que se refere este artigo poderão ser utilizadas também para capitalização dos fundos de previdência*”.

Em 29 de junho de 2000, é proposto um projeto de Resolução impondo limites à antecipação dos *royalties*. Tal projeto introduziu modificações na Resolução do Senado de n.º 78/98¹², que definiu regras para as operações de crédito interno e externo, realizadas por Estados, Municípios e Distrito Federal, e suas respectivas Autarquias e Fundações. Para efeitos daquela Resolução, compreendem-se como operações de crédito

“os compromissos assumidos com credores situados no País ou no exterior, em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financeira de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros (art. 3º)” (SANTOS, 2005, p.70 *apud* PACHECO, 2007, p 170).

Assim, Pacheco (2007) nos diz que União ficou autorizada a adquirir dos estados, créditos relativos aos *royalties* e participações especiais. Em troca, a União

¹² Atualmente revogada pela Resolução do Senado n.º 43, de 21 de dezembro de 2001 e alterada pela Resolução do Senado n.º 03, de 09 de abril de 2002.

utilizará em pagamento, Certificados Financeiros do Tesouro (CFT), que serão obrigatoriamente empregados pelas Unidades da Federação para o pagamento de dívidas para com a União e suas entidades, ou na capitalização dos fundos de previdência, a critério do Ministro de Estado da Fazenda (Art. 16, MP n.º 2.103-37, de 26 de janeiro de 2001).

Desta forma, o autor apresenta que além da necessidade de serem submetidas à aprovação do Senado Federal, as antecipações de *royalties* deverão ser aplicadas exclusivamente na capitalização dos fundos de previdência estaduais e municipais. Entretanto, mesmo com a existência de uma restrição que determina que governadores e prefeitos só podem obter antecipações que atinjam seus próprios mandatos, aqueles se utilizam da existência de uma brecha na legislação reguladora, quando há extrapolação deste limite. Nesse sentido, as antecipações que tiverem previsão para serem recebidas com efeitos além do mandato de um governante, uma vez que aprovadas pelo Senado Federal, só poderão ser utilizadas para cobrir despesas de novos aposentados, e não mais para o passivo eventualmente existente nos fundos previdenciários¹³.

¹³ Quando da apresentação da Resolução, os Senadores argumentaram que o estabelecimento de limites a essas operações de crédito se fazia necessário porque, além de condizente com a Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF (Lei Complementar n.º 101, de 04 de maio de 2000), consistia em uma medida de saneamento das finanças públicas estaduais e municipais.

3. INFLUÊNCIA DOS *ROYALTIES* E DAS PARTICIPAÇÕES ESPECIAIS NA RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO JUNTO À UNIÃO

No Brasil, segundo Serra (2005), há dois processos de alocação dos recursos dos *royalties* para fins distantes de políticas públicas sustentáveis, quais sejam: a desvinculação de parte das receitas dos *royalties* pertencentes aos Ministérios da Ciência e Tecnologia, Meio Ambiente e Marinha, sem alteração da destinação integral a estes ministérios; e a utilização dos *royalties* pertencentes aos Estados nas negociações de suas dívidas com a União.

No caso da desvinculação das receitas dos *royalties* pertencentes aos ministérios, esta medida não gerou redução das participações relativas dos ministérios no rateio dos *royalties*, mas sim, possibilitou que estas receitas fossem destinadas para a cobertura de despesas de custeio dos referidos ministérios ao invés de serem aplicados em P&D. Segundo o autor, tal desvinculação, trata-se, indiretamente, de uma medida de centralização dos recursos no Tesouro, na medida em que possibilita a diminuição da dotação orçamentária dos ministérios beneficiários dos *royalties*, uma vez que estes passam a poder contar com estes recursos para cobertura de seus custeios.

Principalmente no que tange à desvinculação operada nos ministérios do Meio Ambiente e Ciência e Tecnologia, a busca de maior autonomia do Tesouro Nacional resulta na possibilidade de uma importante redução de recursos para financiamento de políticas que estariam mais próximas do estipulado pela leitura da renda mineral feita pelos economistas clássicos e neoclássicos. Isso pode ser demonstrado pela apresentação das orientações legais, definidas pela Lei 9.478/97, para aplicação dos recursos dos *royalties* por estes ministérios: Ministério do Meio Ambiente: "desenvolvimento de estudos e projetos relacionados com a preservação do meio ambiente e recuperação de danos ambientais causados pelas atividades da indústria do petróleo." Ministério da Ciência e Tecnologia: "financiar programas de amparo a pesquisa científica e ao desenvolvimento tecnológico aplicados a indústria do petróleo". (SERRA, 2005. p. 202-3)

Afonso e Gobeti (2008), analisando os dados do Tesouro, entre 2003 e 2007, conforme Tabela 1, viram que do total arrecadado pelo Tesouro em *royalties* e participações especiais chegou a R\$ 64 bilhões, dos quais R\$ 39 bilhões foram transferidos para estados e municípios. Os R\$ 25 bilhões restantes estavam vinculados aos orçamentos dos Ministérios da Defesa (Marinha), Ciência e Tecnologia, Minas e

Energia e Meio Ambiente. Mas apenas R\$ 3,4 bilhões representando apenas 13,5% desse total foram efetivamente aplicados pelo Tesouro em sua finalidade legal.

Tabela 1. Destino das Receitas de *Royalties* do Petróleo na Esfera Federal (2003-2007)

(em R\$ milhões)

VINCULAÇÕES	2003	2004	2005	2006	2007	2003-2007
Total	9.394,2	10.314,8	13.173,1	16.543,5	14.668,1	64.093,8
(-) Transferências E&M	5.636,2	6.326,4	8.038,9	9.996,3	9.004,8	39.002,5
Subtotal Governo Federal (A)	3.758,0	3.988,4	5.134,2	6.547,2	5.663,4	25.091,3
(-) Defesa (Marinha)	253,6	169,9	486,2	376,7	535,6	1.822,0
(-) Ciência e Tecnologia	92,1	102,0	117,3	206,7	398,6	916,7
(-) Minas e Energia	11,0	19,8	69,4	117,3	147,6	365,2
(-) Meio Ambiente	48,5	95,7	109,4	24,8	3,5	281,9
Subtotal Aplicado (B)	405,2	387,3	782,4	725,5	1.085,3	3.385,7
Contingenciado (C=A-B)	3.352,8	3.601,1	4.351,8	5.821,8	4.578,1	21.705,6
% C/A	89,2	90,3	84,8	88,9	80,8	86,5

Fonte: Siga Brasil (Siafi/Senado Federal) in (AFONSO E GOBETTI, 2008, p. 249)

Desta forma, os autores concluem que mais de R\$ 21,7 bilhões das receitas de *royalties* de petróleo (80,8% do disponível para o governo federal) foram contingenciados e, embora não possam ser utilizados para quitação da dívida pública, constituem um ativo disponível na conta do governo federal no Banco Central, que serve como dedução no cálculo da dívida líquida do setor público.

(..) várias dessas vinculações são questionáveis à luz do princípio da justiça intergeracional, mas essa situação de elevado contingenciamento explicita um grau indesejável de “*financeirização*” com uma renda que deveria estar sendo aplicada em prol das gerações futuras. Em vez disso, o futuro está sendo hipotecado em nome de um equilíbrio financeiro presente, tanto no caso federal quanto no dos estados que anteciparam a receita dos anos vindouros para abater suas dívidas com a União. (AFONSO E GOBETTI, 2008, p. 249-250)

Quanto à utilização dos *royalties* pertencentes aos Estados nas negociações de suas dívidas com a União, em termos de *financeirização*, entendemos ser ainda mais grave. Com recursos dos *royalties*, o Estado do Rio de Janeiro, em 1999, operou uma securitização de sua dívida com a União. Através desta operação de repactuação da dívida do Estado com a União, este acordo antecipou a receita futura de *royalties* sobre o petróleo do Estado do Rio de Janeiro emitindo os CFTs (Certificados Financeiros do

Tesouro) títulos estes utilizados pelo Estado para pagamento de suas obrigações com a própria União, bem como para capitalização do Rio Previdência, o fundo de previdência dos servidores estaduais. Os CFTs antecipados pela União seriam resgatáveis em 181 parcelas mensais, cobrindo o período de novembro de 1999 a dezembro de 2014. Segundo Serra (2005, p.204)

Hipotecou assim, o Estado do Rio de Janeiro, importante parcela de seus recebimentos futuros, com ampla aceitação do governo federal, uma vez que a antecipação de *royalties* tratava-se de um título líquido e certo, e ainda indiretamente indexado ao dólar, uma vez que o *royalty* incide sobre o preço internacional do petróleo.

Pretendemos aprofundar a crítica da utilização dos *royalties* como garantia para repactuação da dívida do Estado do Rio de Janeiro com a União. Antes desta fase de *financeirização* das dívidas dos Estados com a União eram realizados acordos onde os governadores acabavam conquistando algum tipo de facilidade como perdão financeiro, em virtude da forma como se barganhava o apoio das bancadas estaduais em matérias de interesse do governo federal.

3.1. Internalização da dívida no Brasil

A década de 1990 traz consigo uma mudança importante no que diz respeito à composição da dívida líquida do setor público – DLSP ¹⁴, já detectada na década de 1980. Como aponta Giambiagi (1996), em 1981 a dívida líquida do setor público saiu de 23,7% do PIB para 50% nos anos de 1983 e 1985, voltando a recuar ao patamar de 40% do PIB em 1989 e 1990. Porém, a atenção passa a ser quase que exclusivamente para a temática da dívida líquida do setor público a partir do ano de 1995.

O processo de mudança da composição da dívida externa para interna traz para a década de 1990 um debate pouco explorado, mas muito recorrente dentro da história econômica brasileira, qual seja, a utilização do Estado como prestador em última

¹⁴ A DLSP é definida como o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não-financeiro e do Banco Central. Os saldos são apurados pelo critério de competência, ou seja, a apropriação de encargos é contabilizada na forma pro rata, independente da ocorrência de liberações ou reembolsos no período. Eventuais registros contábeis que não utilizam esse critério são corrigidos para manter a homogeneidade da apuração. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é utilizada como base para o cálculo do déficit público "abaixo da linha". Os saldos da dívida externa brasileira são primeiramente convertidos para dólar americano, e posteriormente convertidos para reais pela cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres. Diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida utilizado no Brasil considera os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dessa forma, a base monetária como componente da dívida, principalmente, pelo fato de constituir forma de financiamento, como será desenvolvido no item das necessidades de financiamento do setor público.

instância está presente portanto o problema do risco moral. Essa mudança na composição da dívida externa para interna com o crescimento exorbitante da parcela interna, é justificada por muitos economistas ortodoxos por duas razões. A primeira pelo processo de reconhecimento na época dos passivos não contabilizados que influenciou de maneira significativa esta explosão da dívida. O segundo fator foi à questão da desvalorização cambial que ocorreu em janeiro de 1999.

Goldafajn (2002) realça que o impacto de reconhecimento dos passivos por parte da União influenciou num aumento de 10% da dívida em relação ao PIB e a desvalorização cambial impactou em mais 15% do PIB, o que representou um crescimento total de aproximadamente 25% sobre o PIB o que é bem relevante.

Este cenário de crescimento da dívida interna líquida aliado a um brutal esforço fiscal realizado pela União, fruto de uma opção desenhada pelo grupo responsável pela economia brasileira na época, levou a um quadro extremamente frágil das finanças públicas.

Dentro dessa realidade os estados e municípios se colocam frente a sérios problemas de caixa herança destes enormes passivos descritos anteriormente e que atinge todos. Os estados juntamente com os municípios são levados a se submeter a essa situação dentro da ótica de poder hierárquica federativa. Buscam honrar suas obrigações sem uma perspectiva clara para equacionar a situação, até porque na grande maioria dos casos todos os ajustes foram realizados.

A década de 1990 traz consigo uma mudança importante no que diz respeito à composição da dívida líquida do setor público - DLSP, já detectada na década de 1980, como aponta Giambiagi (1996), em 1981 a dívida líquida do setor público saiu de 23,7% do PIB para 50% nos anos de 1983 e 1985, voltando a recuar ao patamar de 40% do PIB em 1989 e 1990. Porém, a atenção passa a ser quase que exclusivamente para a temática da dívida líquida do setor público a partir do ano de 1995, passando o enfoque a ser interno.

O processo de mudança da composição da dívida externa para interna traz para a década de 1990 um debate que se torna pouco explorado, mas muito recorrente dentro da história econômica brasileira, a utilização do Estado como salvaguarda, ou prestador em última instância. Essa mudança na composição da dívida externa para interna, enfatizando o crescimento exorbitante da dívida interna, é justificado por

muitos economistas ortodoxos, segundo os quais o processo de reconhecimento na época dos passivos influenciou de maneira significativa, somada à desvalorização cambial que ocorreu em janeiro de 1999.

Goldafajn (2002) realça que o impacto de reconhecimento dos passivos por parte da União influenciou num aumento de 10% da dívida em relação ao PIB, e a própria desvalorização cambial impactou em mais 15% do PIB, um aumento de 25% sobre o PIB, algo bem significativo.

