

## **Banco Central e Tesouro Nacional: um caso de captura regulatória**

*Como teorias “fora de lugar” protegem o rentismo no Brasil*

BRUNO MADER (UFRJ)  
MORGANA TOLENTINO (UFRJ)

**Resumo:** Este artigo analisa o sistema Selic, o qual regula o mercado monetário e de títulos da dívida no Brasil, destacando-o como um caso de captura regulatória. Focamos em duas problemáticas, particulares à realidade institucional brasileira, a obstrução da política monetária e a fusão dos mercados de títulos e monetário, conhecidas como "jabuticabas" no debate econômico. A pergunta que guia esta pesquisa é: a quem serve a manutenção destas jabuticabas? Argumentamos que essas práticas beneficiam a elite financeira, favorecendo o capital financeiro em detrimento dos trabalhadores e do capital produtivo, confirmando um contexto de captura regulatória no Brasil.

**Palavras-chave:** rentismo, política monetária, capital financeiro, Selic, captura regulatória

**Área:** 1. Economia

## Introdução

Em termos de política monetária, o Brasil é considerado uma “jabuticaba” internacional (Resende, 2011). Isso se deve ao fato de nossas instituições não operarem de acordo com os padrões da teoria econômica tradicional. Mecanismos de indexação, falta de distinção clara entre o mercado monetário e o mercado de títulos da dívida, e altas taxas reais de juros contrastam com o que é comum em outros países, onde prevalecem a emissão de títulos prefixados, mercados claramente separados e taxas de juros reais mais baixas. De maneira consensual, entende-se que o particular arranjo brasileiro é resultado da forma na qual o país lidou com a crise da dívida externa e inflação, e que, graças a este arranjo, evitou-se o caminho da dolarização (Paula, 1996), tal como ocorreu com a economia argentina.

No entanto, a persistência das problemáticas que compõe o sistema Selic<sup>1</sup> por mais de duas décadas desde o êxito do Plano Real levanta questionamentos sobre as explicações ancoradas no contexto externo desafiador. Notadamente, após o controle da inflação na década de 1990, a expectativa era de uma normalização das instituições, ou seja, que no Brasil também prevalecesse a emissão de títulos prefixados, mercados formalmente separados e taxas de juros reais mais baixas, o que não se concretizou. Pelo contrário, os arranjos institucionais, que a princípio se justificavam para viabilizar o financiamento do Estado no período da crise da dívida externa, foram historicamente consolidados.

A relevância desse assunto não pode ser subestimada: no Brasil, os fluxos de juros recebidos anualmente pelo sistema bancário-financeiro são extremamente elevados, chegando a representar cerca de 29% do PIB, conforme Bruno (2008). Ou seja, tratam-se de disfuncionalidades com enormes custos ao país. O que ratifica a necessidade de respondermos adequadamente à pergunta: a quem beneficia a manutenção de instituições disfuncionais, que colocam o Brasil no topo das classificações mundiais em termos de juros e spreads (Modenesi e Modenesi, 2012; Zeidan, 2022, Mader 2023)?

Mais recentemente, pesquisas no campo da heterodoxia argumentam que a manutenção das jabuticabas são expressão da formação de um novo problema, o rentismo. Como resumido em carta escrita por renomados economistas dessa vertente (Oreiro, 2022), o rentismo é interpretado por um padrão kaleckiano (1943)<sup>2</sup>, no qual a luta de classes deixa de ser essencialmente entre capital e trabalho, e passa a ser entre capital financeiro, de um lado, e os trabalhadores e o capital produtivo, do outro.

Este artigo propõe retomar a questão das jabuticabas e o nexos fiscal-monetário. Porém, em contraposição às interpretações existentes, nos apropriamos da dialética de Schwarz (2000), a partir da qual levantamos a seguinte hipótese geral: o Brasil se caracteriza por um deslocamento ideológico entre teoria ortodoxa importada e a prática das instituições; o deslocamento ideológico não se revela completamente, pois a realidade rentista encoberta serve aos interesses

---

<sup>1</sup> Utilizamos o termo sistema Selic para fazer referência ao conjunto de operações que envolvem a emissão de títulos da dívida pelo Tesouro Nacional, e as operações de mercado aberto e desconto promovidas pelo Banco Central do Brasil.

<sup>2</sup> Segundo o autor, por detrás do que posteriormente se consagra como a síntese neoclássica, existe um conflito político. De um lado, temos o bloco bancário-rentista, que se beneficia de juros altos; do outro lado, os blocos industrial e trabalhista, que se beneficiam de juros baixos. Nesse contexto, a regra de Taylor, adotada pelo Banco Central, desempenha o papel de conciliação do interesse de cada grupo, fazendo com que a taxa de juros se mova como um pêndulo, favorecendo um bloco e depois o outro, conforme a situação inflacionária.

de uma hegemonia financeira que atualmente fundamentam as instituições. Ou seja, acreditamos que a proposta interpretativa de Schwarz é apropriada para explicar as particularidades do arranjo institucional brasileiro e a forma na qual jabuticabas seguem sendo normalizadas pelos que gerem o debate científico, o *mainstream* econômico.

A confirmação da hipótese geral, que diz respeito à atualidade do paradigma de Schwarz no debate econômico, está condicionada à confirmação de uma hipótese auxiliar: o desvio entre a teoria econômica importada e a prática institucional brasileira tem como intenção favorecer o capital financeiro em detrimento dos trabalhadores e do capital produtivo<sup>3</sup>. Essa hipótese auxiliar será testada a partir da análise do sistema Selic, no qual atuam o Banco Central e o Tesouro Nacional. Para comprovar a tese, pretendemos mostrar como (i) a fusão das funções do Banco Central e do Tesouro Nacional e (ii) a obstrução da política monetária brasileira, são distorções que operam precisamente nessa direção: são características singulares do sistema institucional brasileiro que visam garantir uma maior apropriação de renda para a elite detentora de capital financeiro.

O artigo está estruturado em cinco seções. A primeira seção expõe o paradigma das “ideias fora de lugar”. A segunda seção aborda a formação histórica do sistema Selic. A terceira detalha os “canais rentistas” que operam no período recente, pós-Plano Real. A quarta apresenta como a abordagem das “ideias fora de lugar” contribui para o debate econômico. Finalmente, a quinta e última seção conclui o artigo.

### **1.1 O liberalismo brasileiro: uma ideologia que passa por dois deslocamentos**

No conhecido ensaio intitulado "Ideias Fora de Lugar", o crítico literário Roberto Schwarz argumenta que, para compreender o Brasil, é crucial entender como o liberalismo brasileiro é uma ideologia que passou por dois deslocamentos epistêmicos (Schwarz, 2000). Ambos caracterizados por deslocar a teoria mais à direita no espectro político. O primeiro deslocamento ocorreu na Europa, como resultado de uma teoria que se torna mais conservadora em relação aos interesses da classe trabalhadora, embora progressista em relação aos interesses da burguesia durante a Revolução Iluminista. O segundo deslocamento ocorreu no Brasil, quando o liberalismo importado passou a defender os privilégios patrimonialistas de uma dita “elite iluminada”, mas histórico escravista.

