

Taxa de juros, serviço da dívida e investimento público: as relações entre a financeirização em condições de dependência e o crescimento econômico no Brasil

Beatriz Estulano Viera

Doutoranda, Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília – DF

Assistente de Pesquisa, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília - DF

Luís Carlos G. de Magalhaes

Técnico de pesquisa e planejamento, Diretoria de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia (Diest), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília – DF

Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar o impacto da dinâmica da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) no processo de acumulação de capital fixo na economia brasileira. A pesquisa explora as conexões entre a taxa de juros da dívida pública, o custo fiscal para o Estado, e a acumulação de capital fixo, além de seu efeito sobre o crescimento econômico. A hipótese central é que a dívida pública atua como um fator de bloqueio para a expansão do capital fixo devido aos altos custos fiscais associados às elevadas taxas de juros. Para garantir a sustentabilidade da dívida, o governo é forçado a adotar superávits primários e regras fiscais restritivas, o que resulta na compressão do investimento público, enfraquecendo o crescimento econômico. A financeirização em condições de dependência é vista como uma característica central da economia brasileira, onde a dívida pública e a valorização do capital por meio de juros desempenham um papel crítico na dinâmica de acumulação.

Palavra-Chave: Taxa de juros, Serviço da dívida, Investimento público.

JEL Code: E46, H63, R53

Abstract

The aim of this study is to analyze the impact of the dynamics of the Gross General Government Debt (DBGG) on the process of fixed capital accumulation in the Brazilian economy. The research examines the connections between public debt interest rates, the fiscal cost to the state, and fixed capital accumulation, as well as their effect on economic growth. The central hypothesis is that public debt acts as a barrier to the expansion of fixed capital due to the high fiscal costs associated with elevated interest rates. To ensure debt sustainability, the government is compelled to pursue primary surpluses and restrictive fiscal rules, which result in the compression of public investment, thereby weakening economic growth. Financialization under conditions of dependence is identified as a key feature of the Brazilian economy, where public debt and capital appreciation through interest play a crucial role in the dynamics of accumulation.

Keywords: Interest rate, Debt service, Public investment.

Área 2 - Economia Política

1. Introdução

A economia brasileira apresentou uma taxa média de crescimento do PIB de 7,4% a.a. e da renda *per capita* média de 4,5% a.a. entre 1947 e 1980.¹ Nesse período, o Brasil passou por um expressivo processo de industrialização e de urbanização, que implicou na mudança significativa da sua estrutura social e econômica. No entanto, o processo de crescimento econômico do país enfrentou a partir dos anos oitenta do século passado uma desaceleração importante. A taxa média de crescimento anual do PIB encolheu para 2,21% a.a. e a renda média *per capita* cresceu somente 1,59% a.a. entre 2000 e 2023. Esse indicador cai para 1,29% a.a. quando se considera o período de 2010 a 2023. As razões da desaceleração do crescimento econômico têm sido explicadas pela literatura econômica heterodoxa pela queda da taxa de acumulação do capital fixo da economia brasileira (Oreiro, 2018; Marquetti *et al.*, 2023). Ou seja, a contração do investimento em formação bruta de capital fixo seria o grande responsável pela desaceleração da economia brasileira. Mas quais seriam as causas para a redução da taxa de investimento da economia brasileira?

Por um lado, o diagnóstico novo desenvolvimentista aponta que essa queda taxa de investimento estaria associada ao processo de desindustrialização,² causado pela taxa de câmbio real de equilíbrio industrial apreciada em moeda doméstica. A taxa de câmbio apreciada, por sua vez, é explicada pela doença holandesa e, ainda, pela taxa de juros doméstica estruturalmente elevada em um cenário de conta de capital aberta. Vale notar que a redução da participação da indústria no PIB *per se* afeta negativamente a taxa de investimento, pois o setor industrial responde por parcela importante da formação do capital fixo, principalmente de máquinas e equipamentos. Ademais, a queda da taxa de investimento macroeconômica teria como determinante o regime de política macroeconômica de matriz neoliberal, adotado a partir do Plano Real, que restringiram a demanda agregada e que incentivaram crises cambiais com efeito negativo na taxa de investimento macroeconômica no caso brasileiro (Bresser-Pereira, Oreiro e Marconi, 2015; Oreiro, 2018).

Por outro lado, a abordagem clássica-marxista para explicar a desaceleração do crescimento brasileiro defende que a taxa de lucro macroeconômica funciona como um “atrator” para crescimento econômico; pois essa taxa financia parte dos fundos para as empresas investirem; e ainda, fornece um parâmetro para os capitalistas da lucratividade esperada para o novo investimento em capital fixo. Portanto, alterações na taxa de lucro macroeconômica antecedem o movimento da acumulação de capital fixo no registro de crescimento de longo prazo. No caso brasileiro, a taxa de lucro, explicada em grande parte pela redução da produtividade do capital, apresenta uma forte queda em meados dos anos 70 do século XX. Essa queda e sua relativa estabilidade em patamar mais baixo explicariam a queda da taxa de acumulação da economia brasileira e, portanto, a desaceleração do crescimento econômico (Marquetti *et al.*, 2023).³

No entanto, o papel da taxa de juros e, de forma mais geral, da financeirização em situação de dependência, não é aprofundada na explicação da desaceleração da economia brasileira nas últimas cinco décadas da economia brasileira. Para abordagem novo desenvolvimentistas o efeito da taxa de juros ocorre principalmente como um fator condicionante da valorização cambial acima da taxa de câmbio de equilíbrio industrial (Bresser-Pereira, 2007; Bresser-Pereira, Oreiro e Marconi, 2015). O diagnóstico clássico-marxista avalia que a taxa de juros e a financeirização em geral da economia cria mecanismos de valorização do capital que fogem ao circuito da produção como, por exemplo aplicação em ativos financeiros, dividendos e diferentes formas de remuneração do capital estrangeiro (Marquetti *et al.*, 2023).

Tendo em vista o discutido acima, o objetivo do trabalho é analisar o papel da dinâmica dívida pública, avaliada inicialmente pelo conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), no processo

¹ Essa taxa é obtida das estatísticas oficiais da estimativa de PIB e da população brasileira consultados das Contas Nacionais e Censo Demográficos do IBGE.

² A desindustrialização é medida pela participação da indústria no PIB e associada a queda da quantidade de capital por trabalhador, o que explicaria a redução da produtividade do trabalho no caso brasileiro.

³ Deve ser observado que o diagnóstico clássico-marxista ressalta ainda os condicionantes políticos-institucional e da luta de classes na determinação da parcela do lucro e dos salários na renda nacional

de acumulação de capital fixo da economia brasileira. Isto é conduzido pela análise das conexões entre a taxa de juros da dívida pública, o serviços dívida (custo fiscal para o Estado) e a acumulação de capital fixo e, conseqüentemente, seu impacto no crescimento econômico. Esse impacto ocorre por diversos canais de transmissão da dinâmica da dívida pública para o crescimento, mas aqui se enfatiza os efeitos mais diretos do serviço da dívida pública na capacidade de investimento do Estado brasileiro.