Frente a esse cenário da dívida interna líquida, e do brutal esforço fiscal que se busca realizar pela União, fruto de uma opção desenhada pelo grupo dirigente responsável pela economia brasileira, vivemos hoje um quadro extremamente frágil das finanças públicas.

Dentro dessa realidade os estados e municípios se colocam de frente com os problemas de caixa, já que toda essa situação os atinge de maneira direta. Os estados juntamente com os municípios são colocados a se submeter a essa situação, dentro da ótica de poder hierárquica. Buscam honrar suas obrigações, sem uma perspectiva clara para melhor solução, até porque na maioria dos casos, todos os ajustes já foram feitos.

3.2. Caminho teórico do ajuste fiscal

No nascedouro do Plano Real, desequilíbrio fiscal foi apontado como o principal problema para a política econômica no Brasil. Apesar da queda da inflação para níveis muito baixos, os elevados déficits operacionais a partir de 1995 demonstrariam a inconsistência da política econômica e da estabilidade dos preços, dado inclusive o risco de elevação insustentável da dívida pública. Carvalho (2004) defende uma tese distinta¹⁵: o quadro fiscal foi decisivo para o sucesso do programa de estabilização, por permitir a utilização agressiva de instrumentos de política cambial e monetária e a absorção de seus custos pelo setor público

A capacidade de aumentar a receita tributária sem conflito político deu ao governo margem de manobra para acomodar o aumento dos gastos correntes e os custos de políticas fundamentais para o êxito do programa, notadamente a valorização real do câmbio e os juros altos, acionados intensamente como instrumentos antiinflacionários e de equilíbrio das contas externas. O aumento contínuo da receita permitiu também que fosse evitado o risco de uma trajetória explosiva para o endividamento público, em especial no biênio

¹⁵ Carvalho (2001) adota a tese de Tavares (1993): a estabilização supõe que o financiamento do setor público disponha de autonomia suficiente para absorver flutuações do balanço de pagamentos.

1998-99, quando o setor público assumiu os custos da defesa do regime cambial e de sua posterior ruptura, com a desvalorização de janeiro de 1999. Processo semelhante ocorreu nos anos anteriores, com a absorção dos custos do socorro ao sistema bancário e da consolidação de passivos herdados do passado. (CARVALHO, 2004, p. 2)

Segundo Carvalho (2004), nos primeiros meses do Plano Real, a dívida líquida do setor público - DLSP, medida como percentual do PIB, manteve a tendência de queda progressiva verificada desde 1993. A partir do segundo semestre de 1995, porém, a dívida voltou a crescer continuamente e o forte salto de 1998 alcançou o patamar de 50% do PIB, o que reforçou as análises pessimistas sobre sua evolução. Conforme Tabela 2.

Tabela 2. Dívida Líquida do Setor Público (1991-2003), em % do PIB ⁽¹⁾

DISCRIMINAÇÃO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Dívida Líquida Total	37,9	37,3	33,2	29,2	30,5	33,3	34,5	42,6	49,7	49,5	52,6	55,5	58,1
Governo Federal e Banco Central	12,7	12,2	9,7	12,6	13,2	15,9	18,8	25,4	30,4	31,0	32,8	35,3	36,9
Governos Estaduais e Municipais	7,2	9,3	9,4	9,7	10,6	11,5	13,0	14,4	16,4	16,3	18,3	18,5	20,2
Empresas Estatais	18,1	15,8	14,1	6,9	6,7	5,9	2,8	2,9	2,8	2,2	1,6	1,7	1,1
Dívida Interna Líquida	13,9	18,5	18,7	20,8	24,9	29,4	30,2	36,0	39,2	39,7	42,2	41,2	46,3
Governo Federal e Banco Central	-2,2	0,8	1,9	6,4	9,8	14,3	16,8	21,1	22,4	23,5	24,6	22,9	26,6
Títulos Públicos Federais	3,0	9,0	9,3	11,5	15,6	21,4	28,2	35,4	39,8	-	38,1	33,6	43,3
Fundo de Amparo ao Trabalhador-FAT	-1,3	-1,6	-1,7	-2,4	-2,6	-2,5	-2,6	-3,1	-3,2	-4,5	-4,9	-4,8	-5,6
Base Monetária	1,6	1,4	1,0	3,4	3,2	2,4	3,6	4,3	4,7	4,2	4,2	4,6	4,7
Outros Depósitos no BCB	1,1	1,4	1,4	2,7	2,7	3,5	3,8	2,1	1,5	1,3	1,4	3,5	3,6
Créditos do BCB a Inst. Financ.(2)	-0,4	-1,0	-0,2	-3,9	-5,1	-8,4	-7,7	-5,3	-3,9	-3,3	-1,7	-1,3	-1,1
Carteira de Fundos (3)	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-1,0	-0,3	-1,1	-1,5	-1,5	-2,7	-3,0	-3,4	-4,7
Renegociação c/ Estados (Lei 9496/97)	-	-	-	-	-	-	-5,5	-9,5	-12,7	-13,6	-13,9	-13,7	-15,4
Governos Estaduais e Municipais	6,1	8,2	8,3	9,4	10,3	11,2	12,5	13,7	15,5	15,3	17,2	17,1	19,0
Renegociação c/ União (Lei 9496/97)	-	-	-	-	-	-	5,5	9,5	12,3	12,0	12,3	12,0	13,5
Empresas Estatais (4)	10,0	9,5	8,5	5,0	4,9	3,9	0,9	1,3	1,3	0,9	0,4	1,2	0,7
Dívida Externa Líquida	24,0	18,8	14,5	8,5	5,6	3,9	4,3	6,6	10,5	9,8	10,4	14,3	11,9
Dívida Fisc. Líquida s/ privatização (5)	-	-	-	-	30,5	31,4	35,2	42,9	45,8	46,2	40,8	36,1	41,6
Ajuste Patrimonial Privatização (6)	-	-	-	-	-	-0,1	-1,6	-2,9	-3,8	-5,3	-4,8	-4,0	-4,1
Dívida Fisc. Líquida c/ privatização (7)	-	-	-	-	-	31,3	33,6	40,0	42,0	40,9	36,0	32,1	37,5
Ajuste Patrimonial - Outros (8)	-	-	-	-	-	2,0	0,9	2,7	7,7	8,6	6,2	5,8	5,9
PIB	0,1	1,8	53,4	524,2	683,3	809,3	894,6	912,2	1.039,8	1.139,3	1.255,7	1.587,7	1.570,4

(1) PIB dos últimos doze meses a preços do mês indicado, em R\$ bilhões. Deflator: IGP - DI centrado.

(2) Créditos do BCB a instituições financeiras: inclui trocas de títulos estaduais por federais e, provavelmente, empréstimos de liquidez e financiamentos do Proer.

(3) Inclui entidades autônomas e, a partir de junho de 1997, fundos constitucionais.

(4) Federais, estaduais e municipais

(5) Dívida fiscal líquida sem privatização: dívida líquida total menos ajustes patrimoniais (13 e 15).

(6) Recebimentos dos valores referentes às privatizações, até dezembro de 1995, incluídos em (15).

(7) Dívida fiscal líquida com privatizações: (12) + (14).

(8) Segundo o Boletim do BCB, o ajuste patrimonial (base dez/95) computa: emissão de títulos relativa ao aporte de capital do Banco do Brasil; a redução das aplicações do fundo da reserva monetária devido à decisão judicial envolvendo a liquidação dos bancos Comind e Auxiliar; securitização de dívidas; renegociação de dívidas de envolvendo a liquidação dos bancos Comind e Auxiliar; securitização de dívidas; renegociação de dívidas de Itaipu e Elettronorte junto ao SFN; fundos constitucionais; diferença na dívida externa resultante da conversão Itaipu e Elettronorte junto ao SFN; fundos constitucionais; diferença na dívida externa resultante da conversão dos saldos pela taxa de câmbio de final de período e dos fluxos pela taxa de câmbio média do mês.

Fonte: Banco Central do Brasil, Depec, série recebida por meio eletrônico. Há divergências com a tabela divulgada no Boletim do BCB. Elaboração do autor. *in* Carvalho (2004)

Ainda segundo o autor, os principais fatores responsáveis pela acentuada elevação da Dívida Líquida do Setor Público no período que se seguiu a implementação do Plano Real foram i) elevadas taxas de juros; ii) esterilização dos capitais externos atraídos pelas altas taxas de juros; iii) impacto cambial da crise de 1998; iv) socorro a

agentes econômicos em crise, em especial aos grandes bancos privados e públicos; e v) reconhecimento de dívidas passadas, os “esqueletos”.

A evolução do nível de endividamento do setor público brasileiro a partir de 1993 teria refletido, em boa medida, a absorção dos custos da estratégia de estabilização posta em prática pelo Plano Real, estratégia esta calcada na ampla liberalização comercial e financeira da economia em suas relações externas e no emprego das ancoragens cambial e monetária do nível de preços.

O autor ainda destaca três importantes mudanças na composição da dívida líquida do setor público entre 1991 e 1998: a "substituição" de dívida externa por dívida interna; a "troca" ou consolidação de dívida entre rubricas e níveis de governo; e o crescimento acelerado e posterior decréscimo da conta de créditos do Banco Central do Brasil (BCB) a instituições financeiras.

Para o propósito deste trabalho, importa-nos mais a segunda mudança que diz respeito à consolidação e à troca de dívidas entre níveis de governo. No caso de estados e municípios, a expansão da dívida mobiliária líquida indicada na Tabela 2¹⁶ não reflete inteiramente o crescimento do total de papéis em mercado, devido à absorção de parcelas relevantes pelo BCB, como parte do processo de renegociação das dívidas estaduais.

A partir de novembro de 1997, entre metade e dois terços da dívida mobiliária líquida informada na Tabela 2 foi colocada no BCB. Esta troca de ativos federais com estados e municípios passou a ser financiada no mercado, a custos mais baixos¹⁷.

Supõe-se que os títulos entregues ao BCB tenham sido lançados como ativo na conta de créditos a instituições financeiras, enquanto os títulos federais entregues em troca aos governos subnacionais aumentaram o estoque de títulos públicos federais. Supõe-se também que esses títulos, ou parte deles, juntamente com a maior parte da dívida bancária de estados e municípios, tenham sido consolidados na conta "renegociação com estados (lei 9496/97)", a partir do final de 1997. Essa hipótese explicaria a queda dos créditos a instituições financeiras e tornaria ainda mais preocupante o salto da conta de títulos federais em dezembro de 1997. (CARVALHO, 2004, p. 11)

¹⁶ Os juros altos impactaram mais fortemente a dívida mobiliária de estados e municípios devido ao custo de financiamento mais elevado no mercado e também porque, não houve a redução do estoque na monetização verificada nos primeiros meses do Plano Real, ao contrário do ocorrido com a dívida mobiliária federal

¹⁷ A União "trocou" parte expressiva das dívidas mobiliárias estaduais por títulos federais, como parte dos acordos de renegociação dos débitos dos governos subnacionais.

Vieira (2009) parte do ponto de que a liberalização financeira internacional implicou em mudanças substantivas no papel atribuído à política fiscal nos anos 1990. O autor aponta que na década anterior, o debate havia ficado centrado primordialmente nos efeitos inflacionários do déficit público, bem como nas repercussões negativas que os desequilíbrios orçamentários traziam para a evolução das contas externas do país. Além disso, sob a predominância da visão ortodoxa, segundo o autor, a controvérsia a respeito da capacidade da intervenção governamental impulsionar o produto e o emprego por meio de uma política calcada em gastos deficitários, nos moldes preconizados pelo modelo de inspiração keynesiana, havia sido superada, em favor do entendimento das supostas ineficácia ou inconveniência de tal ativismo fiscal.

O autor segue o raciocínio nos dizendo que novos desenvolvimentos teóricos, partindo dos princípios tratados antes pelas vertentes convencionais, ensejaram a adequação da política fiscal às exigências postas pelo aprofundamento da integração dos mercados financeiros domésticos, que deu vazão a movimentos desimpedidos de capitais voláteis e especulativos em busca permanente de valorização.

Sob este contexto de abertura e internacionalização financeiras, a situação orçamentária corrente dos governos nacionais permaneceu sob a atenção dos agentes econômicos privados, mas tornaram-se bem mais sensíveis as condições de solvência das contas públicas no longo prazo.

O foco recaiu sobre a sustentabilidade fiscal e, nesse sentido, passou a ser crucial o acompanhamento sistemático da capacidade efetiva do setor público fazer frente aos seus passivos, de modo a minimizar os riscos de default ou a adoção de medidas que viessem frustrar as perspectivas de rentabilidade das posições ativas dos investidores. A trajetória da dívida pública em proporção ao PIB transformou-se, assim, no indicador por excelência dos mercados e a sua estabilização ou recuo, ancorado na geração continuada de superávits primários, a meta perseguida obstinadamente pelos gestores das finanças governamentais com o intuito de afiançar o compromisso com o equilíbrio orçamentário intertemporal¹⁸ (VIEIRA 2009, p. 3)

Vieira (2009) traça em linhas gerais o percurso teórico de alguns modelos visando colocar questões que possibilitem contextualizar melhor a análise a ser feita a

¹⁸ Conforme Blanchard et al. (1990, p. 11 e 12), “a noção de sustentabilidade da política fiscal (...) depende de um conjunto de regras como também do nível da dívida herdada do passado. Por consequência, uma política fiscal sustentável pode se definir como uma política destinada a reduzir, ao longo do tempo, a relação da dívida em proporção ao PNB ao seu nível inicial (...) Para que uma política fiscal seja sustentável, o governo que acumulou dívida considerável deve prever executar, mais cedo ou mais tarde, superávits primários... suficientemente importantes (para fazer a relação dívida/PNB retornar ao seu nível inicial)”.

respeito do processo de reestruturação das finanças públicas estaduais a partir do Plano Real.