Em relação às diferenças entre o liberalismo europeu e o brasileiro, o autor observa que, se na Europa o liberalismo denota um discurso parcialmente verdadeiro – verdadeiro no âmbito político, onde a luta pelos direitos universais estabelece um Estado que garante um patamar mínimo a todos os cidadãos, mas falso no âmbito econômico, onde ideais ortodoxos levam ao aumento da desigualdade, minando constantemente a realização dos próprios ideais liberais –, no contexto brasileiro, Schwarz argumenta que a ideologia liberal não alcança sequer uma verdade parcial. Consideremos, por exemplo, a Constituição de 1891, que incorporava

---

<sup>3</sup> Em relação ao uso das três categorias – capital financeiro, trabalhadores e capital produtivo – é importante ressaltar que não estamos ignorando o fato de que tanto trabalhadores quanto empresas não financeiras podem ser detentores de capital financeiro-improdutivo. De fato, uma característica crucial do processo de financeirização é que diversos agentes anteriormente não envolvidos passam a se beneficiar de rendas provenientes do setor financeiro, como demonstra Dourado (2019) para o caso das empresas não financeiras no período entre 1995 e 2018. Porém, consideramos válida a divisão a partir das três categorias, uma vez que, no agregado, são os agentes do setor financeiro que se beneficiam, enquanto hegemonia, de um contexto em que instituições operam de maneira rentista.

conceitos como o indivíduo livre e a igualdade, independentemente de serem completamente indefensáveis no contexto escravista da época.

Essa bizarra peculiaridade da cultura brasileira foi excelentemente retratada por Machado de Assis, considerado pelo crítico como um mestre na periferia do capitalismo. Segundo Schwarz, Machado trabalha o assunto expondo sua principal implicação: a formação de uma classe média alta e elite “amalucada”, que em discurso vive como se a realidade concreta do Brasil fosse a da Europa.

Dentre as diversas produções de Machado, "Memórias Póstumas de Brás Cubas" foi a obra principal à qual Schwarz recorre para fazer a sua análise<sup>4</sup>. Brás Cubas, um jovem rico que cresce no Brasil maltratando escravos, que se envolve com uma prostituta, entre outras situações, opta por estudar direito na Europa quando sente a necessidade de se formar intelectual e socialmente. Na opinião de Schwarz, Brás Cubas é um retrato paradigmático da elite nacional: embora importe o estilo de vida europeu, ainda vive de modo abasileirado, se beneficiando da sociedade escravista da época.

Dando sequência aos *insights* de Machado, Schwarz, por sua vez, propôs responder a seguinte questão: se é evidente que estamos operando com ideias importadas e fora de seu contexto original, por que a comédia não se apresenta como tal? Em resposta a essa pergunta, destaca o autor que, se, por um lado, as ideias permanecem desconectadas de suas origens, por outro, o modo como são deslocadas é moldado pelas estruturas de poder locais, que, por sua vez, precisa ser ocultado para a manutenção do *status quo*.

Ou seja, a resposta que Schwarz encontra para a sua questão, é que a farsa se mantém, pois, à elite nacional interessa esconder o fato de que ideias descontextualizadas estão, na verdade, sendo reorganizadas para servir à manutenção de seus privilégios. Inclusive, observa o autor que isto deve ser escondido também daqueles diretamente beneficiados, as classes altas (e seus representantes tecnocráticos). O que, por sua vez, dá o fundamento da nossa particular “comédia ideológica” (Schwarz, 2000, p. 11). Expressando de maneira simples, é como se as classes altas brasileiras agissem de maneira dissimulada ao serem confrontadas para ponderar as injustiças que sustentam seus privilégios. Ou, mais precisamente, e fazendo jus à complexidade que pressupõe o conceito de ideologia, segundo o qual subjetividades

---

<sup>4</sup>Como destacado por Ricupero (2013), Schwarz oferece uma nova interpretação das fases de Machado de Assis, argumentando que as contradições não resolvidas na primeira fase não devem ser simplesmente consideradas como falhas literárias de um jovem escritor, mas sim como expressões de sua honestidade em relação à realidade. Machado está lidando com tensões entre a forma importada do romance europeu e o paternalismo, conteúdo local. Conforme observa Schwarz, essa tensão não está restrita apenas ao conflito interior das personagens; muitas vezes, ela também reflete a hesitação técnica e ideológica do próprio narrador. O ponto de virada do Machado jovem para o maduro foi a obra "Memórias Póstumas de Brás Cubas". Desta obra em diante, as contradições da primeira fase "desaparecem" (enquanto dilema subjetivo aos personagens), devido a uma mudança estratégica promovida pelo escritor: o narrador passa a ser a figura do "senhor", que é ridicularizado. Notadamente, na segunda fase, as contradições de um romantismo e liberalismo inadequado ao contexto paternalista e escravista brasileiro passam a ser parte da realidade objetiva. Inconciliáveis, Machado passa a escancarar que a contradição é, na verdade, o próprio *modus operandi* da burguesia nacional, que pratica um discurso diferente da prática: se autointitula liberal, mas promove o paternalismo e o escravismo. Na segunda fase temos, portanto, um Machado que abandonou a sua ilusão em relação ao liberalismo das elites brasileiras, que passa a ser visto como uma teoria que está fora de lugar: é usada pela elite apenas como fachada, um liberalismo "para inglês ver". Em resumo, para Schwarz, a genialidade do Machado maduro reside na sua percepção de que a incompatibilidade entre forma e conteúdo não era uma falha sua enquanto escritor, mas característica constituinte da cultura brasileira, que promove uma "comédia ideológica" entre discurso e prática. Cabia à literatura revelar essa farsa.

incorporam as relações de poder histórica e socialmente determinadas, como se agissem de maneira honestamente dissimuladas.

Nesse enquadramento, o liberalismo descontextualizado cai como uma luva: não só esconde uma realidade de privilégios, como permite ao topo da pirâmide social interpretar as “suas conquistas” (ou seja, suas regalias) de maneira heroica. Daí a força ideológica da meritocracia na vida política do país. A implicação última para a teoria liberal, entretanto, é que os fatos passam a estar subjugados à necessidade política da teoria de ocultar a realidade injusta e desigual. Fruto direto desse enredo, o liberalismo nasce, no Brasil, mais capataz do que empírico. Instaura-se, assim, a comédia ideológica brasileira.

## 1.2 “Ideias fora de lugar” enquanto método

Embora as contribuições teóricas de Roberto Schwarz sejam valiosas (e em especial para nós, relevantes enquanto método, como melhor detalhado a seguir), é imperativo reconhecer a amplitude do debate que ocorreu anteriormente, e que abrange temas que transcendem o próprio autor. Esse diálogo tem suas raízes em uma variedade de pensadores. Entre eles, Caio Prado Júnior é considerado o primeiro a questionar se a lógica da colonização pode explicar a fase moderna do capitalismo brasileiro enquanto um “sentido” supra histórico (Prado, 2011). Fernando Henrique Cardoso contribuiu ao destacar como o desenvolvimento capitalista no Brasil perpetua a herança da escravidão, que atua como um obstáculo ao progresso do próprio capitalismo (Cardoso, 1997). Maria Sylvia Carvalho Franco, por sua vez, explorou a peculiar racionalização da dominação na formação dos “homens livres” (Carvalho Franco, 1997), oferecendo uma perspectiva para compreender o conservadorismo e autoritarismo das classes médias brasileiras, mesmo quando se afirmam liberais em discurso.

Outro autor relevante é Florestan Fernandes, que introduziu o conceito de “burocratização da dominação patrimonialista” para destacar a formação de um Estado que atua de maneira a moldar a esfera econômica. Na perspectiva de Fernandes, uma característica significativa da sociedade brasileira é que a acumulação de capital tem natureza estamental, na qual a esfera política influencia a econômica, e não o contrário. Isso acontece porque as elites, devido às suas raízes estamentais, resistem em adotar plenamente certos aspectos arriscados da economia burguesa (Fernandes, F, 2020).

Neste artigo, nos atemos a Schwarz, pois, como aponta Paulo Arantes, nele está colocada uma proposta de dialética ao Brasil (Arantes, 1992), a partir da qual entendemos ser possível dialogar com os diversos autores citados acima. Perspectiva esta que, adicionemos aqui, se manterá relevante enquanto o liberalismo brasileiro seguir cumprindo a façanha de, ao olhar de fora, servir de verniz, ou seja, assegurar que nossa elite esteja em consonância discursiva com o estrangeiro dito civilizado; ao olhar interno, acobertar como operam as reais estruturas de poder locais, segundo a máxima: modernizar a nação sem comprometer os históricos privilégios de uma elite de histórico escravista.

