DOI: 10.5281/zenodo.24561591

# Artigos Científicos

## A FINANCEIRIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DESAFIOS, VICISSITUDES E NECESSIDADES PÚBLICAS

***THE FINANCIALIZATION OF BRAZILIAN PUBLIC DEBT: CHALLENGES, VICISSITUDES AND PUBLIC NEEDS***

**Marcílio Barenco Corrêa de Mello**[1]

**RESUMO**

O artigo investiga a financeirização da dívida pública brasileira e suas repercussões sobre o financiamento estatal, a deliberação orçamentária e a realização de necessidades públicas. A hipótese é que a centralidade dos títulos públicos na valorização financeira pode restringir a autonomia das escolhas fiscais, embora o crédito público preserve funções legítimas de financiamento intertemporal e estabilização macroeconômica. Adota-se pesquisa bibliográfica e documental, de orientação jurídico-financeira, articulando literatura de economia política, Constituição Financeira e dados oficiais da Secretaria do Tesouro Nacional relativos aos exercícios de 2024 e 2025. Reconstrói-se a formação histórica da financeirização, delimitam-se as categorias de capital fictício e dívida soberana e examinam-se os canais de interação entre indexação, juros, refinanciamento e orçamento. Os indicadores apresentados evidenciam a relevância da composição da dívida e de seus fatores de variação, sem constituir prova autônoma de causalidade, captura institucional ou regressividade distributiva. Conclui-se que a legitimidade do endividamento exige compatibilizar segurança jurídica dos credores, sustentabilidade fiscal e intergeracional, transparência e concretização dos direitos fundamentais. Propõe-se uma governança publicista do crédito, orientada pela explicitação dos custos e riscos, pela avaliação das finalidades financiadas e pelo fortalecimento do controle democrático.

**Palavras-chave:** Financeirização. Dívida pública. Estado fiscal. Orçamento público. Necessidades públicas.

1 Pós-doutor pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Doutor e Mestre em Direito. Professor de Direito Financeiro da UFMG. Procurador do Ministério Público de Contas do Estado de Minas Gerais (MPC-MG).

***ABSTRACT***

*This article investigates the financialization of Brazilian public debt and its implications for State financing, budgetary deliberation and the fulfillment of public needs. It hypothesizes that the centrality of government securities in financial accumulation may constrain fiscal choices, although public borrowing retains legitimate roles in intertemporal financing and macroeconomic stabilization. The study adopts bibliographical and documentary research from a public-finance law perspective, combining political economy literature, the constitutional framework of public finance and official National Treasury data for 2024 and 2025. It reconstructs the historical emergence of financialization, defines fictitious capital and sovereign debt, and examines the interactions between indexation, interest, refinancing and budgeting. The indicators illustrate the relevance of debt composition and the factors behind changes in its stock, without independently establishing causation, institutional capture or regressive distribution. The study concludes that legitimate borrowing requires reconciling creditors' legal certainty, fiscal and intergenerational sustainability, transparency and fundamental rights. It proposes public-law governance of borrowing based on disclosure of costs and risks, assessment of financed purposes and stronger democratic oversight.*

***Keywords:*** *Financialization. Public debt. Fiscal State. Public budget. Public needs.*

## 1. INTRODUÇÃO

A dívida pública sempre ocupou posição ambivalente na teoria e na prática das finanças públicas. De um lado, representa mecanismo indispensável de financiamento intertemporal, capaz de permitir que o Estado antecipe recursos, responda a choques econômicos, estabilize ciclos recessivos e distribua no tempo o custo de investimentos públicos. De outro, quando submetida a um padrão de acumulação orientado pela valorização financeira, pode converter-se em centro de gravidade do orçamento e em vetor de transferência contínua de recursos públicos para portadores privados de riqueza mobiliária. É nesse segundo plano que se insere o problema investigado neste artigo: a financeirização da dívida pública brasileira e seus impactos sobre os desafios, as vicissitudes e as necessidades públicas que estruturam o Estado constitucional.

A palavra financeirização não designa apenas o crescimento do setor financeiro ou a expansão quantitativa de bancos, fundos e mercados. A literatura crítica a utiliza para descrever uma transformação mais profunda do capitalismo contemporâneo, em que variáveis financeiras, rendimentos financeiros, títulos negociáveis, métricas de liquidez e expectativas de valorização passam a condicionar decisões produtivas, políticas públicas e relações sociais.

Borsari e Proni observam que a categoria fornece um quadro analítico para relacionar mudanças no padrão de acumulação às suas repercussões sobre as relações de trabalho[2].

2 BORSARI, Pietro Rodrigo; PRONI, Marcelo Weishaupt Consequências da financeirização para os trabalhadores. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 24., 2019, Vitória. Anais [...]. Vitória: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2019. Disponível em: https://sep.org.br/anais/2019/Sessoes-Ordinarias/Sessao4.Mesas31_40/Mesa34/343.pdf. Acesso em: 6 out. 2026.

Camargo, por sua vez, descreve a financeirização como movimento em que o capital fictício se valoriza de modo relativamente independente da valorização dos ativos produtivos, alterando a dinâmica do sistema capitalista[3].

Quando essa chave analítica é transportada para o campo do Direito Financeiro, o debate ganha contornos próprios. A dívida pública não é mero passivo contábil; tampouco é simples instrumento neutro de gestão macroeconômica. Ela constitui relação jurídica de crédito público, compromisso de pagamento futuro, componente da política monetária, ativo de portfólios privados e objeto de escolhas orçamentárias que afetam a concretização de direitos fundamentais. Por isso, sua análise exige diálogo entre economia política, teoria da Constituição Financeira, orçamento público, responsabilidade fiscal e democracia. A questão central não é demonizar a dívida, mas compreender quando e como ela deixa de servir às necessidades públicas e passa a organizar o orçamento em função da remuneração do capital portador de juros.

Considerando a articulação entre tributação, crédito público e funções do Estado contemporâneo, parte-se de uma premissa que será aqui retomada: o cidadão-contribuinte sustenta financeiramente o Estado e, por isso, a arrecadação tributária e o endividamento público devem ser lidos à luz dos objetivos constitucionais, dos direitos fundamentais e da estrutura administrativa necessária ao exercício das funções estatais[4].

A financeirização acrescenta a essa discussão uma camada adicional: além da transferência tributária do particular para o público, existe uma dependência crescente do público em relação à poupança privada institucionalizada, que adquire títulos, precifica riscos, exige liquidez e influencia a forma como o orçamento se organiza.

Essa dependência é paradoxal. O Estado emite títulos para captar recursos junto a bancos, fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras, investidores estrangeiros e, em menor escala, pessoas físicas. Esses títulos, por sua vez, tornam-se ativos seguros e líquidos, fundamentais à composição da riqueza privada e à operação do sistema financeiro. Assim, o orçamento público depende do particular financeirizado, ao passo que a valorização privada depende da credibilidade, da capacidade arrecadatória e da autoridade monetária do Estado. Não há simples oposição entre Estado e mercado, mas sim uma interdependência assimétrica, na qual o Estado legitima, organiza e remunera circuitos privados de acumulação financeira, ao mesmo tempo em que se submete às pressões desses circuitos.

Carvalho, Miranda e Gambi sustentam que, no Brasil, o Estado é protagonista do processo de financeirização, pois os títulos da dívida pública, dotados de elevada rentabilidade e liquidez, alimentam a acumulação rentista-patrimonial e se tornam

3 CAMARGO, Loise Franco de. A financeirização: origens históricas, possíveis definições e impactos. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015. Disponível em: https://repositorio.unicamp.br/Busca/Download?codigoArquivo=509375. Acesso em: 6 out. 2026.

4 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

faceta importante da riqueza no capitalismo contemporâneo[5]. A afirmação desloca o debate: a financeirização brasileira não pode ser explicada apenas pela expansão do crédito privado, pela securitização de ativos ou pela governança corporativa das empresas, ainda que esses elementos sejam relevantes. No caso nacional, a dívida pública interna assume papel estrutural, porque oferece ao mercado um ativo financeiro de alta qualidade, ao mesmo tempo em que condiciona a política fiscal e monetária.

A hipótese do artigo é que a dívida pública brasileira, em contexto financeirizado, produz simultaneamente funcionalidades e riscos. Entre as funcionalidades, destacam-se o financiamento de despesas públicas, a estabilização de fluxos de caixa, a formação de curva de juros, a oferta de ativos seguros e o suporte à política monetária. Entre os riscos, encontram-se o risco de captura rentista de parcelas do orçamento e de compressão de despesas sociais, a opacidade do serviço da dívida, a naturalização da rolagem permanente, a fragilidade financeira do setor público e a redução do espaço democrático das escolhas orçamentárias. A questão decisiva, portanto, é delimitar quando o crédito público realiza necessidades públicas e quando apenas reproduz privilégios financeiros.

Assim, nossa análise é organizada em cinco tópicos de desenvolvimento, além desta introdução e da conclusão: primeiro, reconstrói-se a genealogia histórica da financeirização; segundo, delimitam-se os conceitos de capital fictício, títulos públicos e dívida soberana; terceiro, examina-se a dependência do orçamento público da financeirização do particular; quarto, analisam-se as vicissitudes brasileiras; quinto, discutem-se aspectos positivos, negativos e necessidades públicas de reforma institucional.

A pesquisa tem natureza bibliográfica e documental, abordagem qualitativa e orientação jurídico-financeira. A seleção da literatura é temática e não pretende constituir revisão sistemática: reúne formulações sobre financeirização, fragilidade financeira e Constituição Financeira, complementadas por estudos publicados em 2024 e 2026. O componente empírico é descritivo e utiliza o Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2025, com comparação entre os encerramentos de 2024 e 2025. Distinguem-se proposições dos autores consultados, indicadores oficiais e inferências normativas deste artigo. Não se estimam efeitos causais nem a incidência pessoal dos rendimentos financeiros.

O objetivo geral é demonstrar que a dívida pública deve ser reinserida no horizonte das finalidades constitucionais do Estado. O crédito público não pode ser compreendido como espaço autônomo, blindado, imune à deliberação democrática ou naturalmente superior às despesas primárias.

5 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

A Constituição Financeira impõe uma racionalidade publicista: receitas, despesas, crédito, orçamento e controle devem convergir para a preservação da capacidade estatal de realizar direitos, prover serviços, reduzir desigualdades e garantir sustentabilidade intergeracional. A financeirização, quando não controlada por essa racionalidade, transforma a dívida em tecnologia de governo das necessidades públicas por interesses particulares financeirizados.

## 2. GENEALOGIA HISTÓRICA DA FINANCEIRIZAÇÃO E RECONFIGURAÇÃO DO CAPITALISMO

A financeirização contemporânea tem raízes históricas no esgotamento do arranjo econômico e institucional que marcou o pós-guerra. O regime de *Bretton Woods*, estruturado sobre controles de capitais, câmbio relativamente estável, centralidade do dólar e compromisso keynesiano-fordista, permitiu um período de expansão produtiva, fortalecimento do Estado social e crescimento do consumo de massa.

Camargo ressalta que a chamada Idade de Ouro do capitalismo integrou trabalhadores, empresas e famílias a circuitos bancários e financeiros, ampliando intermediação e criando bases materiais para uma futura expansão da riqueza em papéis[6]. O que viria depois não surgiu de um ato isolado, mas de um conjunto de decisões, crises e inovações que se reforçaram mutuamente.

