

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALFENAS**

**MARCO ANTÔNIO MORELLI MENEGHETTI**

**VULNERABILIDADE DAS ECONOMIAS EMERGENTES FINANCEIRIZADAS,  
EXPLICADAS PELA HIERARQUIA DAS MOEDAS: UMA ANÁLISE DA  
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL PRODUTIVO PARA O BRASIL DE 2001 A  
2019.**

**VARGINHA/MG**

**2024**

**MARCO ANTÔNIO MORELLI MENEGHETTI**

**VULNERABILIDADE DAS ECONOMIAS EMERGENTES FINANCEIRIZADAS,  
EXPLICADAS PELA HIERARQUIA DAS MOEDAS: UMA ANÁLISE DA  
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL PRODUTIVO PARA O BRASIL DE 2001 A  
2019.**

Dissertação apresentada como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia pela Universidade Federal de Alfenas. Área de concentração: Economia.

Orientador: Prof<sup>o</sup>. Dr. Bernardo de Pádua Jardim Miranda

Co-orientador: Prof. Dr. Manoel Vitor de Souza Veloso

**VARGINHA/MG**

**2024**

Sistema de Bibliotecas da Universidade Federal de Alfenas  
Biblioteca Campus Varginha

Meneghetti, Marco Antônio Morelli.

Vulnerabilidade das economias emergentes financeirizadas, explicadas pela hierarquia das moedas: uma análise da formação bruta de capital produtivo para o Brasil de 2001 a 2019. / Marco Antônio Morelli  
Meneghetti. - Varginha, MG, 2024.

74 f. : il. -

Orientador(a): Bernardo de Pádua Jardim Miranda.

Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal de Alfenas, Varginha, MG, 2024.

Bibliografia.

1. Financeirização. 2. Taxa de juros. 3. Acumulação de capital. 4. Instabilidade. 5. Soberania monetária. I. Miranda, Bernardo de Pádua Jardim, orient. II. Título.

Ficha gerada automaticamente com dados fornecidos pelo autor.

**MARCO ANTÔNIO MORELLI MENEGHETTI**

**VULNERABILIDADE DAS ECONOMIAS EMERGENTES FINANCEIRIZADAS,  
EXPLICADAS PELA HIERARQUIA DAS MOEDAS: UMA ANÁLISE DA  
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL PRODUTIVO PARA O BRASIL DE 2001 A 2019**

O Presidente da banca examinadora abaixo assina a aprovação da Dissertação apresentada como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Economia pela Universidade Federal de Alfenas.

Aprovada em: 24 de abril de 2024.

Prof. Dr. Bernardo Pádua Jardim de Miranda  
Presidente da Banca Examinadora  
Instituição: Universidade Federal de Alfenas

Prof. Dr. Manoel Vítor de Souza Veloso  
Instituição: Universidade Federal de Alfenas

Prof. Dr. Fernando Batista Pereira  
Instituição: Universidade Federal de Alfenas

Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira  
Instituição: Universidade Federal do Paraná



Documento assinado eletronicamente por **Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Professor do Magistério Superior**, em 24/04/2024, às 15:25, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.unifal-mg.edu.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_e\\_externo=0](https://sei.unifal-mg.edu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_e_externo=0), informando o código verificador **1238715** e o código CRC **F6A4D402**.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus pela força para completar a jornada, sem a sua graça nada seria possível.

À minha mãe, Graziela, por sempre acreditar em mim e me encorajar a continuar mesmo em meio às dificuldades, suas palavras e seu cuidado foram o combustível durante o processo e sua alegria com a conclusão dessa etapa justifica todo o trabalho.

Ao meu pai, Marco Antônio, por sempre me dar todo o suporte necessário para que eu trilhasse o caminho escolhido, seus sacrifícios serão sempre honrados.

Ao meu orientador, Bernardo, por todo o direcionamento e esclarecimentos, sem os quais este trabalho não seria possível. Ao meu coorientador Manoel, que com sua empatia e expertise contribuiu imensuravelmente para a realização deste trabalho.

Ao meu grande colega de sala e amigo, Arlindo Andrade, pelo qual tenho grande admiração, por compartilhar as dores, preocupações e por sempre me encorajar a continuar.

Aos professores da UNIFAL que enriqueceram meu entendimento sobre as questões que permeiam este trabalho.

Ao suporte cedido pela FAPEMIG através da bolsa utilizada durante o período do mestrado.

O presente trabalho foi realizado com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

## RESUMO

O fenômeno da financeirização pode ser entendido como o aumento da importância dos mercados, das instituições e dos atores financeiros para as transações econômicas. Assim, estabelece uma condição de influência gradualmente maior para com a atividade produtiva. Portanto, a atividade produtiva é subordinada às finanças, levando a economia a uma estrutura de crescimento mais lento e com maior vulnerabilidade às crises. Considerando uma economia global, a relação entre os países se dá dentro da dinâmica centro-periferia e tem como principal instrumento de ligação a relação existente entre as moedas dentro do sistema monetário internacional. Dessa forma, estabelece condições estruturais aos países no que tange à soberania da política monetária, controle de mobilidade de capitais, taxa de câmbio, valor doméstico da moeda e controle da atividade financeira; definindo o grau de vulnerabilidade às crises. Além de entender essa relação, o trabalho se propõe a explicar estatisticamente as influências da taxa de financeirização, taxa de juros doméstica e taxa de juros do país central, para elucidar a trajetória de formação bruta de capital fixo para o Brasil de 2001 a 2019. O intuito principal do trabalho é de entender como se deu a trajetória de financeirização no Brasil, que carrega características dos países periféricos, também analisar qual o impacto para o investimento produtivo. Dessa maneira, será possível compreender a análise heterodoxa para a financeirização enquanto fenômeno global e retratar o fenômeno no Brasil.