Por um viés “metodológico”, é possível sintetizar o procedimento analítico de Schwarz da seguinte maneira: a realidade concreta emerge da interação entre dois polos distintos. No primeiro polo, encontramos o discurso tal como opera em sua origem (como, por exemplo, na Europa). Neste ponto, enfatiza-se sua função sistêmica e as contradições originais, ou seja, as ideias como reflexo das concretas relações de poder entre grupos e classes do velho continente. Schwarz refere-se a isso como o “primeiro deslocamento ideológico”.

No segundo polo, a realidade brasileira assume autonomia: um país com um histórico de escravidão que jamais experimentou uma revolução de baixo para cima, resultando na formação de uma desigualdade estrutural, que se caracteriza por sua capacidade de organizar as ideias e instituições importadas ao invés de ser moldada por elas (de Souza, 2018). Ou seja, estuda-se aqui o “segundo deslocamento ideológico<sup>5</sup>”, particular à realidade brasileira, reflexo de sua condição colonial nunca efetivamente rompida.

## 2.1 Um paradigma atual?

Embasados no autor, a questão que o nosso artigo busca responder é: o paradigma continua sendo válido para compreendermos a realidade neoliberal? Em linha com Ricupero (2013), quem defende Schwarz contra as mais recentes críticas, avançamos a metodologia das “Ideias Fora de Lugar” para debates da economia política e a conclusão a que chegamos é positiva. Da era liberal à ascensão do neoliberalismo a problemática perdura: a ortodoxia econômica, teoria que fundamenta o atual *policy making*, replica na institucionalização das políticas monetárias o que fizera o liberalismo político clássico em 1891, período da promulgação da primeira constituição republicana: oculta que deslocamentos entre teoria importada e prática brasileira favorecem a manutenção de privilégios à elite, no caso atual, da elite detentora de capital financeiro-improdutivo.

Mais especificamente, na continuação desta seção, sustentamos que durante a recente tentativa de estabelecer o Estado de Bem-Estar Social, conforme formalizado na Constituição de 1988, o Banco Central, responsável pela política monetária, teve suas funcionalidades desviadas dos princípios da própria teoria na qual alega basear-se, minando de uma forma bastante particular os objetivos democráticos de 1988. Além disso, interpretamos isso como um resultado do desigual equilíbrio de poder, característico da sociedade brasileira, como reconhecido por todos que debatem a partir das ideias de Caio Prado Júnior. No que se refere aos períodos mais recentes, concordamos com Singer (2012), que, ao falar do Lulismo, chegou à conclusão de que este reduziu, mas nunca eliminou o legado conservador-ortodoxo na economia. No entanto, é necessário detalhar esse processo.

## 2.2 De 1964 até 1994: uma análise do contexto histórico do período pré Plano Real

Um dos marcos de modernização do sistema financeiro brasileiro ocorre após a implementação do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) nos primeiros meses da ditadura militar brasileira em 1964 sob a gestão do marechal Castelo Branco<sup>6</sup>. O PAEG desempenhou um papel crucial na reconfiguração do sistema financeiro nacional, que além de criar o Banco Central do Brasil, reestruturou as instituições financeiras. Porém, o processo de incorporação dos moldes estrangeiros não ocorreu como previsto, o cenário externo impôs desafios significativos aos objetivos de modernização dessas instituições.

A formação do atual sistema Selic difere da dos países centrais, representando antes a trajetória de uma economia periférica. Na década de 1970, o Estado brasileiro enfrentou os impactos de dois choques do petróleo, juntamente com o aumento das taxas de juros pelo Federal Reserve, em um contexto de subordinação na hierarquia monetária internacional. Essa conjuntura

---

<sup>5</sup> Ao estudar a primeira república, por exemplo, Schwarz aponta como os autointitulados liberais nunca abalaram as velhas hierarquias (Schwarz, 2000), das quais as elites locais se beneficiam diretamente: não expandiram a democracia, não questionaram os latifúndios, mantiveram relações de escravidão mesmo após a lei áurea, etc.

<sup>6</sup> Até 1965 a gestão das políticas monetária e creditícia era realizada pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC)

contribuiu para o aumento da inflação, que persistiu como o principal desafio macroeconômico até o advento do Plano Real em 1994.

A consequência do choque do petróleo em 1973 foi o redirecionamento das prioridades do Tesouro Nacional e do Banco Central, que passaram a buscar principalmente a proteção (hedge) e a lucratividade para os detentores de capital. Esse processo resultou na distorção do papel original dessas instituições ao longo de seu desenvolvimento histórico, deixando de operar apenas com o propósito de proteger os detentores de capital contra desafios macroeconômicos em períodos de crise e passando a priorizar cada vez mais a promoção de taxas de juros excessivamente elevadas.

Dado esse contexto histórico, a análise proposta nesta seção destaca a condição de captura regulatória que afeta as instituições do Tesouro Nacional, mas principalmente o Banco Central, ressaltando os efeitos prejudiciais resultantes dessa dinâmica. Uma característica peculiar do arranjo institucional brasileiro é a atuação do Banco Central, que impede o Tesouro de alongar a dívida e reduzir os altos juros do financiamento público, uma vez que emite notas compromissadas em excesso. Nesse arranjo, as vantagens de certa soberania monetária do Estado brasileiro, como ser um emissor sem grandes restrições orçamentárias em sua própria moeda, passam a servir não aos interesses da população como um todo, mas primordialmente ao rentismo financeiro. Assim, destacamos em nossa análise que a atuação do Banco Central brasileiro representa uma ruptura com o que preconiza a teoria importada em relação à promoção da política monetária, especialmente em relação à prática de políticas expansionistas, conforme pressupõe a teoria ortodoxa.

Esse processo histórico pode ser resumido em cinco principais aspectos, detalhados na sequência:

1. Proteção aos detentores de capitais contra o contexto inflacionário a partir da indexação dos ativos financeiros com a criação das ORTNs em 1964.
2. Fim da pressão institucional para que capitais improdutivos assumam riscos no mercado de crédito, devido à introdução do mecanismo de zeragem automática em 1976. Com a promoção deste mecanismo, o Estado sinaliza ao mercado de capitais que resolverá qualquer dilema de liquidez dos agentes, e a moeda torna-se explicitamente endógena.
3. Início de um Estado que passa a oferecer liquidez e rentabilidade simultaneamente, quando em 1987 o Banco Central passa a emitir as LBCs indexados à Selic, impedindo a anterior tentativa do Tesouro de normalizar o financiamento público a partir das Letras do Tesouro Nacional (LTN). Notadamente, diferentemente das LBCs, as últimas eram caracterizadas por uma prefixação e por alongamento dos títulos da dívida.
4. Formação do sistema Selic em 1979. O sistema Selic é um importante passo na direção da formalização da captura regulatória. Isso ocorre, pois o sistema Selic funde os dois mercados, monetário e de títulos da dívida, em um único sistema.
5. Lançamento pelo Tesouro Nacional das LFTs, indexadas à Selic. A emissão das LFTs consolida o contexto de fusão dos papéis institucionais. Com as LFTs, papéis de ambas as entidades passam a funcionar como substitutos perfeitos num único mercado.
6. Fim do mecanismo de zeragem automática em 1996. O mecanismo não cai atoa, ele perde sua relevância quando as mudanças promovidas por (5) e (6) oferecem o mesmo resultado por outros meios.