A hipótese que orienta esse trabalho é que a dívida pública no caso brasileiro também se constitui em um “atrator” para a acumulação do capital fixo. A dinâmica da dívida pública se constitui em um mecanismo reiterativo de bloqueio de expansão da acumulação de capital fixo. A taxa de juros estruturalmente elevada para padrões internacionais que incidem sobre o estoque da dívida, em particular sobre a dívida mobiliária em mercado, implicam em alto custo fiscal para o Estado. Dessa forma, para manter a trajetória sustentável dessa dívida na percepção dos rentistas que a carregam, o Governo Central, em especial, é obrigado a se comprometer com geração de superávits primário; o que implica a criar sistematicamente regras fiscais de contenção dos gastos públicos. O efeito, dado as pressões dos diferentes grupos de interesses no orçamento federal, é que o investimento público é sistematicamente comprimido. O que resulta na queda do investimento público e o enfraquecimento da acumulação de capital fixo e do crescimento econômico.

Por sua vez, a redução do crescimento implica na deterioração da percepção dos mercados financeiros/rentistas de sustentabilidade da dívida pública, o que recoloca a compressão dos gastos primários, em especial do investimento público - que não apresenta vinculações constitucionais - e impõe mais uma rodada de austeridade fiscal. Em síntese, a conciliação entre a aceleração do crescimento e a sustentabilidade da dívida pública tendem a se tornar de difícil nessas condições, salvo no caso de um evento externo como, por exemplo, um super ciclo de preços de *commodities*.

O presente trabalho adota a perspectiva teórica que a centralidade da dinâmica da dívida pública no processo de acumulação de capital e na explicação da desaceleração do crescimento econômico se deve ao que chamamos aqui de financeirização⁴ **em condições de dependência** da economia brasileira. Procura-se destaca que o processo financeirização apresenta especificidades. A primeira é que se trata de uma financeirização periférica, na qual os seus elementos constitutivos são a abertura da conta de capitais, o incentivo a atração de poupança externa, fragilidade na hierarquia de moedas que exige elevado prêmio de liquidez e elevadas taxas de juros internas para manter o diferencial em relação à taxa dos países desenvolvidos (Oreiro, Manarin e Gala, 2020). A segunda é que a financeirização **em condições de dependência** apresenta com uma vinculação estrutural da dívida pública mobiliária interna com a renda do capital na forma de juros, portanto, a dívida pública se torna um dos eixos da acumulação de capital no caso brasileiro (Bruno *et al.*, 2011). A acumulação mesmo dentro das empresas não-financeiras apresenta uma dependência crescente no circuito de valorização do capital na forma de juros.

Por fim, o trabalho está organizado da seguinte forma, fora essa introdução. A seção dois analisa a dinâmica do indicador da dívida pública de DBGG/PIB que é considerado atualmente a melhor métrica da sustentabilidade da dívida pública. Procura-se analisar a trajetória desse indicador, principalmente, a partir dos fatores condicionantes da taxa de juros e do crescimento do PIB, ainda se discute o canal que esse indicador de dívida pública afeta a acumulação de capital fixo. A terceira seção se dimensiona o custo fiscal da DBGG e seus principais componentes: a) Dívida Pública Mobiliária Federal interna, e b) Operações Compromissadas. Adicionalmente, se avalia o custo fiscal da política cambial por meio das operações de *swaps* cambiais. Essas operações podem implicar em custo para o Tesouro Nacional. Procura-se avaliar, mesmo que de forma preliminarmente, como o custo fiscal da gestão da dívida pública e do câmbio afetam o investimento público do governo federal. Por fim, uma seção de conclusão e de questões que devem ser aprofundadas em novas pesquisas.

⁴ Uma discussão críticas das diferentes definições de financeirização e suas limitações, ver Bruno (2020).

2. Determinantes da dinâmica da DBGG/PIB: nexos entre a taxa de juros da dívida e o crescimento do PIB

Na análise da financeirização em condições de dependência e seus efeitos no processo de acumulação e acumulação de capital fixo, a razão DBGG/PIB se tornou consensualmente o indicador adotado pelo mercado financeiro doméstico e pelo setor público federal como a métrica do esforço fiscal do país e da sustentabilidade da dívida pública. As justificativas para eleição dessa métrica é que ela estaria menos sujeita a três tipos de distorções no caso brasileiro: esse indicador não seria deturpado pelas capitalizações dos bancos públicos, especialmente o BNDES, por meio de emissões de títulos da DPMFi; também não seria afetado por limitações de avaliação e o problema da iliquidez dos ativos do setor público; e, por fim, não sofreria distorções causadas pela possibilidade de postergação da contabilização de gastos pelo uso de despesas classificadas como restos a pagar. No entanto, vale registrar que a sua adoção tem sido criticada na literatura econômica recente, pois, entre outras limitações, esse indicador não considera o valor presente líquido do PIB futuro (Furman e Summers, 2020).⁵

Aceito que a DBGG/PIB⁶ é efetivamente a melhor métrica para medir o esforço fiscal do Estado brasileiro para controlar a dívida pública, então se pode avaliar a sua evolução a partir de informações do Banco Central do Brasil (BCB), pois essa instituição divulga periodicamente os seus fatores condicionantes da sua dinâmica. Essas informações constam da Tabela 1 para o período 2011 a 2019. São considerados como fatores condicionantes da evolução desse indicador: i) as emissões líquidas de títulos públicos; ii) a carga de juros nominais; iii) as variações decorrentes da flutuação cambial e do efeito das privatizações; iv) o reconhecimento de dívida; e, ainda, v) a variação nominal do PIB.

Para os fatores condicionantes de maior impacto na variação do indicador DBGG/PIB – o pagamento de juros nominais e o crescimento do PIB – foi feita a decomposição dos efeitos da inflação e da variação real.⁷ Isto permite isolar o impacto da inflação nesses fatores e, portanto, na evolução do indicador de endividamento bruto. Desconsiderou-se na Tabela 1 o efeito cruzado da decomposição em razão de ser residual e de valor não significativo.

Por sua vez, o fator “emissão líquida” engloba a emissão e resgate da dívida interna e externa, apurada por um conjunto de operações financeiras do Tesouro Nacional (TN) e BCB. Esse fator condicionante é composto basicamente por emissões/resgates de títulos públicos para os seguintes fins: i) aquisição de reservas internacionais; ii) empréstimos do Tesouro Nacional para bancos públicos federais lastreados em títulos públicos; iii) efeito nas emissões/resgates do superávit/déficit primário; e, por fim, iv) demais operações financeiras TN e do BCB.