O fim da conversibilidade do dólar em ouro, em 1971, a adoção de câmbios flutuantes, o choque do petróleo, a estagflação e a crise de rentabilidade do modelo fordista abriram espaço para novas formas de mobilidade do capital. A literatura de Carvalho, Miranda e Gambi destaca que o modo de regulação financeirizado resulta dessas transformações, associadas à liberalização financeira, à desregulamentação dos mercados nacionais e ao desenvolvimento de instrumentos como derivativos e mecanismos de hedge[7]. A partir desse momento, a moeda, o crédito e os títulos deixam de ser apenas auxiliares da produção e ganham centralidade como formas privilegiadas de valorização.

A cidade de Londres, o mercado de eurodólares e os petrodólares desempenharam papel relevante nessa transição. Camargo descreve a criação de praças *offshore*, relativamente apartadas das regulações nacionais, como elemento decisivo para a acumulação e circulação de liquidez internacional[8]. Grandes empresas, bancos e detentores de excedentes passaram a operar em mercados

6 CAMARGO, Loise Franco de. A financeirização: origens históricas, possíveis definições e impactos. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015. Disponível em: https://repositorio.unicamp.br/Busca/Download?codigoArquivo=509375. Acesso em: 6 out. 2026.

7 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

8 CAMARGO, Loise Franco de. A financeirização: origens históricas, possíveis definições e impactos. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015. Disponível em: https://repositorio.unicamp.br/Busca/Download?codigoArquivo=509375. Acesso em: 6 out. 2026.

menos submetidos a controles públicos, enquanto os Estados nacionais enfrentavam dificuldades crescentes para regular fluxos financeiros que atravessavam fronteiras. Essa arquitetura reforçou a assimetria entre a velocidade do capital financeiro e a territorialidade do orçamento público.

A liberalização financeira também alterou os sujeitos dominantes da acumulação. Fundos de pensão, fundos mútuos, fundos *hedge*, seguradoras e demais investidores institucionais passaram a centralizar grandes massas de poupança privada e impor critérios de rentabilidade, liquidez e segurança aos mercados.

Sauviat, em referência mobilizada por Camargo, demonstra que fundos de pensão e fundos mútuos se tornaram atores centrais da finança mundializada, não apenas por administrarem recursos de terceiros, mas por exercerem poder acionário e influenciarem decisões empresariais[9]. O capital financeirizado, desse modo, não aparece como abstração; ele se institucionaliza em organizações, contratos, índices, mandatos fiduciários e práticas de gestão.

A mudança não foi apenas quantitativa. Na leitura de Braga, a financeirização deve ser compreendida como padrão sistêmico de riqueza, no qual o cálculo financeiro passa a orientar a gestão patrimonial dos principais agentes econômicos, organizando a dinâmica econômica contemporânea[10]. Essa formulação evita uma oposição simplista entre capital produtivo e capital financeiro. O capital industrial, o capital comercial, os bancos, os fundos e o Estado encontram-se entrelaçados em uma mesma lógica de valorização, ainda que suas funções e riscos sejam distintos. A financeirização, portanto, não é exterior ao capitalismo produtivo; é uma forma de sua reconfiguração.

Borsari e Proni sintetizam três grandes matrizes interpretativas da financeirização: a regulacionista, a pós-keynesiana e a marxista[11]. A primeira enfatiza a passagem de um regime fordista para um regime *finance-led*, no qual as formas institucionais, a norma salarial e a concorrência são afetadas pela dominação das finanças. A segunda destaca a instabilidade inerente ao capitalismo monetário e a influência dos mercados financeiros sobre o investimento e o emprego. A terceira trabalha com as categorias de capital portador de juros, capital fictício e autonomização relativa da valorização financeira. Essas perspectivas não são excludentes; em conjunto, revelam que a financeirização envolve instituições, decisões macroeconômicas, relações de classe e formas jurídicas.

9 SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François (org.). A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 109—132. apud CAMARGO, Loise Franco de. A financeirização: origens históricas, possíveis definições e impactos. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015. Disponível em: https://repositorio.unicamp.br/Busca/Download?codigoArquivo=509375. Acesso em: 6 out. 2026.

10 BRAGA, José Carlos de Souza. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. Economia e Sociedade, Campinas, v. 2, n. 1, p. 25—57, ago. 1993. BRAGA, José Carlos de Souza. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. Estudos Avançados, São Paulo, v. 23, n. 65, p. 89—102, 2009. DOI: 10.1590/S0103-40142009000100006.

11 BORSARI, Pietro Rodrigo; PRONI, Marcelo Weishaupt Consequências da financeirização para os trabalhadores. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 24., 2019, Vitória. Anais [...]. Vitória: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2019. Disponível em: https://sep.org.br/anais/2019/Sessoes-Ordinarias/Sessao4.Mesas31_40/Mesa34/343.pdf. Acesso em: 6 out. 2026.

No plano empresarial, a financeirização se manifesta na maximização do valor ao acionista, na distribuição de dividendos, na recompra de ações, no encurtamento dos horizontes de investimento e na pressão por redução de custos. Borsari e Proni mostram que a literatura sobre trabalho identifica conexões entre a lógica financeira e práticas como *downsizing*, terceirização, deslocalização produtiva, intensificação do ritmo de trabalho e precarização de vínculos[12]. Esse aspecto importa para a dívida pública porque revela uma mesma racionalidade: o primado do retorno financeiro, mesmo quando ele se realiza à custa da capacidade produtiva, da estabilidade laboral ou da prestação de serviços públicos.

O diálogo contemporâneo reforça a necessidade de separar os níveis de análise. Proni e Borsari examinam, em 2024, os efeitos da governança voltada ao retorno acionário sobre o trabalho em empresas brasileiras de capital aberto. Seu objeto não permite inferir diretamente efeitos da dívida soberana, mas oferece um contraponto para compreender como a orientação financeira altera decisões institucionais. Já Attílio e Pereira, em estudo publicado em 2026, utilizam indicadores de financeirização e um modelo vetorial de correção de erros para o período 1996–2017, encontrando relações desfavoráveis com o crescimento econômico. Esses resultados são condicionados à amostra, às variáveis e à especificação adotadas; não equivalem a uma demonstração de que toda emissão de títulos públicos reduz o investimento ou viola direitos.[13]

No plano estatal, a financeirização redefine o papel do governo. O Estado não desaparece, como sugeriria uma leitura superficial do neoliberalismo. Ao contrário, passa a ser chamado a criar mercados, garantir contratos, estabilizar expectativas, prover ativos seguros e socializar perdas em momentos de crise. Duménil e Lévy tratam o neoliberalismo como projeto de restauração do poder das classes proprietárias, no qual a finança assume posição privilegiada[14]. O Estado mínimo, nesse contexto, convive com um Estado forte para assegurar a ordem monetária, a solvência dos títulos e a disciplina fiscal necessária à remuneração do capital.

A dívida pública torna-se uma das pontes centrais entre finança e Estado. Chesnais argumenta que as finanças públicas alimentam a acumulação financeira, pois a necessidade permanente de financiamento leva os governos a recorrerem a empréstimos e títulos, enquanto a desoneração do capital e das altas rendas restringe a base fiscal[15]. Em termos simples, a mesma riqueza privada que se beneficia de regimes tributários favoráveis pode emprestar ao Estado e receber juros

12 BORSARI, Pietro Rodrigo; PRONI, Marcelo Weishaupt Consequências da financeirização para os trabalhadores. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 24., 2019, Vitória. Anais [...]. Vitória: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2019. Disponível em: https://sep.org.br/anais/2019/Sessoes-Ordinarias/Sessao4.Mesas31_40/Mesa34/343.pdf. Acesso em: 6 out. 2026.

13 PRONI, Marcelo Weishaupt; BORSARI, Pietro Rodrigo Impactos da financeirização no trabalho em empresas de capital aberto. Revista da ABET, v. 23, n. 1, p. 1—22, jan./jun. 2024. DOI: 10.61999/abet.1676-4439.2024v23n1.70500. Disponível em: https://periodicos.ufpb.br/index.php/abet/article/view/70500. Acesso em: 6 out. 2026. ATTÍLIO, Luccas Assis; PEREIRA, Jamile Ulisses. Estudo da financeirização em escala macroeconômica no Brasil. Economia e Sociedade, Campinas, v. 35, n. 1, e219075, 2026. DOI: 10.1590/1982-3533.2026v35n1.219075. Disponível em: https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8682424. Acesso em: 6 out. 2026.

14 DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis. In: EPSTEIN, Gerald A. (ed.). Financialization and the world economy. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar, 2005. p. 17–45.

15 CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François (org.). A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 35—67.

pagos pelo orçamento. Essa dinâmica produz duplo movimento: redução relativa da carga sobre certos detentores de riqueza e ampliação da dependência pública de seus recursos financeiros.

A história da financeirização também é a história da internacionalização do risco. Hardie associa financeirização à capacidade de comprar e vender risco em mercados líquidos[16]. Massó, ao aplicar esse raciocínio à dívida soberana, sustenta que a financeirização do mercado de dívida pública depende da capacidade do Estado de endividar-se e de transformar seus títulos em ativos negociáveis[17]. Quanto mais líquido e profundo o mercado, maior a capacidade de atração de investidores; mas também maior a sensibilidade do Estado às expectativas do mercado, aos prêmios de risco e à necessidade de rolar dívidas em condições adequadas.

Essa genealogia é indispensável para compreender o Brasil. O país não se financeirizou de modo idêntico aos centros capitalistas. Enquanto economias centrais expandiram mercados acionários, securitização de crédito e participação direta das famílias em ativos financeiros, a experiência brasileira foi marcada por juros historicamente elevados, dívida pública interna expressiva, indexação, instabilidade macroeconômica e papel central do Estado na construção de um mercado de títulos. A financeirização brasileira, portanto, não pode ser lida como mera importação de um modelo externo; ela se combina com dependência periférica, desigualdade social, estrutura tributária regressiva e fragilidade institucional do planejamento orçamentário.

A década de 1990, nesse sentido, é ponto de inflexão. A abertura econômica, as privatizações, a estabilização monetária, a reorganização do sistema financeiro e a adesão a princípios do chamado Consenso de Washington ampliaram a centralidade das finanças na condução da política econômica. Carvalho, Miranda e Gambi lembram que, dos anos 1990 em diante, a forma hegemônica de pensar a economia passou a desconfiar de políticas fiscais expansionistas e a privilegiar estabilidade de preços, disciplina orçamentária e credibilidade perante os mercados[18]. A dívida pública, nesse arranjo, converte-se em variável de credibilidade e ativo de valorização.

O Plano Real foi bem-sucedido ao enfrentar a hiperinflação, mas consolidou uma relação estreita entre política monetária, juros, câmbio, dívida pública e expectativas financeiras. A estabilização exigiu instrumentos de coordenação macroeconômica; ao mesmo tempo, elevou a importância dos títulos públicos na administração da liquidez e no financiamento estatal. Não se trata de negar a necessidade histórica de estabilização monetária. O ponto é perceber que, no ambiente financeirizado, a estabilidade pode ser administrada por meio de mecanismos que deslocam custos

16 HARDIE, Iain. How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. Review of International Political Economy, v. 18, n. 2, p. 141–167, 2011. DOI: 10.1080/09692290903507276.