O primeiro aspecto reflete o contexto inflacionário, que se intensifica a partir da segunda metade da década de 1964. Em reação à crescente inflação, o Tesouro Nacional adotou uma tendência de aumento na emissão de títulos indexados, em contraste com a usual emissão de títulos prefixados (tal como usualmente ocorre em outros países). Denominados de Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), estes títulos eram caracterizados por uma pós-fixação indexada à inflação, e logo se tornaram predominantes. Sua participação em relação à composição da dívida interna cresceu de 27,47% em 1975 para 85,39% em 1982 (Dornelas et al., 2019). Devido à indexação, esses títulos ofereciam não apenas proteção contra a inflação, como lucros aos detentores destes títulos.

O segundo aspecto foi o mecanismo de zeragem automática, que foi estabelecido em 1976 e permaneceu em vigor até meados de 1996. Classificamos esse mecanismo como nosso segundo ponto, pois ele reflete um contexto no qual os capitais não eram compelidos a "arriscar e investir" na economia real por meio de empréstimos no mercado de crédito. A partir dele, o Estado passa a oferecer retornos financeiros à capitais que preferiam estar "parados". Para os propósitos deste artigo, é fundamental destacar que, com esse mecanismo, foi eliminado o pressuposto papel de pressão institucional que um Banco Central deve exercer contra capitais improdutivos. O mecanismo garantia que os desequilíbrios de liquidez fossem sistematicamente resolvidos pelo Banco Central. Isso era alcançado por meio de acordos de recompra, nos quais o Banco Central realizava diariamente transações de compra e venda de títulos públicos, ajustando os saldos de caixa dos bancos conforme a necessidade e o interesse dos próprios bancos. Dessa forma, o mecanismo assegurava o equilíbrio das reservas bancárias das instituições financeiras, mesmo quando elas não conseguiam reconciliar suas posições até o final do dia, independentemente de estarem em situação de débito ou crédito.

Na visão de Paula (1996), esses dois primeiros aspectos devem ser interpretados de maneira conjunta. Segundo o economista, o mecanismo de zeragem automática desempenhou um papel fundamental na explicação dos títulos indexados de curto prazo no Brasil. De maneira mais abrangente, destaca que esse mecanismo foi "um recurso de última instância, em um contexto de elevada fragilidade financeira do Estado e de alta inflação, [que procurava] evitar a fuga de aplicações financeiras para ativos reais ou de risco e a substituição da moeda corrente legal pela moeda estrangeira forte" (Paula, 1996, p. 424).

Um terceiro marco de relevância surgiu nos anos seguintes ao segundo choque do petróleo, ocorrido em 1979, quando o Banco Central passou a oferecer pela primeira vez liquidez e rendimento ao capital financeiro simultaneamente. Nesse período, a crise da dívida externa se agravou e o modelo de financiamento com recursos internacionais atingiu seu limite. Devido à urgente necessidade de financiamento em 1980, o Banco Central introduziu as Letras do Banco Central (LBCs), também indexadas. A indexação das LBCs era baseada na taxa média de juros de operações de um dia dos títulos públicos e se caracterizava por cobrir o custo de captação do Tesouro, com a vantagem adicional de ser um título de curtíssimo prazo, com duração *overnight* (Dornelas et al., 2019).

A quarta observação está relacionada à criação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) em 1979. Com a sua introdução, um importante passo é dado na direção de formalizar a fusão entre as duas entidades. Isso ocorre porque o sistema Selic reúne em um único mercado as notas compromissadas e os títulos públicos, unindo, portanto, o mercado monetário ao mercado de títulos da dívida. Ou seja, ao contrário de práticas internacionais, o sistema Selic opera, num único mercado, o que em teoria deveriam ser papéis com finalidades distintas: títulos públicos, originalmente instrumentos de operações de crédito entre o Estado e agentes



privados, que, portanto, serviriam à política fiscal, passam a circular no mesmo mercado das reservas bancárias, que servem para a promoção da política monetária.

A quinta e última observação consolida definitivamente o caso de captura regulatória, marcando o momento em que o Estado estabelece a condição de perfeita substituição entre os ativos: notas compromissadas e títulos da dívida pública. Isso ocorre em 1987, quando o Tesouro Nacional decide responder à emissão das Letras do Banco Central (LBCs) emitidas pelo Banco Central. Diante da escassez de opções de instrumentos de financiamento e do sucesso das LBCs, o Tesouro cria as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) no mesmo ano, com o objetivo de substituir as LBCs. As LFTs compartilham muitas semelhanças com seus predecessores, incluindo o cálculo da rentabilidade com base na taxa média de juros das operações de um dia no sistema Selic. No entanto, sua finalidade era facilitar o financiamento do déficit público, uma vez que estavam sob a responsabilidade do Tesouro Nacional e visavam servir como instrumento de política fiscal. A semelhança estrutural entre as LBCs e as LFTs levou à rápida aceitação das LFTs pelo mercado. Em 1989, esses títulos representavam 98% da dívida mobiliária em circulação (conforme observado por Dornelas et al., 2019, p. 69).

Ademais, destaquemos três importantes mudanças com a introdução das LFTs pelo Tesouro Nacional. Primeiro, a partir delas, o Tesouro adota as características de altas taxas de juros e prazos curtos das LBCs, emitidas anteriormente pelo Banco Central. Segundo, ao serem indexadas à Selic, as LFTs e as notas compromissadas se tornam perfeitos substitutos, permitindo que os investidores acessem, no mesmo mercado, as vantagens que, a princípio, deveriam existir como um *trade-off*, imposto pelo Estado ao mercado: liquidez ou rentabilidade. No sistema Selic, ao contrário, os títulos da dívida incorporam as vantagens das notas compromissadas (liquidez), enquanto as notas compromissadas adquirem as vantagens dos títulos (juros mais elevados). A contraparte é a perda da capacidade do Estado de promover aquilo que dita a teoria e prática internacional: a política monetária (Banco Central) e um financiamento público de baixo custo (Tesouro Nacional).

O terceiro ponto relevante é que o Banco Central passa a exercer um controle substancial sobre a política fiscal no Brasil. Notadamente, num contexto institucional em que os títulos da dívida estão indexados à Selic, e uma grande quantidade de notas compromissadas circula no sistema financeiro, ocorre que o Tesouro perde o controle sobre o custeio da dívida. Se o Banco Central decide, por exemplo, aumentar a Selic em nome da política monetária, isso resulta automaticamente em um aumento do custo da dívida pública. Ou seja, no atual arranjo, a política monetária afeta diretamente o custeio da política fiscal, fazendo a dívida subir de maneira independente de sua função original, que é o financiamento dos gastos primários do governo.

Sob uma perspectiva política, vale destacar como até 1987, a emissão de títulos era marcada por tentativas e erros: o Tesouro buscava emitir títulos com melhores condições de financiamento sob a ótica do interesse público, porém, nem sempre obtinha aceitação no mercado. Com a introdução das LFTs, a pressão por títulos que ofereçam liquidez e retorno simultaneamente, antes imposta de forma exógena pelo capital financeiro, passa a ser endogenamente operada. Neste momento, o Estado brasileiro deixa de promover sua função institucional de impor o *trade-off* entre liquidez e retorno ao capital financeiro, pressuposto à teoria ortodoxa. Por fim, notemos que, após as alterações institucionais quarta e quinta, o mecanismo de zeragem automática perde sua importância. De fato, após 1987, o sistema Selic oferece os mesmos resultados, liquidez e retornos, sem a necessidade do mecanismo, que finda logo na sequência, ano de 1996.