⁵ No caso brasileiro, uma defesa do uso do uso da DBGG como o indicador mais adequado de esforço fiscal do governo central e subnacionais pode ser encontrada em Athayde e Vianna (2015). Adicionalmente a crítica recente de Furman e Summers (2020.), as comparações internacionais de diferentes métricas de endividamento público, sugerem que a dívida líquida é mais relevante para economias emergentes em relação a determinação de risco país, taxa de juros domésticas de longo prazo, custo de rolagem da dívida e a probabilidade de *default*, ver Hadzi-Vaskov e Ricci (2016) e Henao-Arbelaiz e Sobrinho (2017).

⁶ Deve ser observado que o Banco Central brasileiro é proibido de emitir títulos para a gestão de liquidez – vedação que consta do art. 34 da Lei Complementar nº 101/2000 – o que se conjugava com a ausência de depósitos voluntários remunerados, que somente tiveram previsão legal com a aprovação da Lei nº 14.185/2021. Em razão disso, a DGBB computa os títulos da DPMFi, transferidos pelo Tesouro Nacional ao BCB, que são utilizados nas operações compromissadas de controle da liquidez. Essa contabilização se refere somente aos títulos das operações compromissadas em mercado e não na carteira do BCB.

⁷ A decomposição dos efeitos nominais e real dos fatores condicionantes da taxa juro e do PIB são obtidos pela formula geral: $\Delta y_{t-1} = [x/(1+p) (1+x)].y_{t-1} + [p/(1+p) (1+x)].y_{t-1} + [x.p/(1+p) (1+x)].y_{t-1}$, no qual o primeiro termo da formula é a contribuição real da variável econômica x, o segundo termo a contribuição da inflação p e o terceiro termo é a contribuição cruzada da variável x e da inflação p, respectivamente, para a Δy_{t-1} .

Tabela 1 –Fatores condicionantes da evolução do indicador DBGG/PIB, 2011 a 2019

(Em % do PIB)

Discriminação de fatores	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Fatores de crescimento da DBGG									
1.1. Necessidade de financiamento	4,9	6,8	2,7	8,3	9,7	7,9	7,1	5,4	2,9
1.1.1. Emissões líquidas	-0,9	1,6	-2,5	2,9	2,3	-0,3	0,4	-0,5	-2,6
1.1.2. Juros nominais ¹	5,8	5,2	5,1	5,4	7,5	8,2	6,7	5,91	5,5
1.1.2.1. Juros reais	2,6	2,2	2,1	2,2	1,3	4,0	4,6	3,0	2,3
1.1.2.2. Correção Monetária	3,0	2,8	2,7	3,3	6,2	3,9	2,0	2,6	3,0
1.2. Ajustes cambiais e outros	0,3	0,2	0,4	0,4	1,5	-0,8	0,1	0,6	0,1
1.3. Privatizações e reconhecimento de dívidas.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Total	5,4	7,1	3,1	8,8	11,4	7,2	7,3	6,0	3,1
2. Efeito do crescimento do PIB²	-5,8	-4,7	-5,2	-4,0	-2,0	-2,9	-3,3	-4,4	-4,1
2.1. Crescimento real	-1,8	-0,9	-1,5	-0,24	1,9	2,1	-0,9	-1,2	-1,0
2.2. Deflator implícito	-3,8	-3,7	-3,6	-3,7	-4,1	-5,1	-2,4	-3,1	-3,0
Variação da dívida no ano: (1-2)	-0,5	2,4	-2,1	4,7	9,2	4,3	3,9	1,6	-1,0
Dívida Bruta do Governo Geral	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5	69,8	73,7	75,3	74,3

Fonte: BCB - Estatísticas Fiscais. Elaboração dos autores.

Notas: 1) decomposição do efeito real e da correção monetária pelo IPCA.

2) decomposição do efeito real e da inflação pelo Deflator Implícito do PIB.

Portanto, o fator “emissão líquida”, condicionante da evolução da DBGG/PIB, é composto por uma série de operações financeiras que refletem diferentes mutações dos ativos e dos passivos do Governo em Geral. Essas mutações decorrem principalmente da política econômica, em particular das políticas fiscal, monetária, cambial e creditícia, adotadas no período analisado. Por essa razão não foi feita a decomposição do seu efeito real e inflacionário, pois as “emissões líquidas” agregam diferentes resultados de operação de variáveis econômico-financeiras do Governo em Geral, que vão da meta de superávit/déficit primário até a política de aquisições de reservas internacionais. Isto torna relativamente arbitrária a escolha de uma medida de inflação para decompor os efeitos reais e da variação dos níveis de preços. Ademais, o impacto agregado do fator “emissão líquida” é significativamente menor na evolução do indicador DBGG/PIB que os efeitos da taxa de juros e do crescimento do PIB nominal, os quais permitem uma interpretação econômica unívoca dessa decomposição.

A Tabela 1 mostra que os juros nominais - medido pela taxa de juros implícita da DGBB - foram a causa de maior peso para a elevação da relação DBGG/PIB entre 2011 e 2019. A média anual da contribuição de juros nominais ao aumento desse indicador foi de 6,1% a.a. E sua variação está estreitamente associada ao ciclo da taxa Selic, pois essa taxa básica de juros da economia brasileira coloca um piso mínimo para as outras taxas de juros que incidem sobre os passivos do setor público brasileiro (Magalhães e Costa, 2018) e, conseqüentemente, a taxa de juros implícita da DBGG. Portanto, o aumento/redução da taxa Selic, dada a trajetória da inflação, implica na elevação/queda da contribuição de juros nominais na evolução do indicador DBGG/PIB.

Isto não é surpreendente, pois a dívida mobiliária em mercado, somada às operações compromissadas, representavam 83,6% do total da DBGG em dezembro de 2019 (Banco Central do Brasil, 2021). Tanto a dívida mobiliária em mercado quanto as operações compromissadas apresentam uma indexação direta ou indireta à taxa Selic. Portanto, alterações na taxa Selic, considerando a trajetória observada e esperada da inflação, acarretam modificações da taxa de juros implícita que incide sobre a DBGG. Isto impacta diretamente o efeito da carga de juros nominal sobre a relação DBGG/PIB.

A contribuição do serviço de juros nominal para a deterioração do indicador DBGG/PIB deve ser analisada, então, separando-se a incidência dos juros reais do efeito inflacionário, pois a elevada carga de juros nominal, que se observa na Tabela 1, pode decorrer unicamente da persistência da alta inflação na economia brasileira. Por isso foi feita a decomposição desses efeitos com a utilização da

inflação medida pelo IPCA-IBGE. A justificativa para o uso desse índice de preços é que o mercado financeiro utiliza o IPCA como estimativa da inflação para calcular a rentabilidade real dos títulos da dívida pública. Não é por outra razão que dois dos títulos públicos, com participação importante na carteira dos agentes do mercado financeiro, são o NTN-B e NTN-B Principal, ambos indexados ao IPCA.

Portanto, o IPCA é a taxa de inflação que o mercado financeiro utiliza para projetar e avaliar a rentabilidade real do carregamento dos títulos públicos.⁸ Isto valeria inclusive para os títulos pré-fixados, pois o IPCA junto com a taxa Selic parametriza a rentabilidade da estrutura a termo das taxas de juros. Essa estrutura seria uma média ponderada da projeção da taxa Selic pelos prazos de maturidade dos títulos públicos descontada a previsão de inflação medida pelo IPCA (Lara Rezende, 2022; Oreiro e Paula, 2021).