A primeira abordagem é a da equivalência ricardiana, destacando-se a que confere comportamento altruísta dos contribuintes em relação às gerações futuras (Elmendorf & Mankiw, 1998)¹⁹, o referido modelo estabelece algumas idéias que iriam, em grande medida, balizar outras elaborações teóricas subseqüentes. Em concordância com o princípio das expectativas racionais, um dos pressupostos é de que os agentes privados tomam decisões sob orientações prospectivas (*foward-looking*) tendo em conta a restrição orçamentária intertemporal do governo, no sentido de que sabem que o déficit público não pode ser indefinidamente financiado por meio da expansão da dívida.

Dessa forma, os agentes entendem que a execução corrente de gastos amparados em operações de crédito equivale, em verdade, a um aumento de impostos, porque a carga tributária deverá ser necessariamente acrescida em dado momento à frente com a finalidade de satisfazer os serviços da dívida. Para aliviar o ônus das próximas gerações, os agentes, então, elevariam a poupança no presente, em decorrência da comentada perspectivas de impostos maiores no futuro, de modo que o efeito multiplicador dos gastos públicos sobre o consumo será nulo, ao contrário do que predizia o modelo simples keynesiano. Nesses termos, o ativismo fiscal não só seria ineficaz em estimular a demanda agregada, como resultaria igualmente em efeitos colaterais indesejáveis: o crescimento da carga tributária e dos encargos do endividamento governamental suportado por toda a sociedade – donde deriva a exigência de uma política fiscal direcionada a assegurar o equilíbrio orçamentário de forma permanente. (VIEIRA 2009, p. 3-4)

Em resumo, os agentes privados tomam suas decisões à luz de uma avaliação precisa das condições de solvência das contas públicas no longo prazo.

A partir do mesmo pressuposto, qual seja, de que os agentes privados têm capacidade de avaliação prospectiva perfeita das condições fiscais e financeiras do governo, e levando tal suposição ao extremo, outra perspectiva teórica mais recente buscou demonstrar efeitos expansionistas sobre a demanda agregada derivados de consolidações fiscais, em aberto contraste às proposições de orientação keynesiana. A hipótese da contração fiscal expansionista sintetiza diversos desenvolvimentos teóricos

¹⁹ Prammer (2004, p. 36) observa que “os pressupostos em que a teoria Ricardo-Barro se baseia são muito fortes ... (e) mais importante, na literatura empírica, a equivalência ricardiana é muito ambígua, o que iria apoiar as dúvidas de Ricardo de que a sua idéia de equivalência poderia não funcionar na prática”. Da mesma forma, Hemming, Kell & Mahafouz (2002, p.7) sustentam que “horizontes temporais mais curtos, capacidade prospectiva menos perfeita, restrições parciais de liquidez, mercados de capitais imperfeitos e um desejo não altruísta de legar às futuras gerações parte da carga tributária atual podem restabelecer uma ligação mais forte entre a política fiscal e o consumo”. Ver o citado trabalho de Elmendorf & Mankiw (1998, p. 35 a 68) para uma discussão mais detida do modelo. (VIEIRA, 2007, p. 3)

no campo das finanças públicas, fundamentando, por isso mesmo, muito do debate e das reformas fiscais dos anos 1990. Pode-se dizer que a referida formulação teve como antecedentes diretos a discussão sobre os efeitos de deslocamento provocados pelo gasto público (*crowding-out*), proposta pelo enfoque monetarista, e o princípio das expectativas racionais da vertente novo-clássica.

Um elemento central na proposição da contração fiscal expansionista é o princípio das expectativas racionais, embora a idéia dos efeitos de deslocamento se vincule para clarificar o suposto da ineficácia e da inconveniência das políticas de gastos deficitários do governo como instrumento de estímulo à atividade econômica, nos moldes da crítica ortodoxa dirigida ao modelo simples de inspiração keynesiana.

Nesse sentido, deve ser realçado o entendimento de que o conteúdo das consolidações fiscais assume papel importante, devido aos sinais que emite aos agentes privados, considerados racionais e otimizadores na tomada de decisões. Medidas que visem reduzir a participação do governo proporcionalmente ao PIB, mensurada, no caso, pela magnitude das despesas públicas, teriam a capacidade de desencadear efeitos virtuosos sobre o setor privado, uma vez que os agentes econômicos formariam suas expectativas a partir de uma avaliação otimista das condições prospectivas da economia, antecipando uma redução da carga tributária no futuro. Assim, famílias aumentariam o consumo e empresas os investimentos correntes, assegurando o crescimento econômico sustentado. Por outra parte, é crucial, sob o ponto de vista dessa perspectiva analítica, a credibilidade do esforço fiscal anunciado pelo governo, que deve ser percebido como um programa irremediável de controle de gastos com vistas a assegurar a solvência e o equilíbrio estrutural e permanente das finanças públicas, de modo a transmitir confiança ao mercado, melhorando, com isso, as expectativas dos agentes privados. (VIEIRA 2009, p. 5)

Destaca-se que o comportamento dos agentes privados é delineado a partir do cálculo prospectivo dos riscos potenciais envolvidos nas suas decisões econômicas, a confiança de que a ação governamental estará compromissada com metas anunciadas de equilíbrio orçamentário permanente torna-se eixo basilar de qualquer política fiscal considerada “adequada” à estabilidade macroeconômica.

Além de regras institucionais rígidas direcionadas a coibir a ação discricionária do governo, com o fito de limitar a possibilidade de ruptura com os compromissos previamente fixados de sustentabilidade das contas públicas e, conseqüentemente, infundir confiança nos agentes privados, o modelo em referência cobra a subordinação da política fiscal à política monetária.

Tal hierarquização deriva de que a gestão orçamentária, no referido contexto de liberalização dos fluxos internacionais de capital, passa a funcionar também como

balizadora das decisões de composição dos portfólios de investimento dos participantes do mercado financeiro mundializado, influenciando, decisivamente, a evolução de outras variáveis macroeconômicas, mais especificamente as taxas de juros e de câmbio. Isso porque, na eventualidade de distúrbios que afetem as expectativas em relação às condições de solvência fiscal, os investidores acreditariam em riscos maiores de *default* por parte do governo, levando à liquidação preventiva de ativos, o que redundaria na fuga de capitais, para logo se refletir negativamente no câmbio e na inflação. Nesse quadro de instabilidade crescente, restaria à autoridade monetária a alternativa de elevar os juros a fim de conter o recrudescimento inflacionário. Juros mais altos, no entanto, resultariam no aumento do custo de rolagem dos passivos governamentais, realimentando, a um só tempo, os desajustes orçamentários, a deterioração da relação dívida/PIB e a piora da percepção de risco dos investidores quanto à trajetória sustentável das contas públicas. Novas pressões encadeadas sobre o câmbio e, posteriormente, sobre os juros se fariam presentes (BLANCHARD, 2004).

A partir desse ponto de vista, as proposições apontam no sentido de neutralizar a “dominância fiscal” a favor da conformação de um regime de “dominância monetária”, no qual os gestores das finanças públicas ficam encarregados de assegurar superávits primários em magnitude suficiente para estabilizar ou fazer recuar a relação dívida/PIB, seja qual for a taxa de juros estabelecida pela autoridade monetária de forma independente, de modo a manter as condições fiscais dentro dos parâmetros de solvibilidade de longo prazo exigidos pelos agentes participantes do mercado financeiro mundializado²⁰. A lógica de funcionamento do regime fiscal que se vem discutindo pode ser representada, de maneira sintética, da seguinte forma:

$$s \geq (r - g) * d / (1 + g)$$

A equação acima demonstra ser necessária, para estabilizar ou reduzir a relação dívida/PIB (d), a geração continuada de superávit primário (s) em montante equivalente

²⁰ Segundo Ramos & Tanner (2002, p. 6 e 11), “estritamente associada à sustentabilidade das contas públicas está a questão do ordenamento fiscal: qual variável ajusta para refrear a dívida pública? Potencialmente, o déficit primário (PDEF = G - T*) pode reagir a mudanças no valor real dos passivos, através de mudanças em G e/ou T* (...) Neste caso, a política monetária não está subordinada às exigências de financiamento fiscal. Por esta razão, este regime tem sido chamado de “dominância monetária” (DM). Alternativamente, se não houver essa resposta, o déficit primário é definido independentemente de qualquer passivo ou dispêndio real de juros. Neste caso, a política monetária é determinada pelas necessidades fiscais, sujeita à uma “dominância fiscal” (DF). E um regime DM é necessário para que a política monetária seja conduzida independentemente”. Esses citados autores e Blanchard (2004) retomam o debate a respeito da interação entre as políticas fiscal e monetária, a partir da análise do caso brasileiro.

ou superior ao total resultante da parte direita da expressão, cujo valor depende do comportamento dos juros reais (r) e da variação do PIB (g), bem como do estoque acumulado da dívida (d).

Fica explícito que o superávit primário (s) é a variável dependente, devendo ser ajustado de maneira irremediável para acomodar elevações das taxas de juros (r) e/ou reversões no ciclo econômico, traduzidas em menores índices de crescimento do PIB (g), a fim de manter a dívida (d) numa trajetória considerada sustentável pelos agentes privados. Em linha com as formulações antes comentadas, contrárias à intervenção discricionária das autoridades orçamentárias, tal configuração impõe um caráter pró-cíclico à gestão das contas públicas.

No entanto, que a austeridade fiscal permanece como premissa básica a ser observada em qualquer contexto macroeconômico, cobrando superávits primários permanentes para controlar a evolução da relação dívida/PIB, o que estabelece limites estreitos à ação governamental mesmo durante fases de expansão da atividade econômica. Nessa referida abordagem, a política fiscal, sobredeterminada por um conjunto extenso de fatores condicionantes que extrapolam a órbita estritamente orçamentária, perde autonomia, ficando subordinada às expectativas formadas pelos investidores acerca da rentabilidade esperada e dos prováveis riscos envolvidos nas suas escolhas de alocação de recursos financeiros, ao mesmo tempo em que deixa de ser considerada como instrumento disponível de regulação da demanda agregada. (VIEIRA 2009, p. 7)

A terceira abordagem sublinhada por Vieira (2009) trata a questão fiscal relacionada à aplicação das regras orçamentárias no âmbito de sistemas federativos. Segundo o autor, o entendimento foi quanto à necessidade de uniformização dos arranjos institucionais, no sentido de que as normas e diretrizes estabelecidas no plano nacional fossem compulsoriamente estendidas também aos níveis inferiores de governo, cujo objetivo, de modo geral, seria o de evitar que o conjunto da federação viesse a arcar com eventuais ônus decorrentes de “descalabros” fiscais e financeiros cometidos por um único ente em particular, bem como permitir o compartilhamento dos custos derivados de programas de consolidação entre a União e as demais instâncias subnacionais:

O caso de regras subnacionais é especialmente forte quando um país, como a Argentina ou o Brasil, é confrontado com uma tarefa de grande ajuste fiscal que não pode ser cumprida pelo governo central sozinho. De fato, tal como na UE, maior é a necessidade de aplicar regras subnacionais para reagir ao risco moral que possa surgir no âmbito dos governos subnacionais (ou dos governos nacionais da UE) ao incorrerem em desequilíbrios fiscais com repercussões sobre os custos de financiamento do conjunto da federação. O princípio fundamental subjacente nestes argumentos é que as regras - e, de modo geral, a legislação de responsabilidade fiscal - precisam de ser impostas

ao correspondente nível do governo, isto é, o locus da accountability para a execução de políticas (KOPITS, 2001, p.12 *apud* VIEIRA, 2009 p 7-8).

Nessa perspectiva teórica, o enquadramento dos governos subnacionais visa induzi-los a convergir para a meta mais ampla de solvência das contas públicas no longo prazo, a partir do estabelecimento de quatro princípios diretivos básicos: i) equilíbrio orçamentário obrigatório; ii) restrição ao endividamento; iii) limitação ao aumento de despesas, e iv) limitação ao incremento da carga tributária.

A busca de “homogeneização” das regras fiscais no âmbito de sistemas federativos, redesenhando, em grande medida, as relações intergovernamentais até então prevalecentes, foi imposta pelo novo contexto de vertiginosa desregulação financeira mundial nos anos 1990, sobretudo para as nações federadas de longo passado macroeconômico conturbado, premidas a “ajustar” suas políticas econômicas às exigências de previsibilidade dos cenários futuros e de rentabilidade esperada dos investidores privados internacionalizados a fim de se credenciarem como receptoras de substantivos fluxos de capitais voláteis e especulativos, bem como de inversões estrangeiras diretas (FIORI, 1995).