17 MASSÓ, Matilde. The effects of government debt market financialization: the case of Spain. Competition & Change, v. 20, n. 3, p. 166–186, 2016. DOI: 10.1177/1024529416636191.

18 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

para o orçamento, comprimem despesas primárias e tornam o serviço da dívida um componente estrutural das escolhas públicas.

Portanto, a financeirização não é um episódio passageiro. É uma forma histórica de organização da riqueza e do poder. Sua genealogia mostra que a dívida pública brasileira deve ser analisada no encontro entre transformações globais e especificidades nacionais. A mundialização financeira produziu mercados líquidos, investidores institucionais e padrões de governança orientados por rentabilidade. O Brasil, por sua vez, ofereceu a esses circuitos um ativo público relevante, remunerado por juros, juridicamente protegido e fundamental para o funcionamento do sistema financeiro doméstico. A partir desse encontro, a dívida deixa de ser apenas instrumento de financiamento e passa a integrar o próprio regime de acumulação de riquezas.

## 3. CAPITAL FICTÍCIO, TÍTULOS PÚBLICOS E DÍVIDA SOBERANA: CATEGORIAS PARA A LEITURA DO CASO BRASILEIRO

A compreensão da financeirização da dívida pública exige a retomada da categoria de capital fictício. Na leitura de Marx retomada por Camargo, o capital portador de juros atinge forma aparentemente autônoma: dinheiro que parece gerar mais dinheiro sem passar pela mediação visível da produção. O capital fictício, nesse contexto, corresponde a títulos que representam direitos sobre rendas futuras, mas que podem circular como se fossem capital existente em si mesmo. Camargo enfatiza que a financeirização é justamente o movimento no qual essa riqueza em papéis se valoriza relativamente independente dos ativos produtivos[19]. A palavra relativamente é essencial, pois a valorização financeira não elimina a dependência última da produção, da tributação e do trabalho; ela a obscurece.

Carvalho, Miranda e Gambi recordam que Marx já identificava três formas importantes de capital fictício: crédito em estágio desenvolvido, títulos de propriedade de empresas e títulos da dívida pública[20]. A dívida soberana é, assim, uma das formas clássicas pelas quais rendas futuras são capitalizadas no presente. O titular de um título público não possui parcela física do Estado, mas detém direito juridicamente reconhecido a fluxos de pagamento futuros, lastreados na capacidade estatal de tributar, refinanciar, emitir moeda nos limites institucionais e priorizar despesas. A segurança do título decorre da autoridade pública; sua negociação decorre da lógica financeira.

A dívida pública, nesse plano, não é apenas obrigação. Ela é também ativo. Para o Tesouro, representa passivo a ser gerido; para o investidor, representa aplicação;

19 CAMARGO, Loise Franco de. A financeirização: origens históricas, possíveis definições e impactos. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015. Disponível em: https://repositorio.unicamp.br/Busca/Download?codigoArquivo=509375. Acesso em: 6 out. 2026.

20 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

para o Banco Central, pode ser instrumento de política monetária; para fundos, é componente de carteira; para bancos, é ativo líquido e garantia em operações; para o orçamento, é receita com despesa presente e futura. Essa pluralidade de funções explica a complexidade do fenômeno. Uma leitura exclusivamente moralista, que trate a dívida como simples excesso, é insuficiente. Do mesmo modo, uma leitura exclusivamente tecnocrática, que a trate como variável neutra de mercado, é incapaz de perceber seus efeitos distributivos e democráticos.

A classificação jurídica e fiscal da dívida pública reforça essa multiplicidade. A dívida pode ser bruta ou líquida, interna ou externa, contratual ou mobiliária, de governo geral ou do setor público, além de envolver indicadores como a Dívida Bruta do Governo Geral, a Dívida Líquida do Setor Público e a Dívida Pública Federal[21]. A dívida mobiliária federal interna, especialmente, é central para a financeirização, pois se estrutura por títulos negociáveis em mercado, com diferentes indexadores, prazos e características de liquidez. O Estado não apenas deve; ele emite papéis que se tornam infraestrutura do sistema financeiro.

Essa infraestrutura tem uma face positiva. Títulos públicos formam referência para a curva de juros, permitem a administração de liquidez, oferecem ativo seguro para investidores conservadores, contribuem para o desenvolvimento de mercado de capitais e viabilizam o financiamento de déficits em momentos de queda de receita ou aumento excepcional de despesa. Em crises, o endividamento pode ser condição de preservação de vidas, empregos e serviços públicos. O problema não está na emissão em si, mas na conversão da dívida em mecanismo permanente de valorização rentista, sem contrapartida adequada em investimento público, crescimento, direitos sociais ou sustentabilidade fiscal.

Minsky ajuda a compreender essa ambivalência. Sua hipótese da fragilidade financeira parte da ideia de que a estabilidade gera comportamentos que aumentam a instabilidade, à medida que agentes econômicos assumem posições mais arriscadas de financiamento[22]. Carvalho, Miranda e Gambi aplicam essa intuição ao setor público: quando o Estado precisa rolar dívidas antigas e tomar novos empréstimos em condições cada vez mais exigentes, sua estrutura patrimonial torna-se mais frágil[23]. Essa transposição exige cautela: a classificação das posições hedge, especulativa e Ponzi depende dos critérios do modelo e não autoriza equiparar a rolagem ordinária da dívida soberana a fraude ou insolvência. O refinanciamento, isoladamente, não demonstra insustentabilidade.

21 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

22 MINSKY, Hyman P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies: remarks upon receiving the Veblen-Commons Award. Journal of Economic Issues, v. 30, n. 2, p. 357–368, 1996. DOI: 10.1080/00213624.1996.11505800. MINSKY, Hyman P.; WHALEN, Charles J. Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism. Journal of Post Keynesian Economics, v. 19, n. 2, p. 155–170, 1996–1997. DOI: 10.1080/01603477.1996.11490102.

23 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

A fragilidade pública é distinta da fragilidade privada, porque o Estado possui poder de tributar, emitir normas, alterar políticas e, em certos casos, coordenar moeda. Contudo, essa diferença não o torna imune. A dependência de credores, a composição do vencimento, a indexação dos títulos, a parcela da dívida em mãos de não residentes, a taxa de juros real e a confiança nas instituições fiscais condicionam a margem de ação estatal. O Estado soberano não é uma família; mas também não é um sujeito abstrato sem restrições. Ele opera em ambiente jurídico, político e financeiro no qual expectativas privadas podem afetar o custo de suas decisões.

A categoria de capital fictício permite ainda perceber o caráter distributivo da dívida. Quando o Estado paga juros, transfere recursos arrecadados da sociedade a titulares de ativos financeiros. Essa transferência pode ser legítima, se remunerar adequadamente o empréstimo e viabilizar políticas públicas necessárias. Torna-se problemática, porém, quando o serviço da dívida assume prioridade opaca, quando o custo real do financiamento supera a capacidade de crescimento da economia, quando a remuneração é capturada por grupos de alta renda e quando a carga tributária recai regressivamente sobre consumo e trabalho. Nesse caso, a dívida converte-se em mediação jurídica da concentração de renda.

Guttmann descreve o capitalismo dirigido pelas finanças como ordem em que o crédito, os mercados e a lógica financeira moldam decisões de consumo, investimento e política econômica[24]. A dívida pública encaixa-se nesse quadro porque oferece ativo que combina rendimento e segurança. Sua liquidez permite que investidores entrem e saiam de posições; sua garantia pública reduz risco; sua remuneração pode superar alternativas produtivas. O resultado é uma concorrência desigual entre investimento produtivo incerto e aplicação financeira protegida. Em países com juros elevados, essa assimetria é ainda mais pronunciada.

No Brasil, a relação entre juros e dívida assume sentido constitucional. A taxa básica de juros, embora definida por autoridade monetária técnica, repercute sobre o custo do endividamento público, sobre a despesa orçamentária com juros, sobre a rolagem de títulos e sobre o espaço para despesas primárias. A política monetária, portanto, não é matéria isolada do orçamento. Há ainda correlação entre direito tributário, direito financeiro e concretização dos direitos fundamentais[25]. Se juros mais altos ampliam o serviço da dívida e comprimem a capacidade de realizar direitos, então a discussão monetária também é discussão de Constituição Financeira.

A noção de dívida soberana financeirizada também exige examinar quem são os credores. Carvalho, Miranda e Gambi apontam que os principais detentores de títulos públicos brasileiros são investidores institucionais, como instituições financeiras,

24 GUTTMANN, Robert. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, n. 82, p. 11—33, 2008. DOI: 10.1590/S0101-33002008000300001.

25 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

fundos de investimento, previdência e seguradoras[26]. Essa composição mostra que a dívida pública não se distribui democraticamente entre todos os cidadãos na mesma proporção em que todos suportam seus custos. A socialização do pagamento pode ser mais ampla do que a distribuição dos rendimentos. Daí a necessidade de olhar para a dívida não apenas pelo montante, mas pelo perfil de beneficiários.

A participação de fundos de previdência traz complexidade adicional. Parte da remuneração dos títulos públicos sustenta reservas de trabalhadores que poupam para aposentadoria. Isso revela que a financeirização não beneficia apenas uma elite abstrata; ela atravessa a vida cotidiana, as expectativas de segurança futura e a organização da previdência complementar. Van der Zwan chama atenção para a financeirização do cotidiano, na qual famílias e trabalhadores se tornam participantes de circuitos financeiros[27]. Ainda assim, a existência de beneficiários difusos não elimina a assimetria estrutural: grandes investidores possuem mais informação, poder de negociação e capacidade de influenciar regras do que pequenos poupadores.

A dívida pública também se relaciona com o debate sobre desenvolvimento. Pedras, ao analisar a história da dívida pública no Brasil, mostra que o endividamento brasileiro passou por mudanças institucionais, monetárias e políticas ao longo das décadas, com alterações de indexadores, prazos, credores e instrumentos[28]. A financeirização atual não é continuidade simples do passado, mas se apoia em trajetória histórica de instabilidade, inflação, reformas e busca de credibilidade. A transição para dívida predominantemente interna e em moeda nacional reduziu certos riscos cambiais, mas ampliou a centralidade dos mercados domésticos de títulos.

É necessário, portanto, distinguir dívida pública como técnica de financiamento e dívida pública como forma de riqueza financeirizada. Na primeira acepção, o Estado contrai obrigações para atender necessidades coletivas, suavizar flutuações e distribuir custos no tempo. Na segunda, o título público torna-se ativo privilegiado de acumulação, cuja remuneração é tratada como compromisso de precedência prática elevada, ainda que outras necessidades públicas sejam contingenciadas. A tensão entre essas duas acepções é o núcleo do problema. A mesma instituição jurídica pode servir ao interesse público ou à reprodução rentista, conforme o desenho de regras, prioridades e controles.

A leitura jurídica não pode ignorar que contratos e títulos públicos possuem força normativa. O credor que adquire título confia em regras de pagamento, vencimento, remuneração e negociação. A segurança jurídica é condição de crédito público.