A decomposição dos juros nominais, conforme é mostrado na Tabela 1, indica que a inflação tem um efeito significativo na carga de juros nominais que afeta o indicador DBGG/PIB; em média anual a sua contribuição foi de 3,3 p.p. do PIB para elevação desse indicador, no período de 2011 e 2019. Desse modo, a evolução do IPCA tem um efeito relevante - em torno de 60% - no componente de correção monetária que compõe a contribuição dos juros nominal, como se observa na Tabela 1. Entretanto, a contribuição dos juros reais na evolução da DBGG/PIB também é significativa, pois corresponde a cerca de 40% da contribuição da carga de juros nominal nas variações no indicador de endividamento bruto. O componente de juros reais contribuiu na média anual com 2,3 p.p. do PIB para a elevação do indicador DGBB/PIB no período analisado.

O segundo fator mais relevante para determinar a evolução do indicador DBGG/PIB é a evolução do PIB nominal, entre 2011 e 2019. A média anual da contribuição do crescimento do PIB nominal para a redução desse indicador foi de 4,1% a.a. Quando se analisa a contribuição da variação do PIB nominal, separando o crescimento real e a inflação - medido pelo Deflator Implícito do PIB - na redução da DBGG/PIB, observa-se que em média o efeito do crescimento real foi de -0,4% a.a. e da inflação de -3,6% a.a. O efeito do crescimento real do PIB foi significativamente reduzido pela semiestagnação e recessão da economia brasileira no período considerado. Como esperado, o efeito desse fator na redução da relação DBGG/PIB se inverte significativamente nos anos de recessão de 2015 e 2016, como mostra a Tabela 1.

Dessa forma, a frustração do crescimento da economia brasileira seja um fator que afeta a sustentabilidade da dívida pública por meio de efeitos diretos e indiretos no indicador DBGG/PIB. O efeito direto decorre do simples fato do crescimento do numerador do indicador. O efeito indireto decorre que mesmo sem crescimento da despesa primária, é possível que o superávit seja insuficiente em razão da não realização de receitas tributárias - por exemplo, por meio do aumento do gasto tributário -, da elevação da taxa de juros, da insuficiência do crescimento do PIB ou uma combinação desses três fatores.⁹ O aspecto importante a ser observado aqui é a conexão que existe entre a alta taxa de juros nominal e real da Selic - consequentemente, da taxa de juros implícita da DBGG - e a baixa taxa de crescimento do PIB e a reiteração dessas variáveis na dinâmica da trajetória do indicador DBGG/PIB, que, por sua vez se reproduz como óbice para a acumulação do capital fixo na economia brasileira.

O terceiro fator condicionante em termos de relevância para explicar a evolução do indicador DBGG/PIB são as “emissões líquidas”, que englobam, como mencionado anteriormente, diferentes operações resultantes das políticas monetária, fiscal e creditícia executadas pelo Tesouro Nacional e Bacen. Pode-se observar na Tabela 1 que o efeito desse fator na evolução do indicador DBGG/PIB oscilou significativamente entre 2011 e 2019. No computo final, a contribuição das “emissões líquidas” acumulada para a variação do indicador DBGG/PIB foi positiva, mas reduzida, sua

⁸ Vale lembrar que a projeção do IPCA é uma das mais importantes informações que consta do Boletim Focus. Esse Boletim coleta as previsões do mercado financeiro sobre o comportamento das variáveis mais relevantes da economia brasileira, e compõe uma das fontes de informações que o Copom avalia para determinar a taxa Selic para cumprir o regime de metas da inflação.

⁹ Esse resultado pode ser entendido a partir da equação $s \geq (r - g) \cdot d / (1 + g)$; onde s é o superávit primário dado pela diferença da receita tributária e despesa primária; r é a taxa de juros; g é a taxa de crescimento do PIB; e d é o estoque da dívida pública - todas as variáveis expressas em termos reais e como proporção do PIB. Para mais detalhe, ver

contribuição média anual foi de 0,4 p.p. para esse indicador entre 2011 e 2019. O efeito acumulado das “emissões líquidas” foi marginal, pois a tendência foi a anulação dos efeitos positivos e negativos desse fator condicionante da DBGG/PIB no período considerado.

Deve ser lembrado que, no caso brasileiro, a taxa Selic nominal e real são anormalmente elevadas quando comparada com outros países com mesmo risco soberano e renda *per capita* (Bresser-Pereira e Nakano, 2002; Bresser-Pereira, 2007, Lara Rezende, 2020). Dois fatores, que podem ser considerados complementares, explicariam essa “anomalia” da taxa de juros básica doméstica.¹⁰ O primeiro diz respeito a permanência de um título público, a Letra Financeira do Tesouro (LFT), indexado à taxa Selic e com alta participação na DPMFi, o que reduziria a eficiência da política monetária no combate à inflação.¹¹ Desse modo, a taxa Selic tem que ser fixada em patamares elevados para levar a inflação ao centro da meta. Adicionalmente, a resiliência de mecanismos de indexação na economia brasileira implica que a inflação apresenta um componente inercial ainda significativo, portanto, menos sensível à elevação da taxa de juros básica (Oreiro e Santos, 2022).

O segundo fator explicativo da anomalia da alta taxa de juros doméstica diz respeito à existência de uma convenção pró-conservadorismo na política monetária (Bresser-Pereira e Nakano, 2002; Erber, 2011; Bresser-Pereira, Paula e Bruno, 2019). Essa convenção determina a fixação da taxa Selic acima do previsto pelo teorema da paridade a descoberto da taxa de juros; e se ancora numa coalizão de interesses formada por uma classe de rentistas (capitalistas, consultores e profissionais de mercado financeiro), que recebem rendimentos derivados de juros e de outras operações com ativos financeiros (Bresser-Pereira, 2018; Bresser-Pereira, Paula e Bruno, 2019). Essa coalização de interesses teria capacidade de formar uma convenção, com força normativa, para que o BCB fixe a taxa Selic em patamares elevados.¹²

O resultado da “anomalia” da taxa de juros básica da economia brasileira é que essa taxa coloca um piso mínimo elevado para a taxa implícita de juros nominal e real que incidem nos passivos da DBGG e, portanto, no custo fiscal incorrido pelo Estado brasileiro através do serviço de juros dessa dívida. Entretanto, essa “anomalia” tem ainda outro efeito em termos de custo fiscal que decorre do controle da liquidez da economia brasileira. Se o superávit primário é usado para a redução do estoque de títulos da DPMFi, a contrapartida é a expansão da base monetária, o que exige seu controle por meio das operações compromissadas.¹³ Essas operações são de curto prazo e renumeradas a uma taxa semelhante à taxa Selic. Desse modo, como a taxa Selic é sistematicamente fixada em patamar elevado para combater a inflação, então é necessário que o BCB recorra a volumes significativo de operações compromissadas para manter a Selic-meta estabelecida pelo Copom no regime de meta de inflação, que apresentam custo fiscal semelhante aos títulos indexados à Selic (LFT), mas com prazo médio menor de resgate (Pellegrini, 2017).