Em países como o Brasil, em que os governos estaduais controlavam bancos públicos de porte relevante, mantinham expressiva participação em atividades econômicas estratégicas por meio de empresas estatais e detinham passivos de grande potencial instabilizador, a adesão desses entes federativos aos novos marcos institucionais fixados como os mais convenientes para a ação do setor público em prol da sustentabilidade fiscal tornou-se forçosa (LOPREATO, 2002).

Vieira destaca deste percurso teórico que:

(...)esses renovados paradigmas teóricos, ao reafirmarem a rejeição às possibilidades de a política fiscal ser manejada com o intuito de fazer frente a problemas de insuficiência de demanda, delinearam as bases de um regime consoante com as exigências postas pela liberalização financeira internacional, que havia aprofundado a mobilidade de capitais voláteis e especulativos e cobrado estabilidade, mas também previsibilidade na condução da política macroeconômica. O arcabouço institucional daí emergente apontou para a fixação de restrições ao endividamento e limites à expansão de gastos e de tributos, bem como a subordinação da política fiscal à política monetária, cerceando a ação discricionária dos gestores das finanças governamentais, cuja atribuição passou a ser a geração compulsória de superávits primários em magnitude suficiente para afiançar, aos agentes participantes do mercado financeiro mundializado, o compromisso inabalável com a solvência das contas públicas no longo prazo. No âmbito dos sistemas federativos, foi reclamada coesão das autoridades governamentais, tornando obrigatória a aderência das instâncias subnacionais a esses mesmos marcos mais rígidos de disciplinamento fiscal. De maneira geral, como se buscará

discutir na próxima seção, foram tais paradigmas que balizaram o processo de ajuste das finanças estaduais promovido pelo governo brasileiro após a implementação do Plano Real. (VIEIRA, 2009 p 8-9).

3.3. Processo de endividamento nos estados da federação

O federalismo foi introduzido no Brasil pela Carta Republicana em 1891. Segundo Mora (2002), o deslocamento de poder inseriu-se em um processo de cessão de competências do governo central aos subnacionais. Pelo fato de o federalismo ter se constituído sem um processo histórico motivado por um poder local forte, a negociação pela autonomia sempre pautou as relações intergovernamentais no Brasil.

Fiori (1997) nos traz que a mudança apresentada no novo papel do Estado periférico, simplificada através do conceito de “ajustes fiscais”, implicaria em uma grande reforma patrimonial e em profundas alterações na pactuação federativa, tendo como expressões diretas os processos de privatização das empresas estatais, a reestruturação dos sistemas de previdência pública, a redução do número de trabalhadores no setor público, com uma política de austeridade, arrocho salarial e a revisão completa das relações intergovernamentais, conforme ressalta.

A questão não é o fato do endividamento, senão as suas características, seu uso, dimensão e sua origem e desenvolvimento. No caso do Brasil dos anos 1990, fica evidente que a evolução da dívida pública não foi para financiar um ramo estratégico da economia ou desenvolver o setor produtivo como um todo. Na verdade, o que o Brasil realizou nos últimos trinta anos foi um processo de ajuste patrimonial, com a justificativa de gerar liquidez e abater o principal da dívida.

Mora (2002) nos diz que se desenvolveu um conceito às peculiaridades do federalismo brasileiro. São consideradas como relações intergovernamentais as transferências legais e as negociadas e, também, o endividamento subnacional. Esta última categoria pode ser considerada como tal por especificidades na regulamentação e na concessão de financiamentos por parte da União (ou de instituições federais) aos governos subnacionais. A conceituação de endividamento dos governos subnacionais no Brasil como forma particular de relacionamento intergovernamental, o que não significa igualar esse mecanismo ao das transferências, pois enquanto as primeiras são a fundo perdido o endividamento implica contrapartida no futuro. Segundo Mora (2002, p.2):

A regulamentação do endividamento subnacional, segundo a Constituição de 1988, é de competência do Senado, cujas atribuições incluem o

estabelecimento de limites e a permissão para novas operações. Por sua vez, cabe ao Banco Central conceder habilitação a entes da Federação para entrar no mercado mobiliário, assim como autorizar a emissão de novos títulos. Além do mais, as resoluções do Banco Central normatizam o endividamento do setor público e, por extensão, dos estados e municípios

Lopreato (2002) discute as condições de financiamento estadual e suas relações intergovernamentais, dada a heterogeneidade da federação brasileira. Para isto, parte de quatro grandes movimentos: o início do período republicano, quando os estados detinham autonomia nas suas formas de atuação. Depois passa pelo processo de centralização tributária com as Reformas de 1964, atravessa um período de crise nas condições de financiamento nos anos de 1980 e, por fim, chega à fase de renegociação das dívidas estaduais.

Para este trabalho, importa-nos mais o último movimento, pois é o que permite explicar o atrelamento das receitas de *royalties* do petróleo no acordo para pagamento da dívida do Estado do Rio de Janeiro à União. Porém, ainda assim, cabe brevemente trazer a tônica dos três primeiros movimentos.

O período anterior às reformas de 1964 é marcado por uma estrutura fiscal montada para atender aos interesses das várias unidades da federação e preservar assim a força do poder central. Nas palavras do autor:

“O caráter federalista do governo garantiu liberdade às frações dominantes locais e poder de gerir os próprios interesses. Porém, simultaneamente, engendrou um governo central instrumentalizado, capaz de atender aos requerimentos necessários à acumulação dos complexos regionais e manter a reprodução global do sistema” (LOPREATO 2002, p. 10)

Desta forma, a presença do Estado garantiu a existência do que Lopreato chamou de pacto oligárquico. Este pacto permitia articulações com o orçamento federal para sanar crises financeiras dos Estados.

Com a edição do AI-5 e as reformas do PAEG, o novo regime político permitiu a centralização tributária e financeira na esfera federal e uma reformulação nas condições de financiamento público. Porém, a perda da autonomia dos Estados fora compensada pela busca de outras fontes de financiamento, passando a depender de endividamento externo e acesso a recursos internos através de articulações de empresas e bancos estaduais. Esta estrutura favoreceu a expansão dos gastos das estatais em

detrimento das despesas do tesouro e transferiram para os agentes financeiros parte das dificuldades de financiamento.

O crescimento acelerado do período permitiu expansão dos gastos sem comprometer a situação financeira dos estados, mas o deslocamento das necessidades de financiamento em relação à base fiscal deixou os Estados presos à continuidade do fluxo de recursos federais e à ampliação de novos créditos.

Podemos adicionar aos argumentos de Lopreato (2002), a análise que Mora (2002) faz do endividamento estadual, que assim como destacado no primeiro capítulo deste trabalho tem como ponto de inflexão a década de 1970. Como alternativa à gestão tributária centralizadora, característica do governo militar. A Reforma Tributária de 1966 e a Reforma Administrativa de 1967 participaram do processo de esvaziamento político-econômico dos governos subnacionais. Paralelamente, mudanças observadas, em 1965, na oferta de crédito associadas ao nascente mercado de títulos governamentais, aos fundos federais de investimento e ao endividamento no exterior permitiram a expansão da dívida do setor público.

O desequilíbrio financeiro observado na década de 70 foi agravado pela crise do padrão de financiamento na década de 80. A adoção pelo governo federal do programa de ajuste fiscal preconizado pelo FMI em 1982 dificultou o financiamento do setor público por meio de endividamento interno, já que uma das metas estava associada ao déficit público. Mesmo assim, o desempenho das finanças estaduais foi alvo de críticas do Fundo na medida em que tornava impeditivo o cumprimento das metas do programa. Em 1983, a Resolução 831 do Banco Central impôs limites nominais ao crescimento do financiamento do setor público junto ao sistema financeiro nacional, o que mais uma vez atingiu os governos subnacionais. . (MORA, 2002 p. 6).

A ruptura do padrão de financiamento do setor público, segundo a autora, repercutiu direta e indiretamente sobre o setor público estadual. Os estados assistiram a cortes no fluxo de recursos externos e queda na receita fiscal devido às implicações recessivas do ajuste sobre a economia e pela redução das transferências federais como consequência da maior restrição orçamentária federal.

Ao longo da década de 1980, dado o colapso do padrão de financiamento, levou os gestores das finanças estaduais a concentrarem seus esforços na administração do desequilíbrio financeiro. A negociação de recursos junto à União foi marcada tanto na disputa pelas transferências voluntárias, quanto nas iniciativas para financiar a rolagem da dívida. Diante desse quadro, a Constituição de 1988 institucionalizou o processo de descentralização fiscal, o que, nesse contexto, indicava maior autonomia aos governos

subnacionais. No entanto, a possibilidade de que os aumentos de receita previstos pela Constituição fossem consumidos no pagamento dos encargos da dívida, já era uma hipótese bastante presente nas análises fiscais.

Ainda sob a construção argumentativa de Mora (2002), em 1989, ocorreu a primeira rodada de refinanciamento da dívida estadual via Lei 7.976/89 que regulamentou os critérios de rolagem da dívida externa dos governos subnacionais com prazo de vencimento até 01/01/1990, regularizando as operações que vinham transcorrendo por intermédio dos Avisos MF30²¹.

Assim, o acompanhamento do endividamento estadual na década de 1990 foi feito a partir da utilização alternada de estatísticas produzidas pelo Banco Central [Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e Dívida Mobiliária por Unidade da Federação] e pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) — estrutura da dívida estadual em 1996.

Segundo Mora (2002), a Lei 8.727/93 reescalou, na esfera estadual, dívidas com instituições federais da ordem de R\$ 43 bilhões²². Destaca a autora que a Emenda Constitucional 3/93 proíbe a emissão de novos títulos que não tivessem por finalidade financiar o déficit operacional referente à dívida mobiliária. No entanto, a dívida líquida do setor subnacional atingiu, em 1996, R\$ 134 bilhões, como mostrado na Tabela 3. Apesar disso, o moderado crescimento da dívida renegociada e o equacionamento do passivo externo, o endividamento subnacional encontrava-se 85% superior àquele do início da década de 90. Como resultado dessa trajetória, observou-se o aumento do peso da dívida líquida subnacional na total.

O principal foco de aceleração da DLSP subnacional foi a dívida mobiliária, que, a despeito da Emenda Constitucional 3/93, entre janeiro de 1991 e dezembro de 1996, explicou R\$ 50 bilhões do aumento total de R\$ 60 bilhões. *Com uma taxa de crescimento média de 21% a.a., a dívida mobiliária dos estados assumiu uma velocidade superior à contratual e, em 1996, representava 57% da dívida interna* (MORA, 2002 p. 8).

²¹ Empréstimos-pontes do Tesouro que financiavam a rolagem da dívida externa vencida dos governos subnacionais.

²² As dívidas da administração estadual direta participaram com 59%; os restantes 41% foram distribuídos na administração indireta, basicamente, entre entidades de crédito imobiliário (58%), companhias de saneamento (28%) e concessionárias de energia elétrica (14%).

Tabela 3. DLSP: dívida dos governos subnacionais — 1991-1996

	(Em R\$ milhões de dezembro/2000)					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Governos subnacionais	72.022	90.236	90.714	91.940	113.412	133.693
Interna	60.921	79.621	80.817	88.690	109.868	129.388
Dívida mobiliária	24.009	32.518	36.121	44.837	61.816	74.084
Dívida bancária e de entidades autônomas	30.308	41.145	38.392	31.877	39.090	45.434
Aviso MF-30	11.295	10.405	9.255	5.478	4.674	4.230
Dívida renegociada (Lei 8.727/93)	0	0	0	11.031	11.560	12.083
Externa	11.102	10.615	9.897	3.250	3.544	4.305
Governos subnacionais (nº índice 1991 = 100)	100	125	126	128	157	186
Interna	100	131	133	146	180	212
Dívida mobiliária	100	135	150	187	257	309
Dívida bancária e de entidades autônomas	100	136	127	105	129	150
Aviso MF-30	100	92	82	48	41	37
Dívida renegociada (Lei 8.727/93)				100	105	110
Externa	100	96	89	29	32	39

Fonte: Banco Central *in* Mora (2002).

Mora (2002) identifica dois períodos distintos, cujo ponto de inflexão foi dado pela Emenda Constitucional 3/93. Entre 1994 e 1996 a dívida cresceu quase que exclusivamente em decorrência da capitalização dos juros ao principal, com a velocidade pautada pela taxa de juros de mercado e condicionada à política monetária adotada pelo governo federal²³. A dívida, nesse período, praticamente duplicou exclusivamente para financiar o déficit operacional subnacional. Desta forma, os estados se viram, então, com um desequilíbrio patrimonial fora do seu controle.

O acelerado crescimento da dívida mobiliária redefiniu a participação desta na dívida subnacional. Deve-se dizer que, pelas especificidades na captação de recursos por meio de títulos, poucos estados e municípios realizaram esse tipo de transação. **Em 1996, São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul respondiam por mais de 90% do total. Essas UF's ficaram, então, vulneráveis à política monetária.** (MORA, 2002 p. 9. **Grifo nosso**).