26 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

27 VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. Socio-Economic Review, v. 12, n. 1, p. 99–129, 2014. DOI: 10.1093/ser/mwt020.

28 PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (org.). Dívida pública: a experiência brasileira. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. p. 57—80.

Todavia, segurança jurídica não é sinônimo de intangibilidade política do serviço da dívida. Em um Estado democrático, toda despesa pública deve ser transparente, controlável e justificável à luz do orçamento. A dívida não pode operar como zona de exceção, protegida por tecnicidade, linguagem financeira ou cláusulas institucionais que impeçam o debate social sobre seus custos e finalidades.[29]

Conclui-se, neste tópico, que a dívida soberana financeirizada combina três dimensões. É passivo público, porque gera obrigação estatal; é ativo privado, porque compõe riqueza financeira; e é instituição constitucional, porque condiciona a capacidade de realizar direitos e administrar recursos coletivos. A análise de capital fictício revela que títulos públicos representam direitos sobre receitas futuras, em especial receitas tributárias. A análise *minskyana* revela que a dependência de rolagem pode fragilizar o setor público. A análise jurídica revela que o orçamento deve submeter essa engrenagem à finalidade pública, e não apenas à racionalidade dos mercados.

## 4. ESTADO FISCAL, ORÇAMENTO E DEPENDÊNCIA DA FINANCEIRIZAÇÃO DO PARTICULAR

O Estado fiscal contemporâneo é sustentado, em regra, pela arrecadação tributária. Nabais afirma que o dever fundamental de pagar impostos compõe uma plataforma mínima de solidariedade social, indispensável ao financiamento das tarefas públicas[30]. No Brasil, essa premissa ganha densidade constitucional: os objetivos de construir sociedade livre, justa e solidária, erradicar pobreza, reduzir desigualdades e promover o bem de todos exigem estrutura administrativa, políticas públicas e despesas permanentes. Constata-se, assim, que o cidadão-contribuinte custeia o Estado e espera, em contrapartida, a concretização de direitos fundamentais[31].

A financeirização introduz uma segunda camada de dependência. Além de depender do contribuinte, o Estado depende do credor. A arrecadação tributária financia parte das despesas; quando insuficiente, quando há necessidade de investimento elevado, ou quando escolhas de política econômica assim determinam, o Estado recorre ao crédito. Esse crédito, em ambiente financeirizado, não se realiza apenas por empréstimos tradicionais, mas por títulos negociáveis, adquiridos por agentes privados e institucionais. O orçamento público, portanto, passa a ser atravessado pela lógica de mercado: precisa convencer investidores, administrar vencimentos, oferecer remuneração, preservar liquidez e manter credibilidade.

Essa dependência não deve ser lida como falha acidental. Ela é parte constitutiva do capitalismo financeirizado. Chesnais afirma que a dívida pública alimenta

29 A observação não propõe insegurança contratual. Defende-se apenas que a dívida pública, como qualquer despesa relevante, deve ser objeto de controle público, transparência, justificativa e avaliação de finalidade constitucional.

30 NABAIS, José Casalta. Por um Estado fiscal suportável: estudos de direito fiscal. Coimbra: Almedina, 2005.

31 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

a acumulação financeira por intermédio das finanças públicas, especialmente quando a tributação do capital e das rendas elevadas é reduzida ou dificultada pela mobilidade financeira[32]. A consequência é circular: o Estado deixa de arrecadar de certos segmentos com a intensidade possível ou desejável, endivida-se para cobrir necessidades, remunera credores que concentram riqueza e, para preservar sua solvência, pode pressionar despesas sociais ou ampliar a carga sobre bases menos móveis, como consumo e trabalho.

A expressão "financeirização do particular" pode ser compreendida como o processo pelo qual pessoas, empresas e instituições privadas passam a organizar sua riqueza, sua poupança e suas expectativas em ativos financeiros. Fundos de investimento, previdência complementar, bancos e seguradoras centralizam recursos de particulares e os direcionam, entre outras alternativas, para títulos públicos. Desse modo, o orçamento depende de uma poupança privada que não aparece como poupança individual dispersa, mas como massa institucionalizada, administrada por profissionais, orientada por mandatos de rentabilidade e capaz de reagir rapidamente a mudanças de juros, risco e confiança.

A dependência do orçamento em relação a essa poupança tem dimensão política. O credor não vota como credor, mas influencia como mercado. Suas expectativas são incorporadas em relatórios, *ratings*, taxas de juros futuras, curvas de rendimento, prêmios de risco e avaliações de sustentabilidade fiscal. A linguagem da responsabilidade fiscal, embora indispensável para evitar irresponsabilidades e ilusão financeira, pode ser apropriada por uma racionalidade estreita que identifica responsabilidade apenas com pagamento pontual ao credor, e não com responsabilidade perante o cidadão que necessita de saúde, educação, segurança, infraestrutura e proteção social. A financeirização desloca a pergunta: de "quais necessidades públicas devem ser atendidas?" para "como o mercado reagirá?".

A teoria da Constituição Financeira oferece instrumento para resistir a esse deslocamento. Ricardo Lobo Torres define a Constituição Financeira como subsistema constitucional que regula a atividade financeira do Estado, abrangendo receitas, despesas, orçamento, crédito público e controle[33]. Heleno Taveira Torres reforça que o Direito Constitucional Financeiro estabelece princípios e limites para a obtenção e aplicação dos recursos públicos[34]. A dívida pública, portanto, não pode ser lida apenas pelo contrato financeiro; ela pertence ao campo constitucional, porque afeta a distribuição de recursos e o exercício das competências estatais.

O orçamento, por sua vez, não é peça contábil neutra. Giacomoni o descreve como instrumento de planejamento, autorização e controle da ação governamental[35]. Em sociedades complexas, o orçamento traduz escolhas trágicas, prioridades políticas

32 CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François (org.). A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 35—67.
33 TORRES, Ricardo Lobo. Tratado de direito constitucional financeiro e tributário. v. 1: Constituição financeira, sistema tributário e Estado fiscal. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
34 TORRES, Heleno Taveira. Direito constitucional financeiro: teoria da constituição financeira. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.
35 GIACOMONI, James. Orçamento governamental: teoria, sistema, processo. São Paulo: Atlas, 2019.

e compromissos constitucionais. Quando a financeirização transforma o serviço da dívida em despesa com prioridade prática absoluta, o orçamento perde parte de sua potência democrática. A autorização parlamentar permanece formalmente existente, mas o espaço real de decisão pode ser comprimido por compromissos financeiros predefinidos, por metas fiscais rígidas e por pressões de credibilidade.

Temos ainda a chamada "blindagem jurídica orçamental" do serviço da dívida, apontando tensões com princípios como unidade, universalidade, equilíbrio, especificação, orçamento bruto e realismo orçamentário[36]. A crítica não significa defender inadimplemento irresponsável. Significa exigir que o serviço da dívida seja submetido ao mesmo regime de transparência, justificação, controle e comparação com outras despesas. A dívida pode ser prioridade em certas circunstâncias, mas não pode tornar-se cláusula invisível que absorve recursos sem debate público proporcional à sua relevância.

No plano positivo, a crítica à blindagem deve ser delimitada: o art. 166, § 3º, II, b, da Constituição restringe a utilização de dotações do serviço da dívida como fonte de recursos para emendas ao projeto de lei orçamentária. Essa proteção procedimental não afasta a publicidade, a fiscalização financeira ou a avaliação de legitimidade e economicidade. O crédito público permanece sujeito ao controle previsto nos arts. 70 e 71, bem como às exigências de planejamento e transparência da Lei de Responsabilidade Fiscal. A proposta aqui sustentada é conferir efetividade a esses controles, preservando as competências dos órgãos de gestão e a segurança jurídica dos contratos.[37]

A dependência da financeirização privada também afeta a forma de tributação. Se o capital financeiro é altamente móvel, os Estados tendem a enfrentar dificuldades políticas e técnicas para tributar rendas financeiras, patrimônio e grandes fortunas na mesma intensidade com que tributam consumo e folha de salários. Boyer observa que, no regime financeirizado, a mobilidade do capital dificulta a tributação e pode deslocar a incidência para o trabalho e ativos fixos[38]. Em países desiguais, esse deslocamento agrava injustiças distributivas, porque os grupos que mais dependem de serviços públicos são também os que suportam parte relevante da tributação indireta.

A relação entre dívida e tributação é central. Toda dívida pública é promessa de arrecadação futura ou de refinanciamento futuro. Quando o Estado emite títulos, antecipa recursos contra sua capacidade futura de extrair receitas da sociedade. Por isso, não há dívida pública sem cidadania fiscal. A dívida é, em última instância, relação

36 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

37 BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 6 out. 2026. BRASIL. Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 6 out. 2026. Constituição, arts. 70, 71 e 166, § 3º, II, b; Lei Complementar nº 101/2000, arts. 1º, § 1º, 4º e 48.

38 BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. Economy and Society, v. 29, n. 1, p. 111–145, 2000. DOI: 10.1080/030851400360587.

entre gerações de contribuintes e credores presentes. Scaff insiste na necessidade de uma leitura republicana do orçamento e da liberdade igual, vinculando finanças públicas aos direitos fundamentais e à sustentabilidade intergeracional[39]. A financeirização ameaça essa leitura quando naturaliza a transferência do futuro para o presente sem debate sobre finalidades.

A dependência do particular financeirizado pode produzir resultados positivos quando orientada por necessidades públicas. A poupança privada pode financiar infraestrutura, políticas anticíclicas, reconstrução após desastres, transição energética, ciência, educação e investimentos de longo prazo. O crédito público permite que o Estado realize despesas cuja utilidade social excede o exercício financeiro anual. Musgrave já tratava das funções alocativa, distributiva e estabilizadora das finanças públicas, reconhecendo que o Estado atua para corrigir falhas de mercado, redistribuir renda e estabilizar a economia[40]. O endividamento pode servir a essas funções.

Entretanto, a financeirização tende a favorecer prazos curtos, liquidez e remuneração compatível com expectativas de mercado. A necessidade pública, muitas vezes, exige o oposto: planejamento longo, retorno social difuso, baixa liquidez e benefícios não monetizáveis. Uma escola, um hospital, uma política de saneamento ou uma reforma administrativa podem produzir ganhos sociais que não aparecem imediatamente na curva de juros. O conflito entre temporalidade financeira e temporalidade pública é uma das grandes vicissitudes da dívida. A primeira busca marcação a mercado; a segunda precisa construir capacidades coletivas. O orçamento constitucional deve proteger a segunda sem ignorar os custos da primeira.

A dependência financeira também envolve a política monetária. Quando a autoridade monetária eleva juros para controlar inflação ou expectativas, aumenta a atratividade dos títulos públicos e, frequentemente, o custo de carregamento da dívida. A decisão pode ser tecnicamente justificável em certos contextos, mas tem efeitos distributivos. A renda de detentores de títulos pode aumentar, enquanto o investimento produtivo e o emprego podem sofrer. Borsari e Proni destacam que a financeirização afeta o trabalho tanto por canais macroestruturais quanto por estratégias empresariais[41]. No setor público, o canal macro se manifesta na disputa entre juros, investimento e políticas sociais.