As considerações acima apontam para um aspecto frequentemente negligenciado no debate sobre o problema fiscal do Estado brasileiro e suas consequências para o crescimento econômico: o seu *componente financeiro*. Esse componente é expresso no serviço de juros da DPMFi e das operações compromissadas, que constituem a maior parcela da DBGG, como se verá na próxima seção. Adicionalmente, deve ser considerada ainda a despesa financeira derivada das operações com contratos de *swap* cambial que é transferida ao Tesouro, ao final da apuração anual do balanço patrimonial do Banco Central. Esses componentes financeiros do custo da gestão da dívida pública doméstica e do câmbio, e, de forma mais geral, da coordenação da política fiscal, monetária e cambial no caso brasileiro, colocam uma restrição a acumulação de capital fixo pelo canal, embora não

¹⁰ Uma resenha crítica das diferentes explicações na literatura econômica da taxa de juros básica ser anormalmente elevada no caso brasileiro, ver Barbosa (2015).

¹¹ A discussão da perda de eficiência da política monetária e sua, importância para elevar o custo fiscal da dívida pública federal, em razão da permanência de percentual alto das LFTs na composição da DPMFi, é feita por uma extensa literatura econômica doméstica que aborda essa questão. Para uma revisão e avaliação crítica dessa literatura, ver Dornelas e Terra (2021).

¹² Deve ser observado que a coalização rentista reproduz essa convenção de taxa de juros elevadas por diferentes mecanismos de captura da Autoridade Monetária, dentre os quais a “porta giratória” (*revolving door*) de funcionários do setor público para o mercado financeiro privado e vice-versa, conforme discutido por Brezis e Cariolle (2018).

¹³ Uma descrição das diferentes características econômico-financeiras das operações compromissadas, ver Pellegrini (2017).

somente, da compressão sistemática do investimento público do Governo em Geral e, em especial, do Governo Central. A despesa com serviço de juros e eventualmente das operações de *swap* cambial incorrem em custo fiscal que implicam em compressão do investimento público.

3. Custo fiscal da gestão da dívida pública e do câmbio: dimensão e implicações para a acumulação de capital fixo na economia brasileira

As complementaridades da gestão da dívida pública e das políticas monetária e cambial podem ser avaliadas pelas inter-relações entre a DPMFi, as operações compromissadas e os contratos de *swap* cambial do BCB, todos essas variáveis econômico-financeiras apresentam sua rentabilidade, diretamente ou indiretamente, vinculadas à taxa Selic. Essas complementaridades geram operações com fins das políticas fiscal, monetária e cambial que incorrem em custos financeiros que, em última instância, são bancadas pelo Tesouro Nacional.

A Tabela 2 mostra a dimensão e a evolução do custo do serviço de juros da DPMFi, das operações compromissadas, dos contratos de *swap* cambial e da DBGG entre 2011 e 2019. Essa Tabela permite avaliar os custos fiscais resultantes da gestão da dívida pública, liquidez e câmbio. A primeira observação diz respeito ao custo fiscal suportado pelo Estado brasileiro quando se considera o serviço de juros da DPMFi e das operações compromissadas. Esses dois fatores somaram R\$ 3.754.954,0 bilhões do acumulado do serviço de juros, o representa 93,3% do total acumulado do serviço de juros pagos pela DBGG que foi de R\$ 4.026,7 bilhões, entre 2011 e 2019, todos esses valores a preços constantes pelo IPCA de 2019.

A despesa financeira com os contratos de *swap* cambial acumulou R\$ 64,5 bilhões de custo fiscal, bem menos que o custo da DPMFi e das operações compromissadas, mas essa despesa foi relevante para o Governo Central, exatamente quando o ciclo econômico se reverteu e o país entrou em recessão no segundo trimestre de 2014 (Codace, 2015). Esse valor representou cerca de 20% do custo fiscal total do governo no mesmo ano, em situação de contração do nível de atividade, com impacto negativo na arrecadação tributária. Portanto, a natureza pró-cíclica das operações de *swap* cambial agudiza o desequilíbrio fiscal. A elevação do custo dessas operações não se deu por acaso, pois reflete a crise da economia brasileira, com queda de 3,8% do PIB em 2015, que tornou o dólar ativo de *hedge* generalizado, inclusive de empresas não financeiras.

Tabela 2 – Custo fiscal bruto da gestão da dívida mobiliária, da liquidez e do câmbio, 2011 a 2019.

(Em R\$ milhões constantes: IPCA de 2019)

Em R\$ milhões constantes. A.C.F. de 2015)									
Anos	Serviço de Juros Bruto							Resultados Operações de Swap Cambial	Total Custo Fiscal
	Juros Apropriados da DPMFi	%	Operações compromissadas	%	Subtotal %	Dívida Bruta Governo Central	%		
2011	313.101	77,3	59.820	14,8	92,1	405.066	100	-1.108	371.813
2012	290.471	77,9	59.936	16,1	93,9	373.059	100	-1.685	348.722
2013	276.275	71,4	71.388	18,5	89,9	386.854	100	3.373	351.036
2014	299.979	71,6	89.775	21,4	93,1	418.751	100	14.280	404.034
2015	397.901	70,9	130.267	23,2	94,1	561.575	100	128.945	657.113
2016	391.318	67,4	152.789	26,3	93,7	580.836	100	-95.141	448.966
2017	336.640	71,7	108.809	23,2	94,8	469.727	100	-6.711	438.738
2018	327.307	77,6	66.811	15,8	93,5	421.642	100	14.795	408.913
2019	316.155	77,3	66.211	16,2	93,4	409.213	100	7.744	390.110
Total	2.949.148	73,2	805.806	20,0	93,3	4.026.724	100	64.491	3.819.445

Fonte: BCB. Elaboração dos autores.

Enfim, as informações que constam da Tabela 2 indicam que a fragilidade fiscal do Estado brasileiro não se esgota no problema do crescimento das despesas primárias. Para efeito de comparação, no período considerado, o custo fiscal acumulado para o Governo Central pela gestão da dívida, da liquidez e do câmbio representou 52% do PIB a preços básicos de 2019. A dimensão desse custo de natureza financeira para o Governo Central não pode ser desconsiderada como fator que concorre para comprimir – dado o atual arranjo institucional da política fiscal – os recursos do Orçamento Geral da União (OGU), especialmente do investimento em infraestrutura econômica do Governo Central (Magalhães, Araujo e Kolai, 2022). Portanto, é um fator relevante que contribuiu para fragilizar a capacidade de acumulação da economia brasileira e, conseqüentemente, a sua capacidade de crescimento.