²³ A política monetária restritiva foi um dos pontos de sustentação do Plano Real. A taxa de juros real observada no overnight (lastreado em títulos federais) chegou a atingir valores superiores a 30% a.a., em 1995. A política monetária condiciona indiretamente a velocidade de crescimento da dívida dos governos subnacionais, pois a taxa de juros dos títulos federais serve como referência para o restante das operações de crédito da economia, inclusive aquelas realizadas por outros níveis de governo.

Para afastar a possibilidade de insolvência entre as UFs e em resposta à crescente dificuldade para colocar títulos estaduais no mercado, o Banco Central reiniciou, em 1994, a troca desses por títulos federais, prática verificada, segundo Mora (2002) em momentos de elevadas taxas de juros. Esse arranjo sancionou o endividamento dos governos estaduais e permitiu que a solução fosse postergada.

A autora ainda destaca que a dívida bancária também cresceu bastante no período, particularmente após 1994. Entre os componentes da dívida bancária chama atenção as operações de Antecipações de Receita Orçamentária (ARO), uma parcela da dívida renegociada sob o amparo da Lei 8.727/93, dívidas junto a instituições federais e entidades públicas não-federais (nesta última, encontram-se os bancos estaduais).

É possível resumir os argumentos de Mora (2002) para o período pré-acordo de refinanciamento das dívidas estaduais em 1997, nas duas citações abaixo.

Observa-se que estados com dívidas atreladas à taxa de juros de mercado estabeleceram relações de dependência com o poder central, pois o financiamento do déficit operacional referente à dívida mobiliária foi viabilizado pela operação de troca de títulos estaduais por federais, assim como o refinanciamento das AROs. Diante disso, constata-se que, paradoxalmente, **quanto maior era a dívida estadual federalizada (ou seja, junto à União), maior a autonomia do estado ante o poder central.** (MORA, 2002 p. 10. **Grifo nosso**).

[...]

Pode-se estabelecer uma hipótese para o que, de fato, ocorreu. A estrutura do endividamento em 1996 refletia as alternativas de crédito dos governos subnacionais nas décadas anteriores. **Ao longo da década de 70**, as restrições ao endividamento dos governos subnacionais estimularam o crédito por meio de operações extralimites (realizadas predominantemente junto ao governo central). Além disso, nessa época, **a abundância de recursos no mercado internacional estimulou a contratação de operações de crédito junto ao exterior. Nos anos 80, a interrupção do fluxo de recursos provenientes do exterior e a restrição orçamentária da União induziram os estados de maior poder aquisitivo a captar recursos por meio de títulos.** Já no início dos anos 90, a Emenda 3/93 reduziu ainda mais as fontes de crédito. Provavelmente, os déficits primários, desde então, foram financiados primordialmente por intermédio das instituições financeiras estaduais e das operações de antecipação de receita orçamentária. (MORA, 2002 p. 14. **Grifo nosso**).

Os dados das tabelas 4 e 5, elaborados a partir do texto de Mora (2002), mostram que apesar de a composição da dívida estadual ter sido afetada pelo crescimento acentuado da dívida mobiliária, o que determinou a estrutura do endividamento foi o processo que a gerou. *A distribuição regional da dívida renegociada, muito concentrada em termos relativos nas regiões de menor poder aquisitivo, corrobora tal hipótese. Constata-se, então, a existência de um padrão de endividamento regional.*

Esse padrão condicionou o crescimento da dívida, com implicações sobre estoque e distribuição regional. (MORA, 2002 p. 13).

Tabela 4. Dívida anterior ao refinanciamento (outubro 1996)

(em R\$ milhões de 2000)

Regiões / UFs	Fundada						Flutuante		Total
	Mobiliária	Externa	Contratual						
			Setor público			Outros credores	Total		
			Tesouro	Outros federais	Não-federais				
Brasil	61.858	14.836	59.066	6.363	40.340	820	106.589	11.031	194.314
Região Norte	-	892	3.745	906	273	34	4.958	2.053	7.904
Região Nordeste	2.846	2.789	18.270	1.912	62	7	20.251	882	26.768
Região Sul	10.712	2.341	8.312	543	1.737	-	10.592	1.297	24.943
Região Centro-Oeste	1.593	2.077	9.376	1.860	355	513	12.104	1.499	17.273
Região Sudeste	46.707	6.736	19.363	1.141	37.914	266	58.683	5.300	117.426
Minas Gerais	12.417	1.225	3.367	163	1.195	-	4.725	925	19.293
Espírito Santo	169	312	983	166	-	23	1.172	781	2.434
Rio de Janeiro	8.202	254	3.342	603	588	89	4.622	236	13.315
São Paulo	25.919	4.944	11.670	209	36.131	155	48.165	3.357	82.385

Fonte: STN in Mora (2002)

Tabela 5. Distribuição em % da dívida anterior ao refinanciamento (outubro 1996)

(Distribuição em %)

Regiões / UFs	Fundada						Flutuante		Total
	Mobiliária	Externa	Contratual				Total		
			Setor público			Outros credores			
			Tesouro	Outros federais	Não-federais				
Brasil	32	8	30	3	21	0	55	6	100
Região Norte	0	11	47	11	3	0	63	26	100
Região Nordeste	11	10	68	7	0	0	76	3	100
Região Sul	43	9	33	2	7	0	42	5	100
Região Centro-Oeste	9	12	54	11	2	3	70	9	100
Região Sudeste	40	6	16	1	32	0	50	5	100
Minas Gerais	64	6	17	1	6	0	24	5	100
Espírito Santo	7	13	40	7	0	1	48	32	100
Rio de Janeiro	62	2	25	5	4	1	35	2	100
São Paulo	31	6	14	0	44	0	58	4	100

Fonte: STN in Mora (2002)

A partir destas tabelas, Mora (2002) construiu um quadro para determinar o padrão de financiamento estadual e analisar a distribuição regional da dívida

Quadro 1. Padrões de financiamento estadual

(Em %)			
Grupo	Estados	Renegociada	Mobiliária
I	Norte e Nordeste	Maior do que 60	
II	Centro-Oeste (menos DF)	45 a 60	10
III	Sul (menos RS)	30 a 40	10 a 25
IV	MG, RJ e RS	Menor do que 25	60
V	SP	Menor do que 15	30

Fonte: Mora (2002)

Para nosso argumento importa destacar o grupo IV, cujos estados contribuem com mais de 20% na formação do Produto Interno Bruto (PIB) nacional. Sua participação na dívida total (25%) é superior à sua participação na receita líquida dos estados. De acordo com Mora (2002, p.16):

Considerando-se que a dívida estadual atingiu, em 1996, R\$ 177 bilhões, contra uma receita disponível de R\$ 65 bilhões, pode-se afirmar que esses estados se confrontavam com uma situação de desequilíbrio financeiro grave. Como esse grupo se caracterizava pela elevada participação da dívida mobiliária na composição da dívida, pode-se inferir que a sua participação vis-à-vis o restante da amostra estava associada ao crescimento acelerado daquele tipo de dívida.

A autora conclui que a reestruturação dessas dívidas caracterizou-se pela compatibilização entre a capacidade de pagamento dos estados e as condições de financiamento adequadas. A atualização da dívida por taxas de juros subsidiadas protegeu os estados das oscilações da taxa de juros. Assim, o peso dessas modalidades na composição determinou, em grande medida, o grau de vulnerabilidade dos estados diante das oscilações da taxa de juros. Segundo Mora (2002, p. 17):

Identificam-se, então, implicações sobre a autonomia dos estados. Inicialmente, o atrelamento da dívida mobiliária à taxa de juros federal aumentou a vulnerabilidade dos estados diante da política monetária adotada pelo governo central. Em segundo lugar, a troca de títulos estaduais por federais no Banco Central poderia ser suspensa a qualquer momento, já que a operação tinha um caráter informal. Como esta operação decorreu de uma avaliação negativa do mercado sobre a situação dos estados, caso o Banco Central decidisse não renovar a operação de vendas a termo os estados estariam à beira da insolvência. Em terceiro lugar, o estoque da dívida atingiu valores tão elevados que indicavam perda de autonomia fiscal, porque, em algum momento, o saldo devedor deveria ser liquidado. A existência de um passivo elevado afetaria o processo de descentralização, na medida em que sua liquidação alteraria a disponibilidade de recursos fiscais disponíveis para o gasto dos estados em outras despesas.

O recorte que estamos propondo para melhor compreender as escolhas com as rendas petrolíferas é consubstanciada por Lopreato no trecho abaixo:

A crise dos anos 80 marcou o momento de colapso da estratégia de financiamento da economia brasileira baseada em recurso externos e o movimento de fragilização financeira dos diferentes segmentos do setor público brasileiro. A partir deste momento assistiu-se ao colapso do padrão de financiamento estadual criado nas reformas de 1964, com a perda de funcionalidade das condições de financiamento atreladas à continuidade da contratação de empréstimos e da expansão das relações financeiras com a esfera federal. (LOPREATO 2002, p. 12)

Podemos destacar, em Lopreato (2002), as seguintes mudanças neste novo contexto i) o aprofundamento das medidas de cunho liberal, que exigiam da política macroeconômica coerência e coesão internas, necessitando o ajuste federal do ajuste das esferas de governo subnacionais; ii) a própria condição débil das finanças estaduais, que ampliou sobremaneira o poder de barganha do governo federal; iii) a adoção de um novo paradigma de repactuação das dívidas, onde o poder federal colocava em negociação, como exigência, o próprio aprofundamento das reformas liberais pelos estados endividados, conquistando assim, paulatinamente, compromissos de saneamento e privatização de companhias e bancos estaduais.

Serra (2005) ressalta que a utilização pelos estados do expediente de antecipar os *royalties* via injeção de recursos federais, ou abatimento de suas dívidas, pode ser interpretada como conquista dos governadores, em um ambiente tão desfavorável de negociação com o governo federal, principalmente depois de concluídas as privatizações estaduais.

O que pode ser tratado como lamentável é a abertura desta possibilidade de utilização dos *royalties*, de sua *financeirização*; radicalmente contraria a uma política de desenvolvimento preocupada com as gerações futuras. *Financeirização* esta cujo resultado é um recrudescimento da centralização dos *royalties* na instância federal, sem, contudo, qualquer vinculação com políticas públicas específicas, a não ser a da proteção macroeconômica. (SERRA, 2005. p. 204)

3.4. O acordo de refinanciamento dos Estados

Como pudemos observar, em 1996 a crise financeira ocupava um espaço de destaque na agenda estadual. Este desequilíbrio é examinado a partir de indicadores que associam serviços da dívida com a capacidade de pagamento (relação juros da dívida

mobiliária/receita corrente líquida) e estoque de dívida e receitas (indicador de meta fiscal). Mora (2002) com base nas leituras de Afonso nos traz que:

O estoque de dívida não é necessariamente a variável mais importante para avaliar a situação financeira dos estados, pois serão as condições de financiamento que determinarão a capacidade de um determinado estado conviver com um certo estoque. Deve-se ressaltar, no entanto, que dimensionar o estoque é particularmente relevante nos casos de endividamento muito elevado, pois intuitivamente indica a sustentabilidade da dívida. (MORA, 2002, p. 18)

E segue seu raciocínio nos dizendo que na relação juros da dívida mobiliária/receita líquida real obteve-se uma *proxy*, com base nos dados de dívida mobiliária, do superávit primário necessário para cobrir o déficit operacional, ou seja, o resultado para se evitar que a dívida não assumisse trajetória explosiva.

O Banco Mundial sugeria, como ideal, um estoque de dívida igual à receita disponível. Embora se note alguma dispersão entre os estados, observa-se a presença de desequilíbrios em regiões pobres e ricas, particularmente em estados cuja dívida renegociada tinha peso menor. Pode-se dizer que a política monetária restritiva agravou o desequilíbrio financeiro estadual (MORA, 2002)

A tabela 6 mostra o indicador de meta fiscal em 1996

Tabela 6. Indicador de meta fiscal — (1996) Relação entre a dívida estadual e a receita corrente líquida

(Em R\$ milhões de 2000)			
UF	Dívida estadual	Receita corrente líquida	Indicador de meta fiscal
Região Norte	7.904	8.079	0,98
Acre	966	598	1,62
Amazonas	2.064	2.716	0,76
Pará	1.575	2.066	0,76
Rondônia	2.092	754	2,77
Amapá	232	665	0,35
Roraima	77	414	0,19
Tocantins	897	866	1,04
Região Nordeste	26.768	18.346	1,46
Maranhão	3.052	1.675	1,82
Piauí	2.334	1.109	2,11
Ceará	3.152	2.776	1,14
Rio Grande do Norte	1.191	1.191	1,00
Paraíba	2.076	1.559	1,33
Pernambuco	4.180	2.955	1,41
Alagoas	1.701	1.091	1,56
Sergipe	1.477	1.109	1,33
Bahia	7.604	4.882	1,56
Região Sudeste	117.426	49.805	2,36
Minas Gerais	19.293	8.832	2,18
Espírito Santo	2.434	2.284	1,07
Rio de Janeiro	13.315	7.370	1,81
São Paulo	82.385	31.319	2,63
Região Sul	24.943	16.564	1,51
Paraná	5.472	5.536	0,99
Santa Catarina	4.554	3.701	1,23
Rio Grande do Sul	14.917	7.326	2,04
Região Centro Oeste	17.273	10.101	1,71
Mato Grosso	4.259	1.552	2,74
Mato Grosso do Sul	3.709	1.221	3,04
Goiás	8.214	2.255	3,64
Distrito Federal	1.092	5.072	0,22
Total	194.314	102.895	1,89

Fonte: STN in Mora (2002, p. 24.)