### 3.1 De 1994 a 2022: consolidação da captura regulatória

Se o período anterior expôs, inicialmente, um contexto de relação promíscua entre o Estado e os agentes financeiros e, na sequência, a incorporação dos interesses financeiros rentistas pelo Estado, por meio do sistema Selic, é possível inferir que, trinta anos após o Plano Real inaugurado em 1994, em vez de uma resolução, testemunhamos a consolidação do contexto e um cenário de captura regulatória. Dessa forma, a interpretação que propomos nesta seção é que o período analisado na seção anterior, que abrange de 1964 até 1994 e culmina com a formação do Plano Real, deve ser visto como as bases para o desenvolvimento da realidade atual, caracterizada por canais rentistas operando nos mercados de títulos da dívida, monetário e de crédito<sup>7</sup>.

Para Bresser-Pereira (2018), o período é marcado por uma hegemonia, caracterizada por deter relevante poder sobre mercados e instituições, denominada de coalizão de classe financeira-rentista. O paradigma propõe que o sistema financeiro seja analisado a partir de uma ótica rentista que se desvincula cada vez mais da arena produtiva. Esse argumento é detalhadamente explorado por Bresser et al. (2020), que identifica seis canais rentistas em operação no sistema Selic, dos quais discutiremos três. É importante destacar que, assim como a seção anterior, os canais rentistas apresentados a seguir são peculiares à economia brasileira. Ademais, explicitam porque detentores de capital seguem interessados na manutenção das jabuticabas presentes no sistema Selic.

O primeiro canal, analisado por Bresser-Pereira et al. (2020), demonstra que capitais conseguem pressionar o Tesouro Nacional a emitir os títulos adequados para os diversos contextos econômicos: títulos indexados ao IPCA são emitidos em contextos de maior inflação, títulos indexados à Selic em momentos de crise econômica, prefixados apenas em fases de estabilidade.

O segundo, exposto por Barbosa (2017), demonstra que o Banco Central estipula a Selic seguindo as expectativas do relatório Focus, que reúne as previsões do mercado financeiro. Este canal confirma que, no Brasil, os regulados (instituições financeiras) exercem forte influência no regulador (Banco Central do Brasil).

O terceiro canal retrata as implicações da perfeita substitutibilidade entre títulos da dívida e reservas bancárias, que decorre tanto do processo de fusão dos dois mercados, monetário e da dívida, quanto da indexação promovida pelo sistema Selic. Segundo Barbosa (2006), por conta desse particular arranjo, a taxa do mercado interbancário, que reflete o juro das notas compromissadas, incorpora o prêmio de risco da dívida pública, aumentando os juros no mercado monetário. Ressaltam Bresser-Pereira et al. (2020), que a relação é bidirecional: o conservadorismo do Banco Central, refletido em altas taxas Selic, também influencia o mercado de títulos e, por conseguinte, o financiamento da política fiscal.

---

<sup>7</sup> Importante pontuar que não é parte do objetivo desse artigo abordar a formação e os desafios do Plano Real, tema já muito bem consolidado na literatura – para tal ler, por exemplo, Modenesi e Modenesi (2005) –, mas expor os canais rentistas que se consolidam no período. Para fins de contextualização, entendemos como suficiente observar que as duas principais características das décadas que seguem o Plano Real são: (i) uma Selic extremamente alta para padrões internacionais, mas que após os elevados picos no final dos anos de 1990, sai, em âmbito real, da média anual de quase 10% em 2000 para -2.5% em 2020, mas que volta a subir a patamares elevadíssimos em 2022; (ii) e a expansão do mercado de crédito.

Antes de prosseguirmos para o quarto canal, lembremos que período pós-Plano Real é marcado por uma mudança estrutural significativa: uma tendência de declínio na taxa Selic. Esse cenário apresentava desafios para o paradigma. Em um contexto de Selic baixa, tanto em termos nominais quanto reais, os canais mencionados anteriormente perdiam sua relevância na explicação da lucratividade do setor bancário. Por outro lado, o mercado de crédito ganhava importância. Para defender o paradigma, tornava-se necessário, portanto, confirmar se os canais rentistas também estavam operando no mercado de crédito, o que foi corroborado por Mader (2023), conforme exposto a seguir.

Notadamente, ao analisar a receita total do spread de crédito (calculado pela diferença entre a receita de crédito e os custos de captação), com base em uma cesta representativa do setor bancário, o autor revela uma correlação inversa entre esta e a taxa Selic nominal. Ou seja, confirmou-se a existência de outro canal rentista operando no mercado de crédito, caracterizado pelo aumento da receita do spread de crédito quando a taxa Selic diminui. O resultado indica, portanto, que bancos fazem uso de seu poder monopolista no mercado de crédito para compensar as perdas associadas a uma Selic declinante. Exemplo paradigmático são os anos de 2016 a 2020, período de crise, quando caem as duas principais receitas bancárias, a receita de crédito e de Títulos e Valores Mobiliários (TVM)<sup>8</sup>. Neste período, a lucratividade foi mantida, pois os bancos exerceram seu poder de monopólio no mercado de crédito, aumentando o spread cobrado, transferindo o ônus da crise para os tomadores de crédito (Mader, 2023).

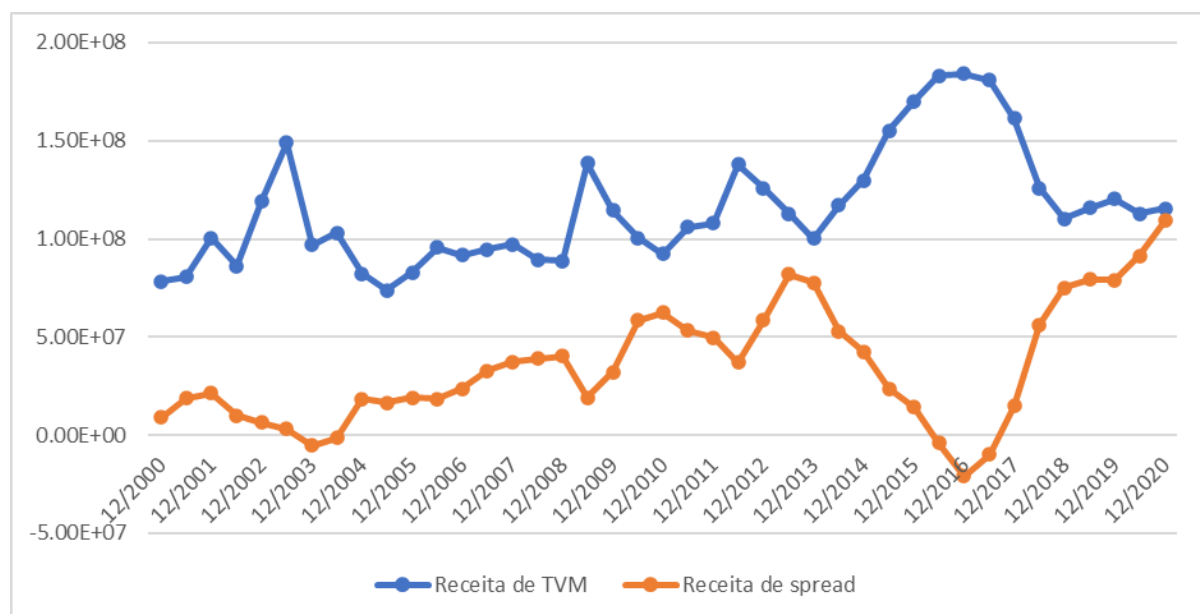
Lavinas et al. (2022) constatam que esse ônus recaiu, principalmente, sobre as famílias. Ao analisar o saldo de crédito a empresas não financeiras e famílias, os autores identificam que, a partir de final de 2016, pela primeira vez na série histórica o saldo de crédito às famílias superou o das empresas não financeiras, prevalecendo de forma contínua e ininterrupta até o presente. São as famílias, portanto, e, em particular as de menor renda, que arcam com juros proibitivos.