Vale lembrar que as taxas de crescimento do PIB brasileiro nas últimas quatro décadas apresentam indicações empíricas robustas de queda tendencial.¹⁴ Essas taxas desaceleraram quase continuamente a partir da década de oitenta do século XX. Essa redução do crescimento econômico decorreria em grande parte da queda da taxa de acumulação de capital combinado com a redução da participação da indústria no PIB doméstico (Marquetti *et al.*, 2023; Oreiro, 2018).

Sem a pretensão de esgotar as causas da queda tendencial das taxas de crescimento da economia brasileira,¹⁵ a contração da taxa de acumulação e a desindustrialização estiveram associadas ao crescente processo de financeirização¹⁶ da economia brasileira a partir dos anos oitenta do século passado, especialmente a partir de 1994/1995, quando o regime de acumulação doméstico poderia ser caracterizado como *finance-dominated* com a singularidade de ser baseado na renda de juros da dívida pública interna (Bruno *et al.*, 2011).

Desta forma, o processo de financeirização em condições de dependência da economia brasileira, com suas especificidades operou no sentido de enfraquecer a relação entre a taxa de lucro das empresas não-financeiras e a taxa de acumulação de capital fixo. Isto por causa da taxa de acumulação depender, *gross modo*, da taxa de lucro das empresas não financeiras e das suas decisões de alocação dos fundos retidos dos lucros não distribuídos.¹⁷ A obtenção de uma taxa lucro suficientemente alta para o autofinanciamento do investimento é condição necessária, mas não suficiente para expandir a taxa de acumulação. Isso em razão da possibilidade de o lucro retido pelas empresas não-financeiras serem alocados em ativos financeiros.

Portanto, o cálculo da alocação de capital por parte das empresas não-financeiras leva em consideração, como um dos condicionantes relevante na sua decisão, as alternativas de retorno e risco da alocação em ativos de capital fixo e/ou financeiros. No caso brasileiro, existe um mercado de títulos públicos, cuja o piso de retorno é dado pela taxa de juros Selic com alto grau de liquidez, que é atrativo suficiente para impactar negativamente a proporção do lucro retido investido em capital fixo. As evidências apontam que a financeirização em situação de dependência no caso brasileiro - quando se considera diferentes métricas – contribuiu para reduzir a taxa de acumulação da economia brasileira e, conseqüentemente, sua taxa de crescimento econômico (Bruno *et al.* 2011; Bruno e Caffé, 2012; Bruno, 2022, Marquetti *et el.* 2023). Evidentemente, que enfraquecimento da relação entre taxa de lucro das empresas não-financeiras e acumulação, assim como suas conseqüências para a queda

¹⁴ Deve ser observado que o baixo crescimento econômico brasileiro pode ser tipificado como um caso da “armadilha da renda média”, que é definida como a tendência de um país apresentar baixas taxas de crescimento ao longo tempo, depois de um período de rápido crescimento, que o impede alcançar a renda *per capita* dos países classificados como desenvolvidos. Para uma resenha e discussão da “armadilha da renda média”, ver Glawe e Wagner (2016).

¹⁵ Uma avaliação crítica das causas da semiestagnação do crescimento econômico brasileiro, segundo uma avaliação das interpretações neoliberal, novo desenvolvimentismo e marxista, pode ser encontrada em Prado (2017).

¹⁶ O presente trabalho adota o conceito geral de financeirização como a dominância da alocação do capital em ativos monetários e financeiros em detrimento de capital fixo (máquinas, equipamentos e construção civil não residencial), com aumento da transferência de renda do setor não -financeiro para o setor financeiro e da concentração de renda (Stockhammer, 2004; Palley, 2008). Essa dominância resulta em um regime de acumulação em que a valorização do capital ocorre predominante na esfera financeira, o que caracterizaria esse regime como *finance-dominated* (Stockhammer, 2008) e o regime de crescimento *finance-led growth* (Chesnais, 2001; Stockhammer, 2008).

¹⁷ Vale advertir que essa relação de causalidade não é incontroversa nos modelos de crescimento pós-keynesianos, sobre esse ponto ver Oreiro (2016, capítulo 3).

tendencial da taxa de crescimento da economia brasileira não pode ser reduzido exclusivamente aos efeitos do processo de financeirização doméstico.¹⁸

É importante ainda ter em mente que os efeitos de um regime de acumulação *finance-dominated* em condições de dependência afeta a taxa de acumulação doméstica pelos seus impactos negativos no financiamento do investimento público com recursos orçamentários. Ou seja, um resultado importante do elevado custo fiscal da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio é a redução da capacidade do investimento do Governo em Geral e, em particular, do Governo Central. Se considerado o atual cenário de estagnação da renda *per capita* e da baixa produtividade da economia brasileira, a expansão do investimento em infraestrutura econômica é um instrumento relevante para a aceleração do crescimento, da produtividade e melhoria na distribuição de renda, conforme mostram estudos internacionais sobre o tema (Calderón e Servén, 2004; Calderón e Servén, 2014; Abiad, Furceri e Topalova, 2016).

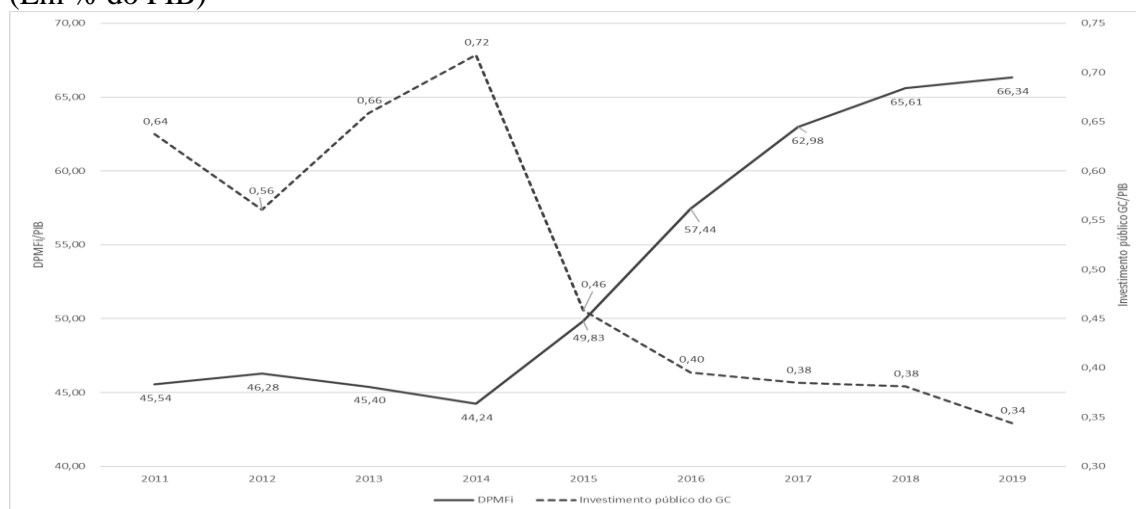
Contudo, a alta taxa de juros básica, praticada no regime de metas de inflação brasileiro -que fixa o piso de remuneração dos passivos públicos - causa um elevado custo fiscal, que pressiona o nível do superávit necessário para manter a trajetória da dívida pública sobre controle. Desta forma, a dinâmica da dívida pública impõe a compressão das despesas discricionárias, como o investimento público, que não está protegido por regras de vinculações constitucionais. A evolução recente das regras fiscais no Brasil corrobora para que o investimento seja uma variável de ajuste em uma situação de deterioração das contas públicas.