A autora ressalta a gravidade o desequilíbrio financeiro, tomando a receita como parâmetro, observou que o estoque estava muito acima do considerado ideal. Por outro lado, o crescimento da dívida, propulsionado pela taxa de juros, implicaria, para alguns estados, a necessidade de comprometimento da receita quase integral somente para capitalizar os juros ao principal. Considerando-se a capacidade dos governos estaduais em alcançar superávits primários positivos, esse padrão de financiamento pode ser tachado de inadequado e contribuiu para a exacerbação do desequilíbrio financeiro.

A partir deste cenário, a discussão centrou-se nos instrumentos que os estados dispunham para conter este desequilíbrio, pois quando desajustes financeiros adquirem determinada magnitude, políticas fiscais não conseguem revertê-los.

Deste modo, entrou em pauta a discussão de alternativas para compatibilizar a capacidade de pagamento dos estados com o estoque de dívida para reverter a trajetória explosiva do endividamento. Gradualmente foi delineando-se uma solução da qual o governo federal participasse, afinal a União não tem, na prática, qualquer limite para expansão da dívida em títulos ou base monetária e poderia absorver mais facilmente o estoque de dívidas estadual.

Entre 1996 e 1997, a falta de alternativas de financiamento de longo prazo na economia terminou por levar a União a articular um acordo de refinanciamento. Para tanto, o Programa de Apoio à Reestruturação Fiscal e Financeira foi lançado e, parametrizado pela Lei 9.496/97, patrocinou o que pode ser considerado como a terceira rodada de refinanciamento da dívida.

O empréstimo foi condicionado à realização de um abrangente ajuste fiscal e patrimonial e ao cumprimento de metas ou compromissos estabelecidos para cada UF e presentes em todos os contratos quanto a:

- a) dívida em relação à receita líquida real (RLR);
- b) resultado primário;²⁴
- c) despesas com funcionalismo público;
- d) arrecadação de receitas próprias;
- e) privatização, permissão ou concessão de serviços públicos;
- f) reforma administrativa e patrimonial; e

²⁴ diferença entre as receitas e despesas não-financeiras

g) despesas de investimento em relação à RLR²⁵.

Mora (2002) destaca que o ajuste fiscal, isoladamente, não permite a superação do problema na esfera financeira; contudo, a esfera fiscal condiciona a capacidade de superação da crise financeira, pois esta, em certa medida, define a capacidade de pagamento, pelos governos subnacionais, dos encargos da dívida.

A Lei 9.496/97 autorizava a União a assumir a dívida mobiliária, assim como outras operações de crédito interno e externo ou de natureza contratual e os empréstimos tomados pelas UFs junto à Caixa Econômica Federal (CEF).

Para adequar a capacidade de pagamento estadual ao estoque da dívida, o governo federal reescalou a dívida em 360 prestações, calculadas com base na tabela Price (com a possibilidade de prorrogação por mais 120 meses) e atualizadas por uma taxa de juros mínima de 6% a. a. Como garantia ao pagamento das parcelas, havia a possibilidade de vinculação da arrecadação tributária e/ou da receita de transferências constitucionais. Para preservar a capacidade de pagamento dos estados, fixaram-se limites máximos de comprometimento de receita, nos quais deveriam ser considerados outros compromissos referentes a dívidas já refinanciadas junto à União. Se as prestações baseadas na tabela Price fossem superiores a esses limites, o resíduo seria acumulado e sobre ele incidiriam os mesmos encargos financeiros do principal. Quando a parcela do refinanciamento fosse novamente inferior ao percentual da receita previsto contratualmente, o resíduo seria reincorporado. Na eventualidade de existir algum saldo devedor após 30 anos, este poderia ser quitado em até 120 meses. (MORA, 2002, p. 23)

A Lei 9.496/97 estipulou também que as UFs deveriam entregar à União o equivalente ao comprometimento máximo de receita enquanto o saldo residual não estivesse quitado e a relação dívida/receita atingisse 1 (um). Esse último parâmetro foi revogado pela medida provisória 1.590.57 A lei estabelecia ainda que, enquanto a dívida fosse superior a sua RLR, a UF não poderia emitir títulos no mercado interno e a contratação de novos empréstimos no exterior estava condicionada ao cumprimento das metas de trajetória da dívida.

Além disso, o equivalente a 20% do montante total refinanciado deveria ser entregue, sob a forma de bens e direitos, à União para a amortização da dívida. A receita proveniente dos desembolsos efetuados pelos estados (seja os 20% à vista, seja as

²⁵ A Lei 9.496/97 introduz o conceito de RLR. O cálculo da RLR considera a receita realizada nos 12 meses anteriores ao mês imediatamente anterior àquele em que se estiver apurando, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de alienação de bens, de transferências recebidas com o fim específico de atender despesas de capital e, no caso dos estados, as transferências aos municípios por participações constitucionais e legais

prestações pagas pelos estados) deveria ser utilizada para o abatimento de dívida pública de responsabilidade do governo federal.

A dívida assumida pelo governo federal, sob a égide da Lei 9.496/97, atingiu R\$ 132 bilhões (além dos R\$ 54 bilhões referentes ao Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes). Esse montante foi distribuído entre o subsídio concedido pela União aos estados, o percentual pago à vista e o refinanciamento propriamente dito (Tabela 7). O subsídio de que estamos tratando refere-se ao custo de retroação das dívidas (R\$ 14 bilhões arcados pela União, conforme estipulado pelo parágrafo 4º do artigo 3º da Lei 9.496/97). O refinanciamento propriamente dito representava um passivo com a União de R\$ 102 bilhões referente à Lei 9.496/97, além dos R\$ 16 bilhões necessários para amortizar a conta gráfica (nesses valores não foram considerados os referentes ao Proes). A dívida renegociada foi preponderantemente mobiliária e junto a instituições financeiras estaduais. (MORA, 2002, p. 26)

A tabela 7 mostra os contratos firmados entre a União e os estados, com destaque para São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro, que juntos absorveram 90% dos recursos

Tabela 7. Contratos firmados entre União e os estados

(Em R\$ mil de dezembro/2000)							
UFs	Dívida renegociada	Dívida refinanciada	Subsídio concedido	Conta gráfica (20% à vista)	Dívida assumida ^b	Dívida junto à União (Lei 9.496/97)	Distribuição % da dívida (Lei 9.496/97)
Região Norte	754.879	730.583	24.296	111.108	643.770	619.475	0,6
Acre	25.574	24.211	1.363	4.842	20.732	19.369	0,0
Amazonas	159.479	159.479	-	31.896	127.583	127.583	0,1
Pará	364.802	347.080	17.722	34.708	330.094	312.372	0,3
Rorônia	195.392	191.040	4.352	37.911	157.481	153.129	0,2
Amapá	-	-	-	-	-	-	0,0
Roraima	9.631	8.773	859	1.752	7.880	7.021	0,0
Tocantins	-	-	-	-	-	-	0,0
Região Nordeste	4.234.502	3.989.906	244.596	533.945	3.700.558	3.455.962	3,4
Maranhão	325.260	314.863	10.398	62.972	262.288	251.891	0,2
Piauí	333.704	320.215	13.489	64.042	269.661	256.172	0,3
Ceará	187.523	172.360	15.163	34.472	153.051	137.888	0,1
Rio Grande do Norte	98.757	97.688	1.069	15.223	83.533	82.464	0,1
Paraíba	353.928	324.613	29.315	15.081	338.847	309.532	0,3
Pernambuco	218.838	210.721	8.117	42.144	176.694	168.577	0,2
Alagoas	898.667	859.366	39.301	-	898.667	859.366	0,8
Sergipe	524.385	478.690	45.695	55.565	468.820	423.125	0,4
Bahia	1.293.440	1.211.391	82.049	244.445	1.048.995	966.946	0,9
Região Sudeste	106.226.379	95.126.457	11.099.922	12.188.477	94.037.902	82.937.980	81,4
Minas Gerais	15.726.477	13.542.559	2.183.918	1.293.598	14.432.879	12.248.961	12,0
Espírito Santo	571.317	514.730	56.587	36.288	535.029	478.442	0,5
Rio de Janeiro	20.300.847	16.697.336	3.603.512	2.233.270	18.067.577	14.464.066	14,2
São Paulo	69.627.737	64.371.832	5.255.905	8.625.320	61.002.417	55.746.512	54,7
Região Sul	15.277.176	12.800.762	2.476.414	2.005.478	13.271.698	10.795.285	10,6
Paraná	691.003	614.446	76.557	122.888	568.114	491.558	0,5
Santa Catarina	2.063.130	1.848.322	214.808	354.956	1.708.175	1.493.367	1,5
Rio Grande do Sul	12.523.043	10.337.994	2.185.049	1.527.634	10.995.409	8.810.360	8,6
Região Centro-Oeste	5.303.952	4.896.508	407.444	787.186	4.516.766	4.109.322	4,0
Mato Grosso	1.108.715	1.073.295	35.420	214.658	894.057	858.637	0,8
Mato Grosso do Sul	1.642.950	1.513.351	129.600	110.556	1.532.394	1.402.794	1,4
Goiás	1.781.325	1.545.696	235.629	309.139	1.472.187	1.236.557	1,2
Distrito Federal	770.961	764.166	6.795	152.833	618.128	611.333	0,6
Total	131.796.888	117.544.217	14.252.672	15.626.194	116.170.694	101.918.023	100,0

Fonte: Mora (2002, p. 27.)

3.5. O Acordo do estado do Rio de Janeiro

O Rio de Janeiro foi o último estado da federação a assinar com a União o acordo de refinanciamento de suas dívidas mobiliária, bancária e de curto prazo, nos termos da Lei 9.496/97. Antes dele, outros 24 estados brasileiros aderiram, de forma voluntária, às condições estabelecidas na lei, objeto de acordo com as unidades federadas, que foram, em linhas gerais, os seguintes: prazo do financiamento de 30 anos, extensíveis por mais dez anos caso o saldo não seja liquidado no termo original; juros anuais de 6%, acrescidos do IGP-DI; pagamento mensal limitado a 13% da receita líquida real do estado, podendo ser deduzidos das prestações os pagamentos realizados à conta de dívidas preexistentes com a União (Lei 7.976/89; Lei 8.727/93); permissão para a realização da amortização extraordinária de 20% do saldo devedor com ativos de propriedade dos estados; estabelecimento de um programa de ajuste fiscal de longo prazo, de comum acordo com o Tesouro Nacional.

Segundo relatório do TCE-RJ (2000), o estoque da Dívida Fundada do Estado em 31/12/98, em valores de 31/12/99, corrigidos com base na variação anual do IGP-DI, totalizava R\$ 25 bilhões. Esta dívida vinha crescendo a taxas muito elevadas, pois era atualizada pela taxa Selic (Dívida Mobiliária Interna) e pelas taxas de juros praticadas no mercado (Dívida Contratual Interna). Sobre a Dívida Externa, incidiam as baixas taxas de juros cobradas pelos Organismos Internacionais de Fomento e Desenvolvimento, entretanto, face à variação cambial ocorrida em janeiro de 1999 houve uma considerável elevação de seu saldo devedor. A composição da dívida em 31/12/98, portanto antes de sua renegociação com a União, está descrita abaixo:

Tabela 8. Composição da Dívida do Estado do Rio de Janeiro em 31/12/1999

em R\$ bilhões de 31/12/1999		
ESPECIFICAÇÃO	SALDO	
	Em 31/12/98	%
DÍVIDA INTERNA (1)	25	97,1
EM TÍTULOS (taxa Selic)	11,4	44,2
POR CONTRATOS (taxa de mercado)	13,7	52,9
DÍVIDA EXTERNA (2)	0,7	2,9
EM TÍTULOS	0	0
POR CONTRATOS	0,74	2,9
TOTAL GERAL (1 + 2)	25,8	100

Fonte: Balanços Gerais do Estado em 31/12/98, valores atualizados para 31/12/99 pela variação do IGP-DI.

O valor registrado como Dívida Fundada no Balanço Patrimonial do Estado em 31/12/98, R\$ 25,8 bilhões, atualizados pela variação do IGP-DI para 31/12/99, deixaram de ser incorporados diversos passivos. Dentre estes passivos não evidenciados destacavam-se: passivo atuarial por deficiência de ativos para a cobertura de benefícios previdenciários já concedidos e a conceder aos funcionários ativos, inativos e pensionistas do Estado; precatórios já tramitados em julgado e contenciosos diversos.