Não se pode confundir crítica à financeirização com defesa de irresponsabilidade fiscal. Ao contrário, a crítica publicista exige responsabilidade mais ampla. Responsabilidade fiscal não é apenas produzir superávit primário; é assegurar que o endividamento tenha finalidade legítima, custo transparente, prazo compatível, risco

39 SCAFF, Fernando Facury. Orçamento republicano e liberdade igual: ensaio sobre Direito Financeiro, República e direitos fundamentais no Brasil. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

40 MUSGRAVE, Richard Abel. Teoria das finanças públicas: um estudo de economia governamental. São Paulo: Atlas, 1976.

41 BORSARI, Pietro Rodrigo; PRONI, Marcelo Weishaupt Consequências da financeirização para os trabalhadores. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 24., 2019, Vitória. Anais [...]. Vitória: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2019. Disponível em: https://sep.org.br/anais/2019/Sessoes-Ordinarias/Sessao4.Mesas31_40/Mesa34/343.pdf. Acesso em: 6 out. 2026.

administrável e retorno social justificável. Giambiagi e Além mostram a importância de distinguir resultado primário, resultado nominal e variação do endividamento para compreender a real situação fiscal[42]. A tecnicidade dos indicadores deve servir ao controle democrático, e não à opacidade.

A metodologia "acima da linha" e "abaixo da linha" ilustra essa necessidade. Enquanto uma evidencia receitas e despesas desagregadas, a outra observa a variação do endividamento líquido[43]. Para a democracia orçamentária, ambas são relevantes. A primeira permite identificar onde o Estado arrecada e gasta; a segunda revela a consequência financeira agregada das decisões. Em ambiente financeirizado, a ausência de clareza sobre essas metodologias pode favorecer narrativas simplificadoras, ora culpando exclusivamente direitos sociais pela dívida, ora ignorando o peso dos juros e da rolagem.[44]

O desafio é reconstruir o crédito público como instrumento subordinado às necessidades públicas. Isso exige transparência sobre credores, indexadores, prazos, custos, riscos e finalidade das emissões; exige avaliação do impacto distributivo do serviço da dívida; exige coordenação entre política fiscal, monetária e de desenvolvimento; exige controle parlamentar e social efetivo; e exige uma teoria jurídica que não trate o mercado como destinatário privilegiado do orçamento. A confiança dos credores é relevante, mas não pode substituir a confiança dos cidadãos na capacidade do Estado de cumprir a Constituição.

Dessa forma, a dependência do orçamento público da financeirização do particular é uma relação de dupla face. Ela viabiliza o financiamento estatal e oferece ativos seguros ao sistema financeiro, mas também submete necessidades coletivas a critérios privados de retorno, liquidez e risco. A questão pública decisiva consiste em inverter a hierarquia: o particular financeirizado pode participar do financiamento do Estado, mas a forma, o custo e a finalidade dessa participação devem ser determinados por um projeto constitucional de desenvolvimento, igualdade e sustentabilidade, e não por uma lógica automática de remuneração rentista.

## 5. VICISSITUDES DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: LIQUIDEZ, JUROS, FRAGILIDADE E RESTRIÇÕES DECISÓRIAS

O caso brasileiro apresenta singularidades que acentuam as vicissitudes da dívida pública financeirizada. A primeira é a centralidade dos títulos públicos na acumulação rentista-patrimonial. Carvalho, Miranda e Gambi afirmam que a dívida pública interna se tornou um eixo fundamental da acumulação rentista no Brasil, subordinando finanças públicas às pressões dos mercados financeiros globais e

42 GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. Finanças públicas: teoria e prática no Brasil. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

43 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

44 Na terminologia fiscal brasileira, a apuração acima da linha observa receitas e despesas desagregadas; a apuração abaixo da linha observa a variação do endividamento. As metodologias são complementares para o controle democrático da dívida.

domésticos[45]. Esse diagnóstico é especialmente relevante porque desloca o foco da dívida como problema meramente fiscal para a dívida como instituição estruturante do capitalismo brasileiro contemporâneo.

A segunda singularidade é a combinação de elevada liquidez com remuneração historicamente atrativa. Títulos públicos brasileiros foram, por longos períodos, capazes de oferecer segurança, liquidez e juros reais elevados. Em termos financeiros, essa combinação é poderosa: ativos seguros costumam remunerar menos; ativos arriscados remuneram mais. Quando o Estado oferece ativo relativamente seguro com remuneração elevada, cria incentivo para alocação de riqueza em papéis públicos, em detrimento de alternativas produtivas mais incertas. Bruno e seus coautores identificam esse padrão como elemento do regime de crescimento liderado pelas finanças no Brasil[46].

A terceira singularidade envolve a herança inflacionária e a indexação. A experiência brasileira com inflação elevada levou à criação de instrumentos financeiros capazes de preservar valor real, reduzir incertezas de curto prazo e sustentar a demanda por títulos. A indexação, em determinados contextos, foi mecanismo de proteção e transição. Contudo, quando prolongada, pode reforçar a inércia financeira e transferir ao Estado custos elevados de remuneração. A dívida indexada a juros ou inflação preserva credores, mas pode ampliar a rigidez orçamentária. O resultado é um orçamento que absorve choques monetários e inflacionários de forma desigual.

A quarta singularidade diz respeito ao perfil dos investidores. O predomínio de instituições financeiras, fundos de investimento, previdência e seguradoras demonstra que a dívida pública é menos uma poupança popular direta e mais um ativo central das carteiras administradas por grandes intermediários. Carvalho, Miranda e Gambi observam que a representatividade das famílias é pequena em comparação com investidores institucionais[47]. Isso não significa que famílias estejam totalmente ausentes, pois podem participar indiretamente por fundos e previdência, mas significa que o poder de mercado, informação e pressão política é concentrado em intermediários profissionais.

A quinta singularidade está na relação entre dívida e política monetária. O controle inflacionário por juros elevados aumenta a remuneração dos títulos e pode ampliar a despesa com juros. Ao mesmo tempo, o endividamento elevado pode

45 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

46 BRUNO, Miguel; DIAWARA, Hawa; ARAÚJO, Eliane; REIS, Anna Carolina; RUBENS, Mário. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Brasília, DF: Ipea, 2009. (Texto para Discussão, n. 1455). Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstreams/7c605de4-7a87-4dc4-9f7e-98f9365c7d7d/download. Acesso em: 6 out. 2026. BRUNO, Miguel; DIAWARA, Hawa; ARAÚJO, Eliane; REIS, Anna Carolina; RUBENS, Mário. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 730—750, 2011. DOI: 10.1590/S0101-31572011000500003.

47 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

tornar a autoridade monetária mais sensível ao impacto fiscal de suas decisões. Essa interação gera dilema: juros podem estabilizar preços, mas também elevar o custo fiscal e atrair capitais especulativos; juros baixos podem aliviar a dívida, mas, em certos contextos, afetar expectativas. A financeirização intensifica o dilema porque mercados reagem instantaneamente a sinais de política econômica, muitas vezes antes que seus efeitos reais sejam observados.

**Tabela 1 – Perfil da Dívida Pública Federal: encerramentos de 2024 e 2025**

| INDICADOR | 2024 | 2025 |
|---|---|---|
| Estoque da DPF (R$ bilhões) | 7.316,1 | 8.635,1 |
| Prefixados (%) | 22,0 | 22,0 |
| Índices de preços (%) | 27,0 | 25,9 |
| Taxa flutuante (%) | 46,3 | 48,3 |
| Câmbio (%) | 4,8 | 3,8 |
| Vencimentos em 12 meses (%) | 17,9 | 17,5 |
| Prazo médio (anos) | 4,0 | 4,0 |

Fonte: elaboração própria a partir do Tesouro Nacional. Valores arredondados; percentuais referem-se à DPF.[48]

**Tabela 2 – Variação do estoque da DPF em 2025**

| COMPONENTE | R$ BILHÕES |
|---|---|
| Aumento do estoque | 1.319,0 |
| Emissões líquidas | 439,1 |
| Juros apropriados | 880,0 |

Fonte: elaboração própria a partir do Tesouro Nacional. Diferenças residuais decorrem de arredondamento.[49]

A maior participação da taxa flutuante evidencia exposição ao custo dos juros. A redução dos vencimentos próximos impede, contudo, diagnosticar deterioração uniforme. Juros apropriados não equivalem a desembolsos orçamentários. As tabelas não comprovam captura, concentração pessoal de renda ou supressão de direitos; essas hipóteses exigem investigação adicional.

A sexta singularidade envolve o resultado primário e o resultado nominal. O debate público frequentemente se concentra nas despesas primárias, como se elas fossem responsáveis exclusivas pela trajetória da dívida. O resultado nominal indica a necessidade de financiamento do setor público, incorporando o efeito dos juros[50].

48 BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2025. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, 2026. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2025/114. Acesso em: 6 out. 2026. Tabela 2, p. 17.

49 BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2025. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, 2026. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2025/114. Acesso em: 6 out. 2026. Tabela 3, p. 18.

50 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do

Quando a despesa financeira é elevada, superávits primários podem ser insuficientes para estabilizar a dívida. Isso não absolve o Estado de controlar despesas correntes ineficientes, mas impede que o diagnóstico ignore o papel do serviço da dívida na reprodução do endividamento.

A sétima singularidade é a opacidade. Termos como rolagem, *duration*, indexadores, operações compromissadas, resultado abaixo da linha, custo médio, estoque, vencimentos e marcação a mercado dificultam a participação cidadã. A linguagem técnica é necessária para precisão, mas pode funcionar como barreira democrática. Scaff critica a falta de transparência do serviço da dívida e defende que a sociedade saiba de modo claro quanto paga de juros e que esforço financeiro é exigido para cumprir compromissos creditícios[51]. A opacidade favorece tanto discursos alarmistas quanto complacência tecnocrática.

A oitava singularidade é a blindagem prática do serviço da dívida em comparação com outras despesas. Em momentos de ajuste fiscal, despesas sociais e investimentos costumam ser contingenciados com maior visibilidade, enquanto a despesa financeira segue lógica própria de contratos, vencimentos e expectativas. Aqui, criticamos a compressão de gastos públicos de interesses primários e a proteção patrimonialista dos serviços da dívida[52]. A questão não é defender quebra unilateral de compromissos, mas indagar por que certas despesas são tratadas como escolhas políticas e outras como fatalidades técnicas.

A nona singularidade está no pacto federativo. Estados e municípios enfrentam restrições severas para endividamento, renegociação e pagamento de dívidas com a União, enquanto a dívida federal possui dinâmica própria, ligada à política monetária e ao mercado de títulos. A Lei de Responsabilidade Fiscal disciplina o endividamento e as operações de crédito, em articulação com as competências constitucionais do Senado para fixação de limites, mas o tratamento do serviço da dívida federal permanece mais complexo e menos intuitivo para o controle social. O federalismo fiscal brasileiro, já marcado por desigualdades regionais, torna-se ainda mais tensionado quando a União concentra instrumentos financeiros e os entes subnacionais dependem de transferências, renegociações e autorizações.[53]

A décima singularidade é a disputa sobre austeridade. Alesina, Favero e Giavazzi representam uma literatura que busca avaliar efeitos macroeconômicos de ajustes

Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

51 SCAFF, Fernando Facury. Crédito público e sustentabilidade financeira. Revista Direito à Sustentabilidade, Foz do Iguaçu, v. 1, n. 1, p. 34—47, 2014. Disponível em: https://e-revista.unioeste.br/index.php/direitoasustentabilidade/article/view/11046. Acesso em: 6 out. 2026.