Palavras-chave: financeirização; taxa de juros; acumulação de capital; instabilidade; soberania monetária.

## **ABSTRACT**

The phenomenon of financialization can be understood as the increased importance of markets, institutions, and financial actors for economic transactions. Thus, it establishes a condition of gradually greater influence on productive activity. Therefore, productive activity is subordinated to finance, leading the economy to a structure of slower growth and greater vulnerability to crises. Considering a global economy, the relationship between countries takes place within the center-periphery dynamic and its main connecting instrument is the relationship between currencies within the international monetary system. In this way, it establishes structural conditions for countries regarding the sovereignty of monetary policy, control of capital mobility, exchange rate, domestic value of the currency and control of financial activity, defining the degree of vulnerability to crises. In addition to understanding this relationship, the work aims to statistically explain the influences of the financialization rate, domestic interest rate and central country interest rate, to elucidate the trajectory of gross fixed capital formation for Brazil from 2001 to 2019. The main purpose of the work is to understand how the trajectory of financialization occurred in Brazil, which carries characteristics of peripheral countries, and to analyze the impact on productive investment. In this way, it will be possible to understand the heterodox analysis for financialization as a global phenomenon and portray the phenomenon in Brazil.

**Keywords:** financialization; interest rate; capital accumulation; instability; monetary sovereignty.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>FINANCEIRIZAÇÃO E TEORIA DA HIERARQUIA MONETÁRIA: MECANISMO E MANIFESTAÇÃO .....</b>	<b>10</b>
2.1	FINANCEIRIZAÇÃO COMO FENÔMENO: ASPECTOS GERAIS .....	10
2.2	CAPITAL FICTÍCIO: A ALTERAÇÃO ESTRUTURAL SISTEMA DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL.....	16
2.3	FINANCE LED GROWTH E DOMINÂNCIA FINANCEIRA: CONTEXTUALIZAÇÃO POR STOCKHAMMER E BOYER.....	19
2.4	TEORIA DA HIERARQUIA MONETÁRIA E A RELAÇÃO COM A FINANCEIRIZAÇÃO.....	21
2.5	HIERARQUIA MONETÁRIA, ESPECULAÇÃO E VULNERABILIDADE.....	26
2.6	A HETEROGENEIDADE DA FINANCEIRIZAÇÃO DOS PAÍSES CENTRAIS ..	28
<b>3</b>	<b>CARACTERÍSTICAS DA FINANCEIRIZAÇÃO DAS ECONOMIAS EMERGENTES - DEPENDENTES DO CENTRO .....</b>	<b>30</b>
3.1	A FINANCEIRIZAÇÃO DOS PAÍSES PERIFÉRICOS: ASPECTOS GERAIS .....	30
3.2	SUBSTITUIÇÃO MONETÁRIA .....	33
3.3	A SUBORDINAÇÃO MONETÁRIA COMO MANIFESTAÇÃO DA DEPENDÊNCIA.....	36
3.4	VULNERABILIDADE E INSTABILIDADE, POLÍTICA FISCAL SUBORDINADA À POLÍTICA MONETÁRIA E ENTRAVES À FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO NOS PAÍSES PERIFÉRICOS.....	40
3.5	O RENTISMO E A PERIFERIA .....	42
3.6	O CASO CHINA: DISRUPÇÃO PARCIAL.....	46
<b>4</b>	<b>A FINANCEIRIZAÇÃO BRASILEIRA. SOBRE A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO .....</b>	<b>48</b>
4.1	RENTISMO, COALIZÃO DE INTERESSES E SUBORDINAÇÃO DO REGIME FISCAL .....	48
4.2	NEOLIBERALISMO E PRIVATIZAÇÃO DOS BANCOS NACIONAIS .....	51
4.3	BRASIL PÓS 2000: CARACTERÍSTICAS ECONÔMICAS E APROFUNDAMENTO DA FINANCEIRIZAÇÃO.....	53
<b>5</b>	<b>ANÁLISE ESTATÍSTICA – BRASIL 2001 A 2019 .....</b>	<b>57</b>
5.1	MATERIAL E MÉTODO .....	57

<b>5.1.1</b>	<b>Base de dados.....</b>	<b>57</b>
<b>5.1.2</b>	<b>Método .....</b>	<b>59</b>
<b>6</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÃO.....</b>	<b>61</b>
6.1	FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – ANÁLISE PARA 2001 A 2019 PARA O MODELO.....	61
6.2	ANÁLISE DE RESULTADOS .....	65
<b>7</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>68</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>70</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A financeirização, como fenômeno global que representa a predominância do processo de acumulação de capital por meio da esfera financeira em detrimento da acumulação pelo capital produtivo, contempla uma série de características sistêmicas que, de maneira fluida, interagem entre si remontando um arcabouço geral que integra aspectos microeconômicos e macroeconômicos, que conjuntamente molda e é moldado pela interação dos agentes. De maneira geral, a financeirização representa uma alteração estrutural da economia, que passa a depender gradativamente mais de fluxos financeiros para todos os seus aspectos reais. Dessa forma, esse processo transfere, inevitavelmente, a atividade econômica real para a dependência integral dos ciclos financeiros internacionais (Stockhammer, 2