O Gráfico 4 mostra a evolução do investimento público do Governo Central e o estoque da DPMFi, entre 2011 e 2019.¹⁹ A evolução dessas variáveis é sugestiva de um *efeito crowding out* entre investimento público e o estoque da dívida mobiliária federal no mercado doméstico. Isso não é surpreendente, pois o canal que relaciona dívida - na métrica da DPMFi - e investimento público é o crescimento do estoque dessa dívida. A garantia da sustentabilidade da dívida pública federal no mercado doméstico impõe restrições legais, consolidadas em regras fiscais constitucionais e infraconstitucionais, sobre o gasto público. É preciso um superávit primário e/ou crescimento do PIB nominal que compense o serviço de juros nominais incorporado ao estoque da DPMFi, por meio da emissão de novos títulos, sob o risco de o mercado financeiro perceber a trajetória da dívida pública como não sustentável.

¹⁸ A evolução dos salários médios, que depende das condições políticas-institucionais, da produtividade do capital e do trabalho e do conflito distributivos, influenciado pelas políticas de proteção sociais, afetam a participação a participação do lucro das empresas não financeiras na renda nacional afetam a taxa de lucro, e, consequentemente ver Bruno e Caffé (2018) e Martins e Rugitsky (2021).

¹⁹ Para uma discussão, mais aprofundada sobre as relações dívida pública e a redução do investimento público em infraestrutura no caso brasileiro, ver Magalhães, Araujo e Kolai (2022).

Gráfico 4 – Evolução da DPMFi e do Investimento do Governo Central, 2011 a 2019
(Em % do PIB)



Fonte: DPMFi – BCB e FGV para Investimento do Setor Público – Observatório de Política Fiscal.
Elaboração dos autores

Vale lembrar que as evidências apontam a queda da taxa lucro e de acumulação da economia brasileira esteve associada a redução de longo prazo da produtividade do capital (Marquetti *et al.*, 2023). Nesse sentido, o investimento em infraestrutura econômica poderia ser um fator com impacto relevante para expandir a produtividade doméstica e, consequentemente a taxa de acumulação e o crescimento. Ademais, existe fundamentação empírica robusta para a ampliação do investimento do Governo Central – como pode se observar no Gráfico 3 não atinge 1% do PIB no período selecionado -, pois os multiplicadores desse investimento seriam elevados no caso brasileiro (Pires, 2014; Resende e Pires, 2021), inclusive com efeitos ainda mais potentes no caso de períodos recessivos (Orair e Siqueira, 2018).

Em especial, a aprovação da Emenda Constitucional nº 95/2016 - que criou o novo regime fiscal do teto de gastos sem extinguir legalmente o regime de meta de resultado primário - reforçou a tendência de compressão das despesas do investimento público. Mesmo a sua recente substituição pela Lei Complementar 200/2023 não sugere um mecanismo orçamentário compatível com o aumento do investimento público sem corte em outras rubricas orçamentárias, em especial, de gastos sociais e previdenciários. No entanto, as evidências sugerem que a contração sistemática desse investimento - que não impediu a expansão da DPMFi em razão do seu custo financeiro - contribuiu para enfraquecer a acumulação do capital fixo em infraestrutura, especialmente aquela financiada do Governo Central e, portanto, atuou no sentido de colaborar para a com a redução tendencial das taxas de crescimento da economia brasileira.

4. Considerações Finais

O diagnóstico dominante é que o problema fiscal é o maior responsável pela semiestagnação da economia brasileira. A receita para a retomada do crescimento seria um ajuste fiscal estrutural, focado na compressão das despesas primárias. Consoante com esse diagnóstico, tem sido aprovado um endurecimento progressivo das regras fiscais domésticas. Esse processo culminou com a aprovação da EC nº 95/2016, que dispõem que as despesas primárias, inclusive as de saúde e educação, somente sejam reajustadas pela inflação, medida pelo IPCA, por uma década, no mínimo, a partir de sua aprovação em 2016.

Contudo, a taxa de crescimento da economia se manteve semiestagnada com a aprovação da emenda do teto do gasto. Mesmo anteriormente ao impacto da pandemia de Coronavírus-19, a economia brasileira continuou apresentando taxas anêmicas de crescimento, desafiando o diagnóstico do ajuste fiscal estrutural. Tudo indica que a quebra da “máquina de crescimento” da economia brasileira não pode ser reduzida ao problema fiscal do Estado brasileiro. Nem mesmo é possível creditar todo desequilíbrio fiscal ao crescimento descontrolado das despesas primárias do setor

público. Esse trabalho procurou mostrar evidências de que a questão fiscal brasileira tem um componente financeiro importante ligado a dinâmica da dívida pública, que atua no sentido de contribuir para a manutenção e mesmo aprofundar o desequilíbrio das contas públicas. O que leva aprofundar o investimento público.

No caso brasileiro, a gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio apresenta um alto custo fiscal em razão do serviço de juros e de outras despesas de natureza financeira entre 2011 e 2019. Esse custo fiscal, por sua vez, expande o estoque de títulos da dívida pública em um processo autoalimentado de deterioração da sua sustentabilidade. Nesse quadro, a política de ajuste fiscal - unicamente por meio da contração da despesa primária - tende a se tornar permanente e de reduzida eficiência, independentemente da fase do ciclo econômico e das necessidades de financiamento de políticas sociais para a população mais pobre. Paradoxalmente, um dos resultados da política de ajuste fiscal permanente é a compressão da capacidade de investimento público em infraestrutura econômica, em especial a do Governo Central. Por sua vez, isto dificulta a retomada do crescimento e o aumento da produtividade do capital e trabalho que, ao fim e ao cabo, ajudaria na melhoria dos indicadores de endividamento do Governo em Geral e a retomada do crescimento econômico.