Com esse arcabouço, pressionado pelo alto custo da dívida, o Governo do Estado, manteve entendimentos com a União visando obter a antecipação dos *royalties* e das participações especiais que seriam recebidos entre os anos 2000 a 2021. A União, concordando com os termos propostos, celebrou, em 29 de outubro de 1999, com o Governo do Estado o Contrato de Cessão de Créditos – “*Royalties* do Petróleo”.²⁶

A Agência Nacional de Petróleo - ANP encarregou-se de apurar os valores que o estado receberia ao longo dos próximos 255 meses, ou seja, 21 anos e 3 (três) meses, em *royalties* e em participações especiais. Aferiu-se, na data do Contrato, o valor destas participações em R\$ 10,8 bilhões, equivalentes a R\$ 5,8 bilhões em 29/10/99.

O valor dos *royalties* e das participações especiais antecipados ao Governo do Estado foram utilizados de seguinte forma: Pagamento à União para renegociação da

²⁶ Contrato de Cessão de Créditos celebrado entre a União e o Estado do Rio de Janeiro em 29 de outubro de 1999, com interveniência da Agência Nacional de Petróleo, do Banco do Brasil e do BANCO BANERJ S.A., nos termos da Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, e da Medida Provisória nº 1.868-20, de 26 de Outubro de 1999.

dívida do Estado, R\$ 2 bilhões; Capitalização do RIOPREVIDÊNCIA: R\$ 3,8 bilhões; Totalizando R\$ 5,8 bilhões em 29/10/1999

A estimativa dos valores foi elaborada pela Agência Nacional de Petróleo – ANP, a partir da curva de produção prevista dos poços atualmente conhecidos e de acordo com a metodologia de distribuição dos *royalties* e da participação especial aos beneficiários dos créditos, conforme definido na legislação vigente. A projeção previu a seguinte distribuição de valores:

Tabela 9. Projeção para recebíveis em *royalties* e participações especiais (1999-2021)

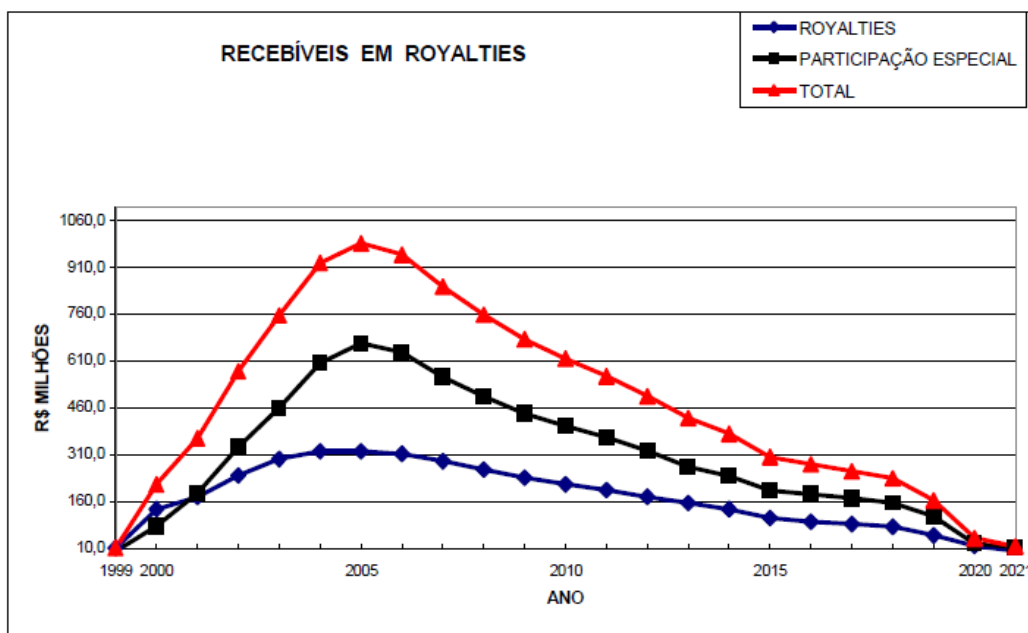
Em R\$ milhões de 29/10/1999			
ANO	ROYALTIES	PARTICIPAÇÃO	
		ESPECIAL	TOTAL (a)
1999	12	-	12
2000	135	81	215
2001	175	187	362
2002	243	333	577
2003	296	459	755
2004	321	603	923
2005	320	665	985
2006	312	637	949
2007	289	558	847
2008	262	495	757
2009	237	442	678
2010	215	401	617
2011	196	365	561
2012	175	322	497
2013	156	272	427
2014	135	241	377
2015	107	195	302
2016	95	183	279
2017	87	170	257
2018	79	155	234
2019	52	112	164
2020	18	25	43
2021	2	14	16
TOTAL	3.919	6.916	10.835

(a) - equivale também ao que o Estado deverá pagar anualmente à União pela antecipação dos Royalties, corrigidos pela variação do IGP-DI.

Fonte: TCE-RJ (2000)

Conforme visualizado no gráfico a seguir, os recebíveis do Estado, de acordo com a estimativa, concentravam-se entre os anos de 2000 a 2010, sendo decrescentes a partir do ano de 2005, conforme demonstrado graficamente:

Gráfico 2. Projeção para recebíveis em *royalties* e participações especiais (199-2021)



O valor presente dos recursos (valor econômico dos "*Royalties* do Petróleo") equivalia em 20 de outubro de 1999 a R\$ 5,8 bilhões, considerando a fórmula:

$$VPR = \frac{R_1}{(1+k)} + \frac{R_2}{(1+k)^2} + \frac{R_3}{(1+k)^3} + + \frac{R_{255}}{(1+k)^{255}}$$

Onde:

VPR = Valor Presente dos *royalties*

Rn = Valor mensal dos *Royalties* a serem recebidos pelo estado

k = Taxa de desconto aplicada

O Estado comprometeu-se a pagar os adiantamentos dos *royalties* e das participações especiais na mesma proporção e em período idêntico ao estimado pela ANP, autorizando, conforme o Contrato de Cessão de Créditos, o Banco do Brasil (Agente Financeiro) a creditar à União, a partir de dezembro de 1999, mensalmente:

- 60% (sessenta por cento) da parcela correspondente aos *royalties* de 5% (cinco por cento);

- 80% (oitenta por cento) da parcela correspondente aos *royalties* excedentes da parcela correspondente a 5% (cinco por cento);
- 80% (oitenta por cento) da parcela correspondente à participação especial.

Em decorrência do pactuado foram retidos, ao longo dos cinco primeiros meses de 2000, R\$ 225 milhões de direitos do Estado. Em função dos valores que o Estado fez jus estarem muito acima do projetado pela ANP, quando da negociação do Contrato de Antecipação dos *Royalties* e das Participações Especiais, o Estado, já em maio de 2000, havia quitado todo o compromisso de pagamentos assumidos junto à União. Desta forma, todos os recursos de *royalties* e participações especiais do estado, do período de junho a dezembro de 2000, ingressaram integralmente no seu caixa.

Caso mantidas as cotações do petróleo em patamares acima de US\$ 25, o valores recebidos pelo Estado do Rio de Janeiro oriundos de participações governamentais na extração e produção de petróleo e gás natural deverão superar, a exemplo deste ano, os valores a serem pagos anualmente à União para amortização da antecipação dos *royalties* e participações especiais efetuada em 1999. Com efeito, o cálculo para levar a efeito a operação de antecipação dos *royalties* e participações especiais considerou a cotação do petróleo em US\$ 17, e, também, apenas as reservas conhecidas em 1999

Assim, o estado do Rio de Janeiro passou a ostentar uma situação financeira radicalmente distinta. Antes do acordo, a dívida total do estado correspondia a mais de quatro vezes a receita líquida real (RLR) anual, montante duas vezes superior ao teto de duas vezes a RLR recém estabelecido pelo Senado Federal, por meio da Resolução 43/01, em atendimento ao disposto na Lei de Responsabilidade Fiscal. Além disso, o estado não dispunha de franco acesso a novos créditos -- seja no mercado seja junto a agências oficiais nacionais e bancos multilaterais de desenvolvimento -- e quando o fazia, os custos eram expressivamente superiores àqueles incorridos pelo próprio Tesouro Nacional.

Após o refinanciamento da dívida junto a União, a Dívida fundada do Estado apresentou a seguinte composição, comparada com a posição de 1998:

Tabela 10. Composição da Dívida Fundada do Estado do Rio de Janeiro (1998 – 1999)

DESCRIÇÃO	Em R\$ bilhões de 31/12/1999			
	1998	(%)	1999	(%)
DÍVIDA INTERNA (1)	25,1	97,1	21,8	65,1
EM TÍTULOS	11,4	44,2	0	0
POR CONTRATOS	13,7	52,9	21,8	65,1
DÍVIDA EXTERNA (2)	0,7	2,9	1	3,2
EM TÍTULOS	0	0	0	0
POR CONTRATOS	0,7	2,9	1	3,2
SUBTOTAL (1 + 2)	25,8	100	22,8	68,3
CESSÃO DE DIREITOS (3)	-	-	10,6	31,7
TOTAL (1+2+3)	25,8	100	33,5	100

Fonte: Balanços Gerais do Estado *in* TCE-RJ (2000)

Apesar do crescimento do saldo devedor entre os exercícios de 1998 e 1999, a Dívida Fundada Contratual do Estado tornou-se administrável, considerado seu expressivo alongamento para um prazo de 30 (trinta) anos e as taxas incidentes sobre a mesma, IGP-DI mais juros de 6% ao ano. Na tabela acima, pode-se também observar a incorporação da Dívida por Cessão de Créditos, referente ao valor dos *royalties* e participações especiais antecipados pela União. Esta dívida deverá ser paga ao longo de 21 anos, corrigida pela variação do IGP-DI, através da retenção dos valores creditados ao estado referentes àqueles direitos, que caso sejam insuficientes deverão ser complementados pelo caixa do Estado.

Além do já exposto, destaca-se que a celebração do contrato de antecipação dos *royalties* e participações especiais possibilitou o aporte de R\$ 3,8 bilhões no RIOPREVIDÊNCIA²⁷, através de Títulos Federais resgatáveis mensalmente na seguinte forma:

Valor de Face: R\$ 4.196.316.864,21, mediante emissão de 4.196.316 Certificados Financeiros do Tesouro com valor de unitário de R\$ 1.000,00, sujeitos a

²⁷ Através da Lei nº. 3189, de 22 de fevereiro de 1999, foi instituído o Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro - RIOPREVIDÊNCIA, autarquia pública independente, com a finalidade de gerir os ativos financeiros, visando o custeio de pagamentos dos proventos, pensões e outros benefícios previdenciários.

variação do IGP-DI mais juros de 6% ao ano, prazo de 15 anos e 1 mês, vencíveis mensalmente a partir de 15.01.2000.

Como se pode observar, face à operação de antecipação dos *royalties* e das participações especiais, o Governo do Estado desonerou, ao menos no curto prazo, de sobremaneira seus cofres e equacionou, ao menos parcialmente, o problema de seu grande endividamento, obtendo ainda as melhores condições de negociação oferecidas pelo Governo Federal.

Retomemos aqui os argumentos de Mora (2002) para compreendermos a relação entre o ajuste fiscal e a *financeirização*. Segundo a autora, a interdependência das esferas fiscal e financeira implicou rigoroso ajuste fiscal de modo a reverter, no médio/longo prazo, o grave desequilíbrio financeiro com o qual as UFs se defrontavam. A magnitude do ajuste fiscal estava subentendida no comprometimento de receita fixado. Afinal, por definição, prestações de 11,5%, 13% e 15% da receita real líquida supunham resultados primários elevados.²⁸

Segue a autora nos dizendo que a queda da inflação, após a implementação do Plano Real, apenas impediu que os estados continuassem utilizando mecanismos espúrios de ajuste da despesa à receita. Deste modo, não obstante o aumento significativo da arrecadação logo após a estabilização monetária, a grande maioria das UFs incorreu em sucessivos déficits primários.

Como o desequilíbrio fiscal antecedia ao agravamento da crise da dívida e ao próprio plano de estabilização, exigia-se um rigoroso programa de contenção de despesas e incremento de receita. E o resultado desse esforço deveria ser repassado à União ao invés de, por exemplo, ser utilizado em investimentos e na prestação de serviços. (MORA, 2002, p. 28)

As implicações sobre as funções desempenhadas pelos estados transformam a escolha entre as alternativas para se alcançar o ajuste fiscal em uma decisão não-trivial. Corte nos gastos com pessoal (rubrica que mais consome recursos na administração estadual) pode significar a piora dos serviços prestados à população. As áreas social e de segurança pública são intensivas em capital humano e parte representativa do funcionalismo público estadual está aí alocada.

Diante disso, constatam-se as limitações impostas pela presença de elevados estoques de dívida à descentralização e à autonomia, com a redução da capacidade de gasto (em decorrência do ajuste fiscal) e da prerrogativa sobre

²⁸ Considera-se como resultado primário despesas (–) receitas, excluídas a alienação de bens, operações de crédito, amortização e pagamento de juros.

o gasto. As implicações do endividamento sobre a esfera fiscal solaparam a descentralização fiscal proposta na Constituição de 1988. Deve-se esclarecer que o foco do problema é o desequilíbrio financeiro, e não o refinanciamento em si. A consolidação das contas simplesmente evidenciou uma questão que até então estava camuflada pelos mecanismos de rolagem da dívida. (MORA, 2002, p. 28)

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi relacionar o uso das rendas petrolíferas com a *financeirização* a partir da renegociação da dívida do estado do Rio de Janeiro em 1999. Para isso, buscamos as origens do “regime de acumulação com dominância financeira”, tal qual é conceitualizado por Chesnais. Destacamos, dentro deste regime, o papel da dívida pública, pois a hipótese de *financeirização* dos *royalties* no Brasil está relacionada à utilização destes recursos para alimentar o mecanismo que a dívida pública exerce na etapa do capitalismo contemporâneo.