52 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

53 BRASIL. Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 6 out. 2026. BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 6 out. 2026. Lei Complementar nº 101/2000, arts. 29—32; Constituição, art. 52, VI—IX.

fiscais e sua composição[54]. Em sentido crítico, autores desenvolvimentistas e pós-keynesianos sustentam que cortes de investimento e políticas sociais em economias deprimidas podem reduzir crescimento, arrecadação e capacidade de pagamento. A financeirização torna essa disputa mais aguda: mercados podem exigir ajuste rápido, enquanto necessidades públicas demandam gasto anticíclico. A resposta adequada não é dogmática, mas depende da composição do gasto, do ciclo econômico, do custo da dívida e do retorno social do endividamento.

A décima primeira singularidade envolve o chamado capitalismo de laços. Lazzarini mostra que o Estado brasileiro, mesmo após privatizações, permaneceu conectado a grandes grupos privados por crédito, participação acionária e redes de influência[55]. Essa análise complementa a financeirização da dívida: o problema não é apenas o credor abstrato, mas o modo como elites econômicas podem se relacionar com decisões públicas, subsídios, crédito direcionado e títulos. A dívida pode financiar políticas legítimas, mas também pode acomodar coalizões de interesses que socializam custos e privatizam benefícios.

A décima segunda singularidade é a fragilidade *minskyana* do setor público. Carvalho, Miranda e Gambi, com base em metodologia inspirada em Terra e Ferrari Filho, indicam aumento da fragilidade do setor público brasileiro entre 2008 e 2014, coincidindo com aprofundamento da financeirização[56]. O dado importa menos como fotografia de um período específico e mais como alerta analítico: a solvência pública não depende apenas do estoque da dívida, mas da relação entre receitas, despesas, juros, prazos, liquidez e capacidade de refinanciamento.

A décima terceira singularidade está na tensão entre dívida e desenvolvimento. Um Estado pode endividar-se para financiar infraestrutura, educação, inovação e transição produtiva, aumentando a capacidade futura de pagamento. Pode também endividar-se para cobrir déficits correntes, juros passados ou políticas de baixo retorno social. A distinção é crucial. A financeirização tende a indiferenciar a finalidade do título: para o investidor, importa risco e retorno; para a Constituição, importa finalidade pública. A gestão da dívida deve, por isso, ser acompanhada de avaliação qualitativa do gasto que originou a necessidade de financiamento.

A décima quarta singularidade é a distribuição social do ajuste. Se a dívida é paga por receitas públicas predominantemente regressivas, e se seus rendimentos são apropriados por agentes de maior renda, há transferência líquida dos mais pobres para os mais ricos. Paulani analisa a crise do regime de acumulação com

54 ALESINA, Alberto; FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. What do we know about the effects of austerity? Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2018. (NBER Working Paper, n. 24246). DOI: 10.3386/w24246. Disponível em: https://www.nber.org/papers/w24246. Acesso em: 6 out. 2026.

55 LAZZARINI, Sérgio G. Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

56 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026. TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, Fernando. A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000—2009. EconomiA, Brasília, DF, v. 12, n. 3, p. 497—516, set./dez. 2011. Disponível em: https://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497_516.pdf. Acesso em: 6 out. 2026.

dominância financeira e aponta a situação brasileira como exemplo de subordinação da política econômica à valorização financeira[57]. Essa subordinação não é apenas macroeconômica; é social. Ela afeta quem paga tributos, quem recebe juros, quem perde serviços e quem tem acesso a alternativas financeiras.

A relação entre despesas financeiras e direitos sociais deve, portanto, ser tratada como problema de escolha institucional e de incidência distributiva, não como identidade contábil. Estoques de dívida, fluxos de juros, amortizações e refinanciamentos possuem naturezas distintas; sua soma indiscriminada pode produzir uma medida enganosa do custo fiscal. Tampouco a categoria institucional do detentor identifica a renda do beneficiário final: fundos e entidades previdenciárias administram patrimônio de terceiros. Uma conclusão sobre regressividade exige vincular incidência tributária, distribuição dos rendimentos e efeitos das políticas públicas, tarefa que excede o recorte desta pesquisa.

A décima quinta singularidade envolve a democracia orçamentária. Buchanan e Tullock, a partir de perspectiva da escolha pública, chamam atenção para incentivos, custos de decisão e riscos de captura no processo político[58]. Embora essa tradição tenha pressupostos distintos da economia política crítica, ela ajuda a lembrar que decisões fiscais podem ser capturadas por grupos organizados. Na dívida financeirizada, credores são frequentemente mais organizados do que usuários difusos de políticas públicas. O controle democrático deve compensar essa assimetria, tornando visíveis custos, beneficiários e alternativas.

A décima sexta singularidade é a dimensão intergeracional. Dívida contraída hoje será paga por contribuintes futuros, salvo se refinanciada indefinidamente. Scaff associa crédito público e sustentabilidade financeira à necessidade de proteger gerações futuras contra excessiva oneração por compromissos passados[59]. A financeirização torna a rolagem permanente aparentemente normal, mas a normalidade financeira não elimina a pergunta ética: quais benefícios públicos justificam a transferência de encargos ao futuro? A resposta deve ser mais exigente quando a dívida financia juros sobre juros, e menos problemática quando financia ativos sociais duradouros.

Essas vicissitudes não autorizam conclusão simplista. A dívida pública brasileira não é intrinsecamente ilegítima, nem pode ser extinta por voluntarismo. Ela é parte da soberania fiscal e monetária do Estado. Porém, sua forma financeirizada exige disciplina publicista mais intensa. É preciso avaliar sua estrutura, seus credores, seu custo, sua relação com juros, seu impacto distributivo e sua compatibilidade com as necessidades públicas. O problema brasileiro não é apenas o tamanho da dívida;

57 PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. Estudos Avançados, v. 23, n. 66, p. 25—39, 2009.
58 BUCHANAN, James M.; TULLOCK, Gordon. The calculus of consent: logical foundations of constitutional democracy. Indianapolis: Liberty Fund, 1999.
59 SCAFF, Fernando Facury. Crédito público e sustentabilidade financeira. Revista Direito à Sustentabilidade, Foz do Iguaçu, v. 1, n. 1, p. 34—47, 2014. Disponível em: https://e-revista.unioeste.br/index.php/direitoasustentabilidade/article/view/11046. Acesso em: 6 out. 2026.

é o modo como ela se articula com um padrão de acumulação que transforma o orçamento em fonte de remuneração financeira privilegiada.

## 6. DESAFIOS, ASPECTOS POSITIVOS, RISCOS NEGATIVOS E NECESSIDADES PÚBLICAS

A análise crítica da financeirização da dívida pública deve evitar dois extremos. O primeiro é a naturalização tecnocrática, segundo a qual a dívida é simples variável de mercado e seu serviço deve ser pago sem questionamento público relevante. O segundo é a negação voluntarista, segundo a qual a dívida seria pura fraude ou poderia ser ignorada sem custos sociais. Entre esses extremos, há espaço para uma teoria publicista do crédito público. Essa teoria reconhece funções positivas do endividamento, mas submete sua estrutura e seus custos às finalidades constitucionais, à transparência e à justiça distributiva.

O primeiro aspecto positivo da dívida pública é permitir financiamento intertemporal. Despesas com saneamento, infraestrutura, educação, saúde e pesquisa podem gerar benefícios superiores ao exercício financeiro em que são realizadas. No Brasil, a denominada regra de ouro, prevista no art. 167, III, da Constituição, veda operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa e aprovação por maioria absoluta do Poder Legislativo. Trata-se de limite agregado: a regra não vincula automaticamente cada emissão a um investimento específico nem assegura, por si, a qualidade do gasto financiado.[60]

O segundo aspecto positivo é a estabilização macroeconômica. Em crises, a arrecadação cai e a demanda por gasto público aumenta. Se o Estado fosse obrigado a equilibrar receitas e despesas em cada exercício de modo rígido, agravaria recessões, reduziria proteção social e destruiria capacidade produtiva. A experiência da pandemia, tratada sob a ótica de excepcionalidade financeira, mostrou que emergências exigem respostas públicas intensas e rápidas[61]. O endividamento pode ser instrumento legítimo de preservação da ordem social quando há desastre, guerra, recessão profunda ou colapso sanitário, em "orçamentos de guerra".

O terceiro aspecto positivo é a construção de mercado de referência. Títulos públicos líquidos auxiliam a formação de curva de juros, servem de garantia em operações financeiras, oferecem parâmetro para precificação de ativos privados e permitem a condução da política monetária. Hardie e Massó mostram que a profundidade do mercado de dívida soberana está ligada à capacidade de transacionar risco e ampliar liquidez[62]. Uma economia sem instrumentos públicos

60 BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 6 out. 2026. Art. 167, III.

61 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

62 HARDIE, Iain. How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity.

confiáveis pode enfrentar dificuldades de financiamento e maior instabilidade. A questão é calibrar essa infraestrutura para favorecer o desenvolvimento e conter incentivos ao rentismo improdutivo.

O quarto aspecto positivo é a inclusão financeira de pequenos poupadores, quando instrumentos como Tesouro Direto permitem acesso direto a títulos públicos com custos menores e maior segurança. Essa inclusão, todavia, não deve obscurecer a composição real da dívida. A maior parcela continua concentrada em investidores institucionais, e a capacidade de influência permanece desigual. Ainda assim, há potencial democrático em permitir que cidadãos acessem instrumentos seguros de poupança, desde que isso não se converta em legitimação acrítica de uma estrutura que beneficia desproporcionalmente grandes carteiras.

O primeiro risco negativo é o rentismo. Quando a remuneração de títulos públicos supera de modo persistente o retorno esperado de investimentos produtivos, há incentivo à preferência por aplicações financeiras. Isso pode reduzir dinamismo produtivo, inovação e emprego. Stockhammer argumenta que regimes dominados pelas finanças podem desacelerar a acumulação produtiva, pois recursos são direcionados a dividendos, recompras ou aplicações financeiras em vez de investimento fixo[63]. No setor público, lógica semelhante ocorre quando recursos fiscais se destinam a juros em vez de infraestrutura social e econômica.

O segundo risco negativo é a compressão de direitos. Direitos fundamentais têm custos. Saúde, educação, assistência, previdência, segurança, meio ambiente e justiça dependem de pessoal, equipamentos, tecnologia e planejamento. Quando o serviço da dívida cresce de forma rígida, despesas primárias podem ser tratadas como variável de ajuste. Alertamos que a dívida pública pode comprimir gastos de interesses públicos primários, inviabilizando investimentos indispensáveis à concretização do Estado social[64]. A financeirização agrava esse quadro ao conferir linguagem de inevitabilidade à remuneração financeira.