Por fim, é possível obter uma visão sistêmica desses canais analisando as duas principais fontes de receita do setor bancário: (i) receita de Títulos e Valores Mobiliários (TVM), que engloba as receitas relacionadas aos títulos da dívida pública, e (ii) receita de spread de crédito. Conforme ilustrado na Figura 1, os canais rentistas operam de forma coordenada, buscando compensar receitas, o que o autor denominou de "mecanismo de compensação de receitas". A pesquisa destaca que os canais atuam de maneira sistêmica, compensando as perdas nos mercados de crédito com os ganhos nos mercados de títulos da dívida e monetário, e vice-versa (Mader, 2024).

---

<sup>8</sup> As receitas de Títulos e Valores Mobiliários (TVM) são receitas derivadas da propriedade de títulos públicos ou de outros títulos relacionados à rentabilidade destes.

Figura 1 - O mecanismo de compensação de receitas



Fonte: Mader (2024). IF.Data, Banco Central do Brasil. Os dados foram deflacionados pelo Índice de Preço do Consumidor Amplo (IPCA).

#### 4.1 Uma análise à luz das “ideias fora de lugar”

Nesta seção faremos uma breve referência às visões existentes na literatura sobre as jabuticabas tratadas neste artigo: fusão dos mercados de títulos da dívida e mercado monetário, e obstrução da política monetária. Em seguida, buscaremos confirmar as hipóteses. Confirmadas, promovemos uma interpretação à luz do paradigma das 'ideias fora de lugar'.

#### 4.2 O contexto do debate

Em relação à primeira jabuticaba, a fusão dos mercados de títulos da dívida e monetário, como vimos, esse processo envolve a entrelaçamento das funções de financiamento da política fiscal pelo Tesouro Nacional e da condução da política monetária pelo Banco Central. Na literatura, isso tem sido denominado de "efeito-contágio" (Barbosa, 2006), "fusão de objetivos" entre as instituições (Dornelas et al., 2019) e, mais recentemente, "falta de sinergia" (Vieira Filho e Rossi, 2023). Por mais que relevantes, essas análises apresentam limites. Não foi um objetivo para elas proporcionar uma visão abrangente dos propósitos políticos subjacentes à formação do sistema Selic.

O mesmo ocorre em relação ao debate acerca da obstrução da política monetária. Em concordância com Balliester Reis, T. (2018), entendemos que as explicações vigentes na literatura são insuficientes. Embora a perspectiva heterodoxa reconheça a ineficácia e as vezes as desigualdades inerentes ao arranjo institucional brasileiro, o que se reflete nas teses: (i) "Baixa Eficácia da Política Monetária", que argumenta que as ferramentas tradicionais de política monetária têm resultados limitados no contexto brasileiro, (ii) "Equilíbrio de Múltiplos", que sugere que a economia pode operar sob diferentes equilíbrios, e (iii) "Convenção Pró-Conservadorismo", que reconhece a influência dos interesses políticos na operação das instituições econômicas (Modenesi e Modenesi, 2012, p. 403), as análises ainda

não abordam adequadamente as complexas relações de poder que culminam na construção dos diversos canais rentistas mencionados anteriormente.

### **4.3 Testando as hipóteses auxiliares**

#### *Objeto de estudo 1: a fusão dos mercados de títulos da dívida e monetário*

Como mencionado, uma característica distintiva do sistema Selic é que uma parte significativa dos títulos da dívida emitidos pelo Tesouro Nacional está indexada à Selic, que por sua vez é determinada pelo Banco Central. Essa particularidade levou os economistas a reconhecerem uma realidade de substitutibilidade quase que perfeita entre os ativos emitidos por cada instituição (Barbosa, 2006; (Vieira Filho e Rossi, 2023). Mais especificamente, enquanto, em teoria, o ativo emitido por cada instituição deveria desempenhar funções distintas, no caso brasileiro, suas funções foram embaralhadas: ambos os papéis emitidos passaram a servir simultaneamente ao objetivo de proporcionar "retorno seguro", uma característica que originalmente seria exclusiva dos títulos da dívida, e "liquidez", uma característica que normalmente seria oferecida apenas pelas operações compromissadas.

Assim, uma importante implicação da primeira jabuticaba tratada neste artigo, a fusão dos mercados de títulos da dívida e monetário, é que ela elimina o *trade-off* pressuposto à prática institucional ortodoxa, de que agentes superavitários precisam optar entre retorno seguro ou liquidez. No Brasil, diferentemente, as particularidades institucionais do sistema Selic fazem com que as vantagens da moeda (liquidez máxima) e dos títulos públicos (retornos de maior segurança) coexistam tanto nas operações compromissadas, emitidas pelo Banco Central, quanto nos títulos públicos, emitidos pelo Tesouro.

Esse problema ocorre, principalmente, porque o Banco Central do Brasil opera um volume muito grande de operações compromissadas em comparação com outros países, ao oferecer acesso quase que irrestrito a elas às instituições financeiras. Esse processo é melhor detalhado na nota sete deste artigo, por ora, o importante reconhecer que implicação da emissão quase que irrestrita de operações compromissadas foi impedir as tentativas de normalização do financiamento público (alongamento e prefixação dos títulos da dívida pública) por parte do Tesouro, como demonstraram Vieira Filho e Rossi (2023).

Em suma, a fusão dos dois mercados pelo sistema Selic resultou na incapacidade do Tesouro Nacional de emitir títulos de longo prazo com juros baixos, conferindo enorme poder de barganha ao capital financeiro. Do ponto de vista político, isso implica na perda da capacidade do Estado brasileiro de coagir o capital financeiro a assumir riscos e investir na economia, uma condição institucional pressuposta pela teoria ortodoxa. No Brasil, porém, o Estado teve seu monopólio quebrado: o Tesouro Nacional passou a competir por financiamento com o Banco Central, devido à exagerada liquidez promovida por este último. Isso permite que investidores pressionem o Tesouro a conceder títulos em condições favoráveis, às custas de um maior custo de captação da dívida pública.

#### *Objeto de estudo 2: a obstrução da política monetária*

Já em relação à nossa segunda jabuticaba, notamos distorções significativas geradas no mecanismo de transmissão do "efeito riqueza". Em teoria, temos que quando um Banco Central aumenta as taxas de juros, o faz com dois principais objetivos: primeiro, reduzir o poder de compra dos detentores de capital e, segundo, reduzir o poder de compra de famílias e empresários, segundo o propósito de conter o crescimento econômico e controlar a inflação. O

primeiro objetivo (reduzir o poder de compra dos detentores de capital) é alcançado porque os investidores detentores de títulos da dívida pública, especialmente aqueles com título prefixados antigos, que têm taxas de juros abaixo das novas taxas de juros mais elevadas, enfrentam perdas financeiras. Isso ocorre porque, ao tentar vender seus títulos antigos no mercado secundário, eles precisam aceitar descontos significativos em relação aos novos valores de mercado, ou seja, precisam arcar com deságios. O segundo objetivo (reduzir o poder de compra das famílias e empresas) é atingido porque o custo do crédito sobe, o que encarece o financiamento de famílias e empresas, desencorajando o consumo e os investimentos produtivos em geral.

Porém, no contexto brasileiro, no qual títulos da dívida pública são majoritariamente indexados à Selic, ocorre que os detentores de títulos nunca enfrentam perdas com o aumento nas taxas de juros. Pelo contrário, seus rendimentos são protegidos ou até mesmo favorecidos, e apenas o segundo objetivo (reduzir o poder de compra das famílias e empresas) é eficaz, uma vez que o aumento das taxas de juros afeta negativamente esses atores econômicos. Ou seja, no atual arranjo, o canal de transmissão do efeito riqueza segue funcional apenas em afetar negativamente as famílias e empresas, mas obstruído em sua capacidade de impactar os detentores de capital financeiro.