Mostramos no primeiro capítulo, que a *financeirização* é um conceito identificado por Chesnais a partir do que ele chamou de capital portador de juros que, por sua vez, é definido a partir da combinação de capital portador de juros com capital fictício identificado na obra de Marx. A partir de então identificamos que o capital fictício se caracteriza pela capitalização de direitos sobre a produção futura, os quais se expressam principalmente nos títulos da dívida pública e nas ações. Para Chesnais, a dívida pública é o pilar principal da atual mundialização financeira. Os mercados secundários de títulos da dívida pública são fundamentais para prover a liquidez necessária à apropriação de riqueza por parte dos rentistas em geral.

No Brasil, a abertura financeira e comercial, o processo de reforma do Estado e, conseqüentemente, o crescimento do endividamento público, tornaram a economia mais vulnerável às atribulações da economia capitalista mundial, definindo um novo padrão de inserção internacional para o país. Deste modo, a dívida pública se torna o eixo principal desse padrão, pois é o principal atrativo às operações dos capitais especulativos no país e o elo de intermediação entre a riqueza socialmente gerada e privadamente apropriada pelos grupos que atuam na esfera financeiro-especulativa.

O indicador para a dívida pública brasileira é a dívida mobiliária interna federal mais a dos estados e municípios, composta por um conjunto de títulos de responsabilidade do Tesouro e do Banco Central. A maior exposição da economia brasileira às nuances do mercado financeiro internacional, fez com que os impactos trazidos pelas crises externas elegessem a dívida mobiliária doméstica como válvula de escape para as estratégias de estabilização utilizadas, constituindo-se num colchão de amortecimento.

Sob a argumentação de que os equilíbrios orçamentários são fundamentais para a estabilidade econômica, há uma insistência na necessidade de implementação de fortes ajustes fiscais baseados na redução dos recursos de interesse social, na menor oferta de serviços sociais, em menores investimentos públicos e em cortes de recursos para infraestrutura. Tais ajustes fiscais requerem redução dos gastos sociais pelo Estado, mas o objetivo real é produzir superávits primários a fim de obter recursos para fazer frente ao pagamento dos crescentes serviços das dívidas públicas.

Para analisar a renegociação da dívida do estado fluminense, abordamos a questão do federalismo. A negociação pela autonomia sempre pautou as relações intergovernamentais no Brasil. Assim, a inserção do Brasil a partir dos anos de 1990, implicaria em uma grande reforma patrimonial e em profundas alterações na pactuação federativa.

A proposta de refinanciamento, formalizada pela Lei 9.496/97, adequava as formas de financiamento à capacidade de pagamento dos estados. Foram reescalados, então, mais de R\$ 100 bilhões (11% do PIB). Observa-se, igualmente, uma mudança na lógica de controle ao endividamento que passa a privilegiar o equilíbrio fiscal intertemporal. Assim, do mesmo modo que outros estados da federação brasileira comprometeram seus bancos e empresas estatais nos acordos de refinanciamento, o estado do Rio de Janeiro comprometeu seus recursos minerais em prol do equilíbrio fiscal e financeiro.

No capítulo 2 mostramos que o *royalty* é um instrumento de promoção de políticas de justiça intergeracional. Para isto, usamos a abordagem clássica, Ricardo e Mill, e neoclássica, Marshall até chegarmos ao conceito de renda de Hotelling que seria uma compensação ao proprietário pela redução do valor de sua jazida, em decorrência da extração, que torna o recurso indisponível no futuro. A partir deste conceito, chegamos à Regra de Hartwick que é uma indicação do investimento mínimo necessário para evitar a queda no padrão de vida da população, que poderia resultar da crescente escassez do recurso não-renovável, do que o estabelecimento de um nível ótimo de investimento compatível com objetivos desenvolvimentistas. Pode-se contra-argumentar que a partir destes conceitos, o uso destas rendas petrolíferas serviria para alcançar um equilíbrio fiscal no intuito de se conter a inflação, traria benefício à população.

No mesmo capítulo apresentamos algumas experiências com fundos petrolíferos. O fato de alguns países criarem Fundos Petrolíferos demonstra a intencionalidade de seus governantes em determinar um propósito específico para estas rendas minerais, muitas vezes no intento da estabilidade macroeconômica. Porém, a análise mostrou que o sucesso dos fundos depende de sua proteção institucional, de sua popularização, muitas vezes garantida por uma política de transparência e, principalmente, do grau de dependência do Estado em relação às rendas petrolíferas.

No Brasil a dependência destes recursos é pequena, mas quando os *royalties* são usados para renegociação da dívida, podemos intuir que, para o estado fluminense a dependência é bem relevante. Afinal, graças a isso o estado pode ajustar sua trajetória de endividamento.

As circunstâncias em que foi firmado o acordo do ajuste fiscal, quando se tinha por um lado o colapso do financiamento estadual tal qual fora apontado por Lopreato (2002) e, por outro, a busca a todo custo da estabilidade macroeconômica na primeira fase do Plano Real, fizeram com que fossem deixadas de lado as questões de justiça intergeracional. Neste trabalho procuramos mostrar que a origem desta contradição está na própria essência do capitalismo, em uma das formas do capital fictício, a dívida pública.

REFERÊNCIAS

- AFONSO, José Roberto Rodrigues; GOBETTI, Sérgio Wulff. Rendas do Petróleo no Brasil: Alguns Aspectos Fiscais e Federativos. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, ano 15, n. 30, p. 231-269, Dez/2008.
- AGLIETTA, Michel. “Macroeconomia Financeira – 1. Mercado Financeiro, crescimento e ciclos”. São Paulo: Edições Loyola, 2004
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Prefácio. In: CHESNAIS, F. (Org.). “*A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*”. São Paulo: Boitempo, 2005.
- _____. “Dinheiro e as transfigurações da riqueza”. In: FIORI, J.L.; TAVARES, M.C. (org.) “Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização”. Petrópolis: Editora Vozes, 1998.
- BACHA, Edmar L. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, A. (Org). O Brasil pós-Real. A política econômica em debate. Campinas: Unicamp-IE, 1998.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Nova Cultural, 1987.
- BLANCHARD, Olivier. *Fiscal Dominance and Inflation Targeting. Lessons from Brazil*. Massachusetts: Working Paper 04-13, march 15, 2004.
- BRAGA, João Carlos de Sousa. *Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. In: FIORI, J.L.; TAVARES, M.C. (org.) “Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização”. Petrópolis: Editora Vozes, 1998.
- CAMARA, Mamadou ; SALAMA, Pierre a Inserção diferenciada – com efeitos paradoxais – dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: CHESNAIS, F. “*A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*”. São Paulo: Editora Boitempo, 2005
- CARNEIRO, Ricardo. *A globalizacao financeira: origem, dinamica e perspectivas*. Texto para Discussão (IE/UNICAMP). Campinas, SP, n. 90, Out/1999.
- _____. *Desenvolvimento em Crise. A economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp/IE-Unicamp, 2002.

- CARVALHO, Carlos E. Finanças públicas e estabilização no Plano Real: uma reinterpretação. In: *IX Encontro Nacional de Economia Política*. Uberlândia. Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política. Uberlândia : Sociedade Brasileira de Economia Política - Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, 2004. v. 1. p. 1-1.
- CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. Sao Paulo: Xamã, 1996.
- _____. *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. Sao Paulo: Xamã, 1999.
- _____. “ O capital portador de juros : acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”. In: CHESNAIS, F. (org). “*A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências*”. São Paulo: Editora Boitempo, 2005
- DÚMENIL, Gerard e LÉVY, Dominique “ O neoliberalismo sob a hegemonia norte-americana” .In: CHESNAIS, F. (org). “*A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências*”. São Paulo: Editora Boitempo, 2005.
- FERNANDES, Orlando Assunção. *Dívida Mobiliária Pública e Financeirização da Riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil*. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, Campinas, SP, Brasil. 2009
- FIORI, José Luís. O federalismo diante do desafio da globalização. In: AFFONSO, R. B. A. & SILVA, P. L. B. (Org.). *A federação em perspectiva – ensaios selecionados*. São Paulo: Fundap, 1995, p. 19-38.
- _____. Globalização, hegemonia e Imperio, in: Tavares. M.C e J.L. Fiori. *Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização*. Petrópolis. Vozes, 1997.
- GARCIA, Ronaldo Coutinho. Despesas Correntes da União: Visões, Omissões e Opções. Texto para discussão nº 1319. www.ipea.gov.br. Brasília: IPEA, 2008.
- GOLDFAJN, Ilan. Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública é Sustentável? Série Documentos. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002.
- HERMANN, Jennifer. A Macroeconomia da Dívida Pública: nota sobre o debate teórico e a experiência Brasileira recente (1999 – 2002) – IE/UFRJ, 2004.

- HILFERDING, Rudolf. *El Capital Financeiro*. Madrid: Editorial Tecnos, 1973
- LÉNINE , Vladimir Ilitch. *O Imperialismo, fase superior do capitalismo*. São Paulo: Centauro, 2000.
- LOPREATO, Francisco L. C.. *Finanças estaduais: alguns avanços, mas ... (os exemplos de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul)* Texto para Discussão (IE/UNICAMP). Campinas, SP, n. 145, Jul/2008.
- _____. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. Texto para Discussão (IE/UNICAMP). Campinas, SP, n. 119, Fev/2006.
- _____. *O colapso das finanças estaduais e a crise da federação*. São Paulo: Editora UNESP, IE - Unicamp, 2002 (a).
- _____. Um Olhar sobre a Política Fiscal Recente. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 279-304, jul./dez. 2002 (b).
- MARX, Karl. *O Capital*, Livro I, volume 1, 8ª edição. São Paulo, Difel, 1982
- _____. *O Capital*, Livro III, volume 5, 3ª edição. Rio de Janeiro, Editora Civilização Brasileira, 1981
- MORA, Mônica, *Federalismo e a Dívida Estadual no Brasil*. Texto para Discussão (IPEA). Rio de Janeiro, RJ, n. 866, mar/2002
- NAKATANI, Paulo, MARQUES, Rosa Maria. A finança capitalista: a contribuição de François Chesnais para a compreensão do capitalismo contemporâneo - *Anais do XXXVI Encontro Nacional de 2008*
- PACHECO, Carlos Augusto Goés. *Avaliação de Critérios de Distribuição e de Utilização de Recursos das Participações Governamentais no Brasil*. Dissertação de Mestrado, COPPE/UFRJ, Rio de Janeiro-RJ, Brasil. 2007
- PAULANI, Leda Maria. Capitalismo Financeiro e Estado de Emergência Econômico no Brasil: abandonando a perspectiva do desenvolvimento. In: *X Jornadas de Economia Crítica*, 2006, Barcelona, Espanha, 2006.
- PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano In:

- CHESNAIS, F. *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1999.
- POSSAS, Mario Luiz. O projeto teórico da Escola da Regulação. *Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, n 21, jul/1988.
- POSTALI, Fernando Antonio S. *Renda Mineral, divisão dos riscos e benefícios governamentais na exploração de petróleo o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 2002.
- RAMOS, A.M. & TANNER, E. *Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991-2000*. Working Papers nº 05. Washington, DC: IMF, 2002.
- SERRA, Rodrigo Valente; FERNANDES, Ana Cristina. A distribuição dos *royalties* petrolíferos no Brasil e os riscos de sua “*financeirização*”. *Revista de Desenvolvimento Econômico*, Salvador, ano 7, n. 11, p. 30-38, Jan/2005.
- _____, Rodrigo Valente. *Contribuições para o Debate Acerca da Repartição dos Royalties Petrolíferos no Brasil*. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, Campinas, SP, Brasil. 2005
- SUPLICY, Eduardo. *O Brasil Não é o Alaska*. Brasília, DF, Gabinete do Senador Eduardo Suplicy, 2001. Disponível em: <www.senado.gov.br/eduardosuplicy/Publicacoes/artigos/artigo.asp?data=07/08/1995&codigo=481>. Acesso em: 22/03/2010.
- TAVARES, Maria da Conceição. “ Da substituição de importações ao capitalismo financeiro : ensaios sobre a economia brasileira”. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 11ª edição, 1983.
- TCE-RJ. Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro, *Os Royalties de Petróleo e a Economia do Estado do Rio de Janeiro*, Secretaria-Geral de Planejamento, Rio de Janeiro: TCERJ, set/2000
- TSALIK, Svetlana. *Caspian Oil Windfalls: who will benefit ?* Central Eurasian Project's Caspian Revenue Watch, 2003.
- VIEIRA, Danilo Jorge. Ajuste Fiscal e Financeiro dos Estados no Pós-real – Um Balanço. In: *XIV Encontro Nacional e Economia Política* São Paulo. Sociedade Brasileira de Economia Política, 2009