O terceiro risco negativo é a opacidade democrática. O orçamento é público por definição, mas a dívida muitas vezes é discutida em linguagem inacessível. A dificuldade técnica reduz a capacidade de controle social e fortalece intermediários especializados. O desafio não é simplificar indevidamente, mas traduzir. Relatórios da dívida, planos anuais de financiamento, demonstrativos fiscais e decisões de política monetária devem ser inteligíveis a parlamentares, tribunais de contas, ministérios públicos, academia, imprensa e sociedade civil. Sem inteligibilidade, não há deliberação democrática real, apenas deferência a especialistas e operadores de mercado.

Review of International Political Economy, v. 18, n. 2, p. 141–167, 2011. DOI: 10.1080/09692290903507276. MASSÓ, Matilde. The effects of government debt market financialization: the case of Spain. Competition & Change, v. 20, n. 3, p. 166—186, 2016. DOI: 10.1177/1024529416636191.

63 STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, v. 28, n. 5, p. 719–741, 2004. DOI: 10.1093/cje/beh032. STOCKHAMMER, Engelbert. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. Competition & Change, v. 12, n. 2, p. 184–202, 2008. DOI: 10.1177/102452940801200207.

64 LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329—345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

O quarto risco negativo é a captura institucional. Em mercados financeirizados, a fronteira entre gestão técnica e interesse privado pode tornar-se porosa. Bancos e fundos participam de consultas, leilões, expectativas e debates regulatórios; ex-dirigentes públicos podem circular por instituições financeiras; relatórios privados influenciam agendas públicas. Isso não implica ilicitude automática, mas exige governança robusta, com controles éticos e de *compliance*. A dívida pública deve ser gerida com critérios técnicos e republicanos, prevenindo conflitos de interesse e garantindo que o objetivo seja minimizar custos de longo prazo com risco prudente, e não satisfazer pressões de curto prazo de determinados segmentos.

O quinto risco negativo é a fragilidade diante de choques. Quanto menor o prazo médio da dívida, maior a parcela indexada a juros de curto prazo, maior a dependência de não residentes e maior a necessidade de rolagem, mais vulnerável o Estado se torna. A financeirização promete liquidez, mas a liquidez pode desaparecer em momentos de crise. Investidores que compram rapidamente também vendem rapidamente. O Estado precisa, então, administrar colchões de liquidez, alongar prazos, diversificar indexadores e reduzir exposição a movimentos abruptos. A gestão prudente da dívida é uma necessidade pública, não um favor ao mercado.

O sexto risco negativo é o estreitamento do horizonte de planejamento. A lógica financeira privilegia avaliações frequentes e métricas de curto prazo. O Estado constitucional, entretanto, precisa planejar décadas: educação básica, infraestrutura, transição demográfica, mudanças climáticas, segurança hídrica, defesa nacional e ciência não cabem em ciclos curtos de rentabilidade. Coutinho e Belluzzo já discutiam a financeirização da riqueza e seus efeitos sobre decisões de gasto em economias abertas[65]. No plano público, a consequência é a dificuldade de sustentar projetos de longo prazo quando a política econômica é permanentemente avaliada por "humores" financeiros imediatos.

A primeira necessidade pública é transparência radical do serviço da dívida. Transparência não significa apenas disponibilizar bases de dados; significa explicar, em linguagem clara, quanto se paga, a quem se paga em termos agregados, por que se paga, quais indexadores incidem, que riscos existem e quais alternativas de gestão foram consideradas. O Tribunal de Contas da União e os tribunais de contas subnacionais podem desempenhar papel relevante no acompanhamento da dívida, não para substituir a gestão do tesouro, mas para fortalecer controle externo, publicidade e *accountability*.

A segunda necessidade pública é vinculação qualitativa do endividamento a finalidades constitucionais. O Estado deve distinguir endividamento para investimento, endividamento anticíclico, endividamento para rolagem e endividamento decorrente de juros. Essa distinção não elimina a fungibilidade do dinheiro, mas qualifica a deliberação e esclarece os dados. Quando a sociedade

65 COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Economia e Sociedade, Campinas, v. 7, n. 2, p. 137—150, dez. 1998. Disponível em: https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643156. Acesso em: 6 out. 2026.

enxerga que dívida financia hospital, saneamento ou ciência, pode avaliar custo e benefício. Quando a dívida financia apenas juros passados, a justificativa deve ser mais rigorosa. O crédito público precisa recuperar uma "narrativa" de finalidade, não apenas de necessidade de caixa.

A terceira necessidade pública é integração entre política fiscal, monetária e de desenvolvimento. Não basta impor metas fiscais se a política monetária amplia o custo da dívida; não basta reduzir juros se a política fiscal é percebida como insustentável; não basta investir se o investimento não aumenta produtividade, arrecadação ou bem-estar. A Constituição Financeira exige coordenação. Nassif critica armadilhas do tripé macroeconômico brasileiro e chama atenção para limites de uma política que trate inflação, câmbio e resultado fiscal de modo excessivamente rígido[66]. O desafio é compatibilizar estabilidade com desenvolvimento.

A quarta necessidade pública é justiça tributária. Se a dívida é paga por tributos, a estrutura tributária importa. Um sistema regressivo, centrado em consumo, faz com que os mais pobres contribuam proporcionalmente mais para remuneração de ativos detidos por grupos de maior renda. A reforma da dívida, portanto, não pode ser separada da reforma tributária. Estado fiscal sustentável depende de arrecadação suficiente, progressiva e eficiente. Nabais lembra que a cidadania fiscal envolve deveres, mas esses deveres devem ser distribuídos segundo capacidade contributiva e solidariedade[67]. Sem justiça tributária, a dívida financeirizada aprofunda desigualdade.

A quinta necessidade pública é revisão da qualidade do gasto. Criticar o serviço da dívida não autoriza ignorar ineficiências, privilégios e baixa efetividade de despesas primárias. Um orçamento capturado por despesas ineficientes também compromete direitos. A diferença é que a crítica deve ser simétrica: despesas sociais devem ser avaliadas por resultados, mas despesas financeiras também devem ser avaliadas por custo, risco e beneficiários. A responsabilidade republicana exige examinar todo o orçamento. A seletividade crítica é funcional à captura: uns defendem cortes sociais sem discutir juros; outros denunciam juros sem discutir qualidade do gasto.

A sexta necessidade pública é educação financeira e orçamentária da cidadania. A financeirização do cotidiano faz com que trabalhadores sejam devedores, investidores, contribuintes e usuários de serviços públicos ao mesmo tempo. Lapavitsas observa que a financeirização envolve expropriação financeira e transformação de relações sociais[68]. No Brasil, compreender a dívida pública é parte da alfabetização democrática. Escolas, universidades, imprensa, órgãos de controle e parlamentos devem tornar o orçamento mais legível, permitindo que a sociedade discuta prioridades com informação.

66 NASSIF, André. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. Revista de Economia Política, v. 35, n. 3, p. 426—443, 2015.

67 NABAIS, José Casalta. Por um Estado fiscal suportável: estudos de direito fiscal. Coimbra: Almedina, 2005.

68 LAPAVITSAS, Costas. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. Historical Materialism, v. 17, n. 2, p. 114–148, 2009. DOI: 10.1163/156920609X436153. LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. Work, Employment and Society, v. 25, n. 4, p. 611–626, 2011. DOI: 10.1177/0950017011419708.

A sétima necessidade pública é sustentabilidade intergeracional. O endividamento não pode transferir encargos injustificados a gerações futuras. Ao mesmo tempo, austeridade cega também prejudica o futuro quando destrói investimentos em infância, ciência, infraestrutura e meio ambiente. O critério adequado não é dívida zero, mas dívida sustentável e qualificada. Sustentável é aquela cujo custo é compatível com crescimento, arrecadação e estabilidade; qualificada é aquela que financia bens públicos ou estabilização social. A financeirização tende a medir sustentabilidade apenas pela capacidade de pagamento ao credor; a Constituição exige medir também a capacidade de entregar futuro aos cidadãos.[69]

A oitava necessidade pública é proteção do orçamento contra automatismos. Metas, tetos e regras fiscais podem ser úteis para disciplinar escolhas, mas não devem operar como substitutos da deliberação democrática. Regras mal desenhadas podem congelar despesas sociais e deixar despesas financeiras relativamente livres, reforçando a hierarquia financeirizada. Regras boas devem ser simples, transparentes, contracíclicas, compatíveis com investimento e sujeitas a revisão democrática. A dívida pública precisa de âncoras, mas essas âncoras devem prender o Estado à Constituição, não ao curto prazo dos mercados.

A nona necessidade pública é fortalecimento da capacidade estatal. A financeirização frequentemente deslegitima o Estado como produtor, planejador e investidor, mas exige Estado forte para garantir mercados. Essa contradição foi observada por Carvalho, Miranda e Gambi: o neoliberalismo precisa de orçamento forte para assegurar pagamento de juros, mesmo quando defende Estado mínimo em outras áreas[70]. Uma resposta publicista deve reivindicar Estado forte também para planejar, regular, investir e controlar a dívida. Capacidade estatal não é gasto supérfluo; é condição de autonomia democrática.

Em síntese, a dívida pública financeirizada impõe desafios que não se resolvem por slogans. Ela tem funções positivas, mas cria riscos distributivos, democráticos e fiscais. Pode financiar necessidades públicas, mas também capturar o orçamento. Pode estabilizar crises, mas também perpetuar fragilidades. Pode democratizar acesso a ativos seguros, mas também concentrar renda. A tarefa jurídica e política consiste em submeter a técnica financeira à finalidade pública. Essa submissão não significa ignorar mercados; significa recolocá-los em seu lugar constitucional: instrumentos de financiamento da vida coletiva, e não titulares de precedência sobre a vida coletiva.

69 A sustentabilidade intergeracional não exige a eliminação absoluta do endividamento, mas a preservação da capacidade das gerações futuras de financiar seus próprios direitos e escolher suas prioridades públicas.

70 CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008—2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/rev38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

## 7. CONCLUSÃO

A financeirização da dívida pública brasileira revela uma das tensões centrais do Estado contemporâneo: o mesmo instrumento que permite financiar políticas, estabilizar crises e organizar mercados pode converter-se em eixo de acumulação rentista, compressão orçamentária e restrição democrática. A dívida não é boa ou má em abstrato. Sua legitimidade depende da finalidade, do custo, da transparência, da distribuição de benefícios e encargos, da sustentabilidade e da compatibilidade com os objetivos constitucionais. O problema surge quando a dívida deixa de ser meio de realização das necessidades públicas e passa a constituir finalidade prática do orçamento.

O percurso histórico mostrou que a financeirização emerge do esgotamento do regime de *Bretton Woods*, da liberalização financeira, da expansão de praças *offshore*, da formação de investidores institucionais e da reorganização da riqueza em papéis líquidos. No Brasil, esse processo assumiu feição própria, marcada pela centralidade dos títulos públicos, pela importância dos juros, pela indexação, pela concentração institucional dos credores e pela ligação estreita entre política monetária e orçamento. Na interpretação crítica examinada, a dívida pública interna constitui um eixo relevante da acumulação rentista-patrimonial, ao mesmo tempo em que permaneceu instrumento necessário de financiamento do Estado.