O elevado custo fiscal da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio, em regime de política monetário de taxa de juros básicos estruturalmente, elevado dá indicações da necessidade de reformas no seu arranjo institucional e de governança que reduzam a dimensão do custo fiscal dessa gestão. Um exemplo da necessidade de reformas é a ainda hoje a alta participação das LFT no estoque da DPMFi, um título pensado para evitar a dolarização da economia brasileira no período de alta inflação. Esse título garante indexação a taxa Selic, alta liquidez e duração zero para os seus carregadores no mercado financeiro, portanto impede a perda de capital no caso de alteração da taxa Selic. Uma das implicações da permanência desse título como instrumento da dívida pública federal interna é a perda da eficiência da política monetária²⁰ que impõe taxa de juros básicas elevadas para o controle da inflação no regime de metas, com a elevação do custo da gestão da dívida.²¹

Em síntese, as evidências aqui apresentadas sugerem que o equacionamento da questão fiscal brasileira vai requerer uma abordagem integrada, na qual exista uma regra fiscal anticíclica para as despesas primárias, e que considere também a execução de reformas institucionais que reduzam o custo financeiro da gestão da dívida pública, da liquidez e do câmbio, para abrir espaço fiscal necessário a elevação do investimento público em infraestrutura econômica. Não parece factível politicamente e eficiente do ponto de vista econômico basear o equilíbrio fiscal do Estado brasileiro somente na compressão das despesas primárias. A crença no ajuste fiscal expansionista se desfez no pensamento econômico dominante dos países desenvolvidos, mas aqui continua hegemônica, ajudando a perpetuar a não superação da armadilha de baixo crescimento da economia brasileira.

Referências

ABIAD, A.; FURCERI, D.; TOPALOVA, P. **The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies**. IMF Working Papers 15/95. 2016.

ATHAYDE, D. R.; VIANNA, A. C. Dívida pública brasileira: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. **Nova Economia**, v. 25, n. 2, 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública federal**. Brasília: Nota Técnica do Banco Central do Brasil n.º 47, 2021

BARBOSA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 1, 2015.

²⁰ Como já mencionado na nota de rodapé 15, uma revisão da literatura da permanência das LFT como instrumento da DPMFi e suas consequências econômicas, inclusive em termos de custo fiscal, ver Dornelas e Terra (2021).

²¹ Uma proposta para a eliminação das LFT como instrumento da DPMFi pode ser encontrada em Paula e Marconi (2018).

- BRESSER-PEREIRA, L. C. Capitalismo Financeiro Rentista. **Estudos Avançados** 32 (92) 2018.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Doença Holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana. **Revista de Economia Política**, nº 28 (1), pp.47-71, 2007.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma Estratégia De Desenvolvimento Com Estabilidade. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 22, n. 3, p. 533-563, 2002.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. A theoretical framework for new developmentalism. In: **Financial Stability and Growth**. Routledge, 2014. p. 55-73.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; PAULA, L. F.; BRUNO, M. **Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ (Texto para Discussão, nº 22), 2019.
- BREZIS, E. S.; CARIOLLE, J. The revolving door, state connections, and inequality of influence in the financial sector. **Journal of Institutional Economics**, v. 15, n. 4, p. 595-614, 2019.
- BRUNO, M. A financeirização como limite estrutural ao desenvolvimento brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos. **Dominância financeira e privatizações das finanças públicas no Brasil**. Brasília, DF: Fonacate, p. 38-76, 2022.
- BRUNO, M. *et al.* Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 31, p. 730-750, 2011.
- BRUNO, M., CAFFE, R. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade, Campinas**, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017.
- CALDERÓN, C.; SERVÉN, L. **Infrastructure, Growth, and Inequality: An Overview**. Policy Research. Working Paper 7034, Word Bank, Development Research Group, Macroeconomics and Growth Team. 2014.
- CHESNAIS, F. La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations. In: **Article présenté au Forum de la régulation**. 2001. p. 11-12.
- CODACE. Comitê de datação de ciclos econômicos. **Rio de Janeiro: CODACE**, 2015.
- DORNELAS, L. N.; Terra, F.H. **SELIC: o mercado brasileiro de dívida**. Campinas: Alínea, 2021.
- ERBER, Fabio S. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 31, p. 31-55, 2011.
- FURMAN, J. SUMMERS, L. **A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates** Jason Furman and Lawrence Summers, Washington: Brookings: (Discusson Draft), 2020
- GLAWE, L. AND WAGNER, H. **The middle-income trap - definitions, theories and countries concerned: a literature survey**. MPRA Paper n. 71196. 2016.
- HADZI-VASKOV, M.; RICCI, L. A. **Does Gross or Net Debt Matter More for Emerging Market Spreads?** IMF Working Paper n. 16/246. 2016.
- HENAO-ARBELAEZ, C; SOBRINHO, N. **Government Financial Assets and Debt Sustainability**. IMF Working Paper n. 17/173. 2017.
- LARA RESENDE, A. **Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática**. Portfolio-Penguin, 2020.
- LARA REZENDE, A. **A camisa de força ideológica da macroeconomia**. Valor Econômico, 11/02/2022.

- MAGALHÃES, L. C. G.; ARAUJO, C. R.; KOLAI, Y. J. Z. **Gestão da Dívida Pública e da Liquidez no Brasil, 2011 a 2019: complementariedades institucionais e os determinantes do crescimento da DPMFi**. Brasília, 2022 (mimeo).
- MAGALHÃES, L. C. G.; COSTA, C. R. **Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural**. (TD nº 2403), Brasília: IPEA, 2018.
- MARQUETTI, A. *et al.* Uma interpretação da economia brasileira a partir da taxa de lucro: 1950-2020. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 43, n. 2, p. 309-334, 2023.
- MARTINS, G. K.; RUGITSKY, F. The long expansion and the profit squeeze: output and profit cycles in Brazil (1996–2016). **Review of Radical Political Economics**, v. 53, n. 3, p. 373-397, 2021.
- ORAIR, R. O.; SIQUEIRA, F. de F. Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. **Economia e Sociedade**, v. 27, n. 3, p. 939-969, 2018.
- OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. **Macroeconomia da estagnação brasileira**. Alta Books, 2021.
- OREIRO, J. L.; SANTOS, J. F. C. **Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Countries**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing (no prelo). 2022.
- OREIRO, J. L. Estratégias de desenvolvimento e a escola novo-desenvolvimentista brasileira. **Cadernos de Campo: Revista de Ciências Sociais**, n. 24, p. 13-42, 2018.
- OREIRO, J. L. Macroeconomia do desenvolvimento: uma perspectiva keynesiana. **Rio de Janeiro: LTC**, v. 1, 2016.
- OREIRO, J. L.; MANARIN, L. L.; GALA, P. Deindustrialization, economic complexity and exchange rate overvaluation: the case of Brazil (1998-2017). **PSL quarterly review**, v. 73, n. 295, p. 313-341, 2020.
- PALLEY, T. Endogenous money: implications for the money supply process, interest rates, and macroeconomics. 2008.
- PELLEGRINI J. A. **As operações compromissadas do Banco Central**. Brasília: Instituição Fiscal Independente, 2017. (Estudo Especial, n. 3).
- PIRES, M. C. de C. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. **Economia Aplicada**, v. 18, p. 69-90, 2014.
- RESENDE, C. T.; PIRES, M. O impulso de multiplicador fiscal: implementação e evidência para o Brasil. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 51, n. 02, p. 213-243, 2021.
- STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge journal of economics**, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.
- STOCKHAMMER, E. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. **Competition & change**, v. 12, n. 2, p. 184-202, 2008.