#### *Interpretando os resultados*

Temos, portanto, a confirmação das hipóteses auxiliares: a existência destas duas jabuticabas no sistema Selic se justifica por favorecer o capital financeiro em detrimento dos trabalhadores e do capital produtivo. Em relação à primeira, é possível inferir que a coexistência de papéis de perfeita substitutibilidade operados num único mercado permite com que, no Brasil, os agentes superavitários não estejam demarcados pelo que dita a teoria ortodoxa. Pelo contrário, é o Estado que está sendo pressionado pelos interesses do capital financeiro, emitindo títulos que apresentam, concomitantemente, liquidez e altíssimos retornos. Com destaque ao papel do Banco Central, que é forçado a emitir a quantidade de compromissadas demanda pelo sistema bancário para garantir que o mercado interbancário esteja próximo da meta estipulada pelo Copom<sup>9</sup>. Em relação à segunda jabuticaba, a análise do canal de transmissão do efeito riqueza confirma que a obstrução é relativa: continua funcional em afetar negativamente as famílias e empresas, mas é obstruída em sua capacidade de impactar os detentores de capital financeiro.

### **4.3 Implicações das jabuticabas**

Das particularidades do sistema Selic discutido acima, surgem diversas implicações, das quais discutiremos três. A primeira implicação é que o Estado brasileiro perdeu sua capacidade de opor-se ao capital financeiro-improdutivo. Conforme observa Barros (1993), o Banco Central abdicou da função de controlar as reservas bancárias, especialmente após a criação do sistema Selic, uma vez que o volume de reservas é constantemente determinado pelos próprios agentes financeiros por meio de ajustes em suas posições com títulos públicos. Isso resultou na incapacidade do Estado de conduzir ativamente a política monetária, condição essencial para a promoção da teoria monetária ortodoxa.

---

<sup>9</sup> A necessidade de emissão de títulos pelo Banco Central surge quando o montante não emprestado pelos bancos no mercado de crédito (ou seja, a quantidade de dinheiro que sobrou em caixa no final do dia), tende a reduzir os juros no mercado interbancário. Nesse momento, cabe ao Banco Central intervir para assegurar que a taxa de juros do mercado interbancário espelhe a Selic, estabelecida pelo Copom, o que é feito a partir da emissão de notas compromissadas.

Notadamente, trinta anos após o Plano Real, é importante destacar que a trajetória do sistema Selic, brevemente delineada neste artigo, revela um processo no qual a pressão por um Estado que garanta simultaneamente liquidez e renda, promovida pelo capital financeiro, evolui de algo externo para algo interno às instituições: os interesses dos capitais financeiros foram acolhidos ao ponto de, atualmente, serem endogenamente perpetuados por elas. Esse desenvolvimento levou, em primeiro lugar, ao desvio da prática institucional brasileira dos princípios da teoria ortodoxa na qual supostamente se baseia. Em segundo lugar, resultou na transformação do Estado em um instrumento a serviço do capital financeiro improdutivo.

Em outras palavras, é importante notar que o sucesso do sistema Selic reside exatamente em sua capacidade de conferir ao capital financeiro um poder coercitivo significativo sobre o Estado, que, como observado por Torres (2023), é o único agente na economia não sujeito a restrições orçamentárias. Esse contexto institucional é crucial para compreender o crescimento histórico da dívida pública, o qual está mais intimamente ligada aos gastos com juros do que aos gastos primários.

Desse contexto, deriva a segunda implicação: a economia brasileira não realiza as contradições da própria teoria *mainstream*. Notadamente, enquanto a teoria econômica ortodoxa prevê a prática de uma política monetária expansionista no longo prazo, em prol do crescimento, no Brasil, a presença dos interesses financeiros-rentistas na formação do sistema Selic impediu que essa realidade se concretizasse. Daí decorrem diferenças importantes. Enquanto nos países centrais, a prática de juros baixos deu origem ao *shadow banking*, no caso brasileiro, institucionalizou-se canais rentistas.

Mais especificamente, nos países desenvolvidos, as baixas taxas de juros praticadas pelos Bancos Centrais resultaram na queda das típicas receitas de títulos da dívida e crédito dos bancos (Claessens et al., 2017). Em resposta a esse contexto desafiador, as entidades financeiras criaram ativos que passaram a circular fora do escopo regulatório bancário convencional, levando à formação de um sistema bancário paralelo, o *shadow banking*. Contabilmente, isso se refletiu no crescimento relativo das “outras receitas” em comparação com as tradicionais “receitas de títulos da dívida” e “receitas de crédito” (Pozsar, 2014, Gorton, 2012). No Brasil, como discutido neste artigo, a problemática é outra. Está mais relacionada a apropriação do capital financeiro da condição de endogeneidade da moeda pública, que passou a ser gerenciada por canais rentistas, e que operam a favor do crescimento dos lucros financeiros.

A terceira e última implicação aqui tratada, relevante no campo do debate econômico, é que a maioria dos economistas ortodoxos brasileiros tende a ser neoliberal, ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, onde existem economistas ortodoxos de centro-esquerda, como Rodrik, Stiglitz, Krugman e até Blanchard. Isso respalda a visão de Schwarz, segundo a qual uma importante consequência de nossa ortodoxia passar por dois deslocamentos ideológicos é que a teoria se desloca ainda mais para a direita no espectro político, se adequando mais à necessidade política de ocultar o rentismo financeiro, no caso atual, do que promover o método empírico.

Um exemplo deste deslocamento é o debate acerca da obstrução da política monetária. O apagamento do fato de que a obstrução é, pelo menos em parte, reflexo de um sistema que opera favorecendo o capital financeiro faz com que alguns economistas ortodoxos tenham posições bastante conservadoras no debate, como a defesa de juros ainda mais altos para compensar as obstruções. Ou seja, segundo alguns economistas, deve-se prejudicar ainda mais

os trabalhadores e o capital produtivo (a partir da prática de juros ainda mais elevados) como forma de compensar um canal obstruído. Que sabemos aqui, está obstruído justamente por apenas prejudicar estes últimos, enquanto exclui o capital financeiro dos impactos negativos do efeito riqueza.

## 5.1 À guisa de conclusão

Este artigo se dedica ao estudo das jabuticabas que assombram o funcionamento do sistema Selic. Observamos que as explicações encontradas na literatura até o momento não fornecem uma compreensão satisfatória dos motivos pelos quais o Brasil se destaca como um caso tão excepcional. Se, nos outros países, Tesouros Nacionais emitem títulos pré-fixados, e os mercados de títulos da dívida e monetário operam de forma distinta, de acordo com seus objetivos específicos. Na prática brasileira, diferentemente, a emissão de títulos indexados prevalece e não há uma distinção clara entre objetivos do mercado monetário e do mercado de títulos da dívida.

Após analisar o seu funcionamento, interpretamos o sistema Selic e suas particularidades como um arranjo institucional que possibilitou aos detentores de capitais subjugar os papéis do Banco Central e do Tesouro Nacional. De maneira simplificada, parece valer a máxima maquiavélica do “dividir para conquistar”: papéis de perfeita substitutibilidade circulando em um único mercado permitem que o capital financeiro pressione ambas as instituições a favor de elevados retornos e liquidez. Dessa estrutura, derivam os canais rentistas que operam nos diferentes mercados simultaneamente, compensando perdas em um mercado com ganhos no outro, como evidencia o mecanismo de compensação de receitas operado pelo sistema financeiro brasileiro.