A análise conceitual demonstrou que os títulos públicos são forma de capital fictício: direitos sobre rendas futuras, lastreados na capacidade estatal de arrecadar e refinanciar. Essa característica não os torna ilegítimos, mas exige controle publicista. O credor possui direito juridicamente protegido, mas esse direito se insere em orçamento constitucional que também protege saúde, educação, assistência, previdência, segurança, investimento e igualdade. A segurança jurídica do crédito não pode converter-se em invisibilidade democrática da despesa financeira.

O componente descritivo acrescentado não autoriza confirmar, por si só, a hipótese distributiva em toda a sua extensão. Sua contribuição consiste em explicitar dimensões mensuráveis da gestão da dívida e em impedir que estoque, refinanciamento e despesa com juros sejam tratados como grandezas indistintas. A inferência normativa é mais circunscrita: a complexidade financeira torna indispensáveis transparência inteligível, avaliação de riscos e deliberação fundada em evidências. Investigações posteriores poderão testar a incidência dos rendimentos e dos tributos por estratos de renda e a relação entre custos financeiros e capacidade de prestação dos serviços públicos.

A dependência do orçamento em relação à financeirização do particular é o núcleo da vicissitude contemporânea. O Estado depende da poupança privada institucionalizada para financiar-se; essa poupança depende do Estado para obter ativos seguros, líquidos e remunerados. A interdependência é real, mas assimétrica. Investidores organizados conseguem reagir rapidamente; cidadãos dependentes

de serviços públicos possuem capacidade difusa de pressão. Por isso, o Direito Financeiro deve funcionar como técnica de equilíbrio republicano, tornando visíveis custos, beneficiários e escolhas.

Os aspectos positivos da dívida pública devem ser preservados. Crédito público é indispensável para investimentos duradouros, respostas emergenciais, estabilização macroeconômica, formação de mercado de referência e proteção de pequenos poupadores. Todavia, esses aspectos positivos só se sustentam quando subordinados a finalidades públicas. O endividamento para investimento socialmente produtivo é diferente do endividamento para rolagem permanente de juros. A despesa financeira necessária é diferente da despesa financeira naturalizada. A responsabilidade fiscal republicana deve distinguir essas situações.

Os aspectos negativos exigem reformas institucionais e culturais. Rentismo, compressão de direitos, opacidade, captura, fragilidade, regressividade tributária e encurtamento do horizonte público são riscos a serem investigados e enfrentados na governança da dívida financeirizada. Enfrentá-los demanda transparência radical, controle externo qualificado, coordenação entre política fiscal e monetária, justiça tributária, avaliação da qualidade do gasto, educação orçamentária e regras fiscais compatíveis com investimento e direitos fundamentais. A dívida deve ser governada, não apenas rolada.

A conclusão normativa é que a dívida pública brasileira precisa ser reconduzida à Constituição Financeira. Isso significa reconhecer que orçamento, crédito, tributo e despesa formam unidade orientada por objetivos republicanos. O serviço da dívida não pode ser blindado contra escrutínio democrático, assim como despesas primárias não podem ser preservadas sem avaliação de eficiência e legitimidade. A equidade intergeracional exige dívida sustentável; a justiça social exige distribuição adequada de encargos; a democracia exige transparência; e as necessidades públicas exigem que o crédito seja instrumento de realização constitucional.

Assim, os desafios da financeirização não recomendam ruptura irresponsável com o mercado de dívida, mas reconstrução de sua racionalidade. O Estado brasileiro deve continuar honrando compromissos, preservando credibilidade e gerindo riscos. Porém, deve fazê-lo com autonomia, clareza e prioridade pública. A dívida pública não pode ser o centro silencioso do orçamento; deve ser objeto de deliberação, controle e planejamento. Só então deixará de expressar uma dependência passiva da financeirização do particular para tornar-se mecanismo legítimo de financiamento das necessidades públicas brasileiras.

# REFERÊNCIAS


ALESINA, Alberto; FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. What do we know about the effects of austerity? Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2018. (NBER Working Paper, n. 24246). DOI: 10.3386/w24246. Disponível em: https://www.nber.org/papers/w24246. Acesso em: 6 out. 2026.

ATTÍLIO, Luccas Assis; PEREIRA, Jamile Ulisses. Estudo da financeirização em escala macroeconômica no Brasil. Economia e Sociedade, Campinas, v. 35, n. 1, e219075, 2026. DOI: 10.1590/1982-3533.2026v35n1.219075. Disponível em: https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8682424. Acesso em: 6 out. 2026.

BORSARI, Pietro Rodrigo; PRONI, Marcelo Weishaupt. Consequências da financeirização para os trabalhadores. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 24., 2019, Vitória. Anais [...]. Vitória: Sociedade Brasileira de Economia Política, 2019. Disponível em: https://sep.org.br/anais/2019/Sessoes-Ordinarias/Sessao4.Mesas31_40/Mesa34/343.pdf. Acesso em: 6 out. 2026.

BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. Economy and Society, v. 29, n. 1, p. 111–145, 2000. DOI: 10.1080/030851400360587.

BRAGA, José Carlos de Souza. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. Economia e Sociedade, Campinas, v. 2, n. 1, p. 25–57, ago. 1993.

BRAGA, José Carlos de Souza. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. Estudos Avançados, São Paulo, v. 23, n. 65, p. 89–102, 2009. DOI: 10.1590/S0103-40142009000100006.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 6 out. 2026.

BRASIL. Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 6 out. 2026.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2025. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, 2026. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2025/114. Acesso em: 6 out. 2026.

BRUNO, Miguel; DIAWARA, Hawa; ARAÚJO, Eliane; REIS, Anna Carolina; RUBENS, Mário. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Brasília, DF: Ipea, 2009. (Texto para Discussão, n. 1455). Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstreams/7c605de4-7a87-4dc4-9f7e-98f9365c7d7d/download. Acesso em: 6 out. 2026.

BRUNO, Miguel; DIAWARA, Hawa; ARAÚJO, Eliane; REIS, Anna Carolina; RUBENS, Mário. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 730–750, 2011. DOI: 10.1590/S0101-31572011000500003.

BUCHANAN, James M.; TULLOCK, Gordon. The calculus of consent: logical foundations of constitutional democracy. Indianapolis: Liberty Fund, 1999.

CAMARGO, Loise Franco de. A financeirização: origens históricas, possíveis definições e impactos. 2015. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015. Disponível em: https://repositorio.unicamp.br/Busca/Download?codigoArquivo=509375. Acesso em: 6 out. 2026.

CARVALHO, Deysianne Ulhôa de; MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; GAMBI, Thiago Fontelas Rosado. Financeirização e fragilidade do setor público brasileiro: um estudo para o período 2008–2014. Revista de Economia, Curitiba, v. 38, n. 67, 2017 [publicação eletrônica: 7 jul. 2019]. DOI: 10.5380/re.v38i67.67880. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/67880. Acesso em: 6 out. 2026.

CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François (org.). A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 35–67.

COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Economia e Sociedade, Campinas, v. 7, n. 2, p. 137–150, dez. 1998.

Disponível em: https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643156. Acesso em: 6 out. 2026.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis. In: EPSTEIN, Gerald A. (ed.). Financialization and the world economy. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar, 2005. p. 17–45.

GIACOMONI, James. Orçamento governamental: teoria, sistema, processo. São Paulo: Atlas, 2019.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. Finanças públicas: teoria e prática no Brasil. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GUTTMANN, Robert. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, n. 82, p. 11–33, 2008. DOI: 10.1590/S0101-33002008000300001.

HARDIE, Iain. How much can governments borrow? Financialization and emerging markets government borrowing capacity. Review of International Political Economy, v. 18, n. 2, p. 141–167, 2011. DOI: 10.1080/09692290903507276.

LAPAVITSAS, Costas. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. Historical Materialism, v. 17, n. 2, p. 114–148, 2009. DOI: 10.1163/156920609X436153.

LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. Work, Employment and Society, v. 25, n. 4, p. 611–626, 2011. DOI: 10.1177/0950017011419708.

LAZZARINI, Sérgio G. Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LIMA NETO, Manoel Cavalcante de; MELLO, Marcílio Barenco Corrêa de. A importância dos tributos e da dívida pública no papel do Estado contemporâneo. Revista de Direito Brasileira, Florianópolis, v. 30, n. 11, p. 329–345, 2021 [publicação eletrônica: 16 set. 2022]. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2021.v30i11.6808. Disponível em: https://indexlaw.org/index.php/rdb/article/view/6808. Acesso em: 6 out. 2026.

MASSÓ, Matilde. The effects of government debt market financialization: the case of Spain. Competition & Change, v. 20, n. 3, p. 166–186, 2016. DOI: 10.1177/1024529416636191.

MINSKY, Hyman P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies: remarks upon receiving the Veblen-Commons Award. Journal of Economic Issues, v. 30, n. 2, p. 357–368, 1996. DOI: 10.1080/00213624.1996.11505800.

MINSKY, Hyman P.; WHALEN, Charles J. Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism. Journal of Post Keynesian Economics, v. 19, n. 2, p. 155–170, 1996–1997. DOI: 10.1080/01603477.1996.11490102.

MUSGRAVE, Richard Abel. Teoria das finanças públicas: um estudo de economia governamental. São Paulo: Atlas, 1976.

NABAIS, José Casalta. Por um Estado fiscal suportável: estudos de direito fiscal. Coimbra: Almedina, 2005.

NASSIF, André. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. Revista de Economia Política, v. 35, n. 3, p. 426–443, 2015.

PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. Estudos Avançados, v. 23, n. 66, p. 25–39, 2009.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (org.). Dívida pública: a experiência brasileira. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. p. 57–80.

PRONI, Marcelo Weishaupt; BORSARI, Pietro Rodrigo Impactos da financeirização no trabalho em empresas de capital aberto. Revista da ABET, v. 23, n. 1, p. 1–22, jan./jun. 2024. DOI: 10.61999/abet.1676-4439.2024v23n1.70500. Disponível em: https://periodicos.ufpb.br/index.php/abet/article/view/70500. Acesso em: 6 out. 2026.

SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François (org.). A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 109–132.

SCAFF, Fernando Facury. Crédito público e sustentabilidade financeira. Revista Direito à Sustentabilidade, Foz do Iguaçu, v. 1, n. 1, p. 34–47, 2014. Disponível em: https://e-revista.unioeste.br/index.php/direitoasustentabilidade/article/view/11046. Acesso em: 6 out. 2026.

SCAFF, Fernando Facury. Orçamento republicano e liberdade igual: ensaio sobre Direito Financeiro, República e direitos fundamentais no Brasil. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, v. 28, n. 5, p. 719–741, 2004. DOI: 10.1093/cje/beh032.

STOCKHAMMER, Engelbert. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. Competition & Change, v. 12, n. 2, p. 184–202, 2008. DOI: 10.1177/102452940801200207.

TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, Fernando. A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000–2009. EconomiA, Brasília, DF, v. 12, n. 3, p. 497–516, set./dez. 2011. Disponível em: https://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p497_516.pdf. Acesso em: 6 out. 2026.

TORRES, Heleno Taveira. Direito constitucional financeiro: teoria da constituição financeira. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

TORRES, Ricardo Lobo. Tratado de direito constitucional financeiro e tributário. v. 1: Constituição financeira, sistema tributário e Estado fiscal. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. Socio-Economic Review, v. 12, n. 1, p. 99–129, 2014. DOI: 10.1093/ser/mwt020.