Para defender a nossa interpretação, analisamos duas conhecidas jabuticabas, a "fusão dos mercados de títulos da dívida e monetário" e a "obstrução da política monetária". A hipótese central é a validade do paradigma das ‘ideias fora de lugar’, de Roberto Schwarz: as jabuticabas devem ser interpretadas como deslocamentos entre prática brasileira e teoria ortodoxa importada que se justificam por oferecerem privilégios à elite nacional. Já a nossa hipótese auxiliar atualiza o formato do conflito político para a atual fase financeira do capitalismo brasileiro. Entendemos que o embate principal ocorre entre os seguintes protagonistas: de um lado, o capital financeiro; do outro, trabalhadores e o capital produtivo. Disso, derivamos que as jabuticabas favorecem uma elite em particular, qual seja, a elite proprietária do capital financeiro.

Nossas hipóteses são confirmadas, ambos os casos representam deslocamentos que beneficiam o capital financeiro improdutivo em detrimento dos trabalhadores e do capital produtivo. Com base nesses resultados, argumentamos que o sistema Selic é um caso de captura regulatória: o arranjo inverte a relação regulador e regulado, coagente e coagido. Ademais, também bota a condição de endogeneidade da moeda e quase infinita capacidade de endividamento do Estado a serviço da coalizão de classe financeiro-rentista, que passou a gerenciar a emissão da dívida pública segundo interesses particulares.

Em sentido mais amplo, concluímos que, do liberalismo oitocentista estudado por Schwarz à atual fase financeira do capitalismo brasileiro, teorias continuam “fora de lugar”. A diferença é que a função ideológica foi repassada do liberalismo político à ortodoxia econômica, que, ressaltamos aqui, segue cumprindo de maneira exemplar a função de ocultar a forma na qual instituições são deturpadas para servir aos lucros privados da elite. Dando sequência à comédia



brasileira, agem como se o Tesouro Nacional e o Banco Central daqui funcionassem como os de lá, mesmo quando disparidades seguem nitidamente servindo aos privilégios da elite financeiro-rentista.

Diante desses pontos levantados, acreditamos que este artigo traz à tona desafios importantes. Não apenas para a heterodoxia, mas também para os autênticos liberais, que, em nossa visão, têm o dever de expor as contradições decorrentes de nossa comédia ideológica. Além disso, consideramos que outros temas merecem atenção semelhante, como o debate sobre a dívida pública, que muitas vezes se concentra na dívida primária em vez da dívida bruta, que inclui os gastos com juros. Também merece destaque o tema da endogeneidade da moeda, como analisado por autores da *Modern Monetary Theory*.

## Referências

ARANTES, Paulo. (1992). *Sentimento de dialética*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BALLIESTER REIS, T. (2018). Why are policy real interest rates so high in Brazil? An Analysis of the determinants of the Central Bank of Brazil's real interest rate. *International Journal of Political Economy*, 47(2), 178-198.

BARBOSA, F. D. H. (2006). The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience. *Brazilian Journal of Political Economy*, 26, 231-238.

BARBOSA, N. (2017). Taxa básica real de juro: evolução e perspectivas. Presentation to the 14th FGV Economics Forum, São Paulo.

BARBOZA, R. M. (2015). Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Revista de Economia Política*, 35(1), 133-155.

BARROS, L. C. M. (1993). A moeda indexada: uma experiência brasileira. *Revista Economia e Sociedade*, 2(1), 3-24. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643297/10822>.

BRAUN, B.; GABOR, D.; MADER, P.; MERTENS, D.; VAN DER ZWAN, N. (2020). Central banking, shadow banking, and infrastructural power. *The Routledge International Handbook of Financialization*, 241-252.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; PAULA, L. F.; BRUNO, M. (2020). Financialization, coalition of interests and interest rates in Brazil. *Revue de la Régulation*, 27(1), 21-31. Disponível em: <https://doi.org/10.4000/regulation.16636>. Acesso em: novembro de 2022.

BRUNO, M. (2008). Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo. *Texto para Discussão, nº 1364*. Rio de Janeiro: IPEA. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1364.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1364.pdf).

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. (2015). Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. *População, Espaço e Sustentabilidade: Contribuições para o Desenvolvimento do Brasil*, Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas, IBGE. Disponível em: [https://doi.org/10.21579/ISBN.9788524043192\\_CAP2](https://doi.org/10.21579/ISBN.9788524043192_CAP2).

- BRUNO, M.; CAFFÉ, R. (2017). Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, 26, 1025-1062.
- CARDOSO, F. H. (1997). *Capitalismo e escravidão no Brasil meridional: o negro na sociedade escravocrata do Rio Grande do Sul*.
- CLAESSENS, S.; COLEMAN, N.; DONNELLY, M. (2018). Low-For-Long interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 35, 1-16.
- DE CARVALHO FRANCO, M. S. (1997). *Homens livres na ordem escravocrata* (Vol. 3). Unesp.
- DE SOUZA, P. H. F. (2018). *Uma história da desigualdade*. BOD GmbH DE.
- DORNELAS, L. N. D.; TERRA, F. H. B. (2021). *SELIC: O mercado brasileiro de dívida pública*. Campinas: Alínea.
- DOURADO, F. (2019). Financialization of the Non-Financial Companies in the Periphery: The Case of Brazil. In *Financialization and Development in the Global South*. Buenos Aires.
- FERNANDES, F. (2020). *A revolução burguesa: ensaio de interpretação sociológica*. Editora Contracorrente.
- KALECKI, M. (1943). Political aspects of full employment. *The Political Quarterly*, 14, 322-330. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-923X.1943.tb01016.x>.
- LAVINAS, L.; BRESSAN, L.; RUBIN, P. (2022). Brasil: como as políticas de enfrentamento da pandemia inauguraram um novo ciclo de endividamento familiar. *O Brasil no Inferno Global: capitalismo e democracia fora dos trilhos*. Organizadores: André Singer, Cicero Araujo, Fernando Rugitsky, São Paulo: FFLCH/USP, 249-292.
- LAVINAS, L. (2017). *The Takeover of Social Policy by Financialization. The Brazilian paradox*. New York: Palgrave Macmillan, 221 pages.
- MADER, B. (2024). Por que o Brasil tem os juros mais caros do mundo? In L. Lavinias, G. Gonçalves, & N. Montani (Eds.), *Financeirização: Crise, Estagnação e Desigualdade*. CICEF Publisher.
- MADER, B. (2023). The rentier behavior of the Brazilian banks. *Brazilian Journal of Political Economy*, 43. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3457>.
- MODENESI, A. D. M.; MODENESI, R. L. (2012). Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. *Brazilian Journal of Political Economy*, 32, 389-411.
- MODENESI, A. (2005). *Regimes monetários: teoria e experiência do real*. Barueri: Manole.
- OREIRO, J. L. (2022, 18 de novembro). Carta aberta ao presidente Lula. Blog do J. L. Coreiro. Disponível em: <https://jlcureiro.wordpress.com/2022/11/18/carta-aberta-ao-presidente-lula/>.

PAULA, L. F. R. (1996). Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. *Estudos Econômicos*, 26(3), 411-439. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/ee/article/download/116800/115354/>.

PRADO JR, C. (2011). *Formação do Brasil contemporâneo*. Editora Companhia das Letras.

RESENDE, A. L. (2011, 16 de junho). Juros: equívoco ou jabuticaba? *Jornal Valor Econômico*, 16(06).

RICUPERO, B. (2013). O lugar das ideias: Roberto Schwarz e seus críticos. *Sociologia & Antropologia*, 3, 525-556.

SCHWARZ, R. (2000). *Um mestre na periferia do capitalismo: Machado de Assis*.

VIEIRA FILHO, L. A. M.; ROSSI, P. (2023). Dívida pública e falta de sinergia entre o Tesouro e o Banco Central no Brasil no período 2004/16. *Brazilian Keynesian Review*, 9(1), 29-52.

GORTON, G. (2012). *Misunderstanding financial crises: Why we don't see them coming*. Oxford University Press, USA.

POZSAR, Z. (2014). Shadow banking: The money view. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2476415](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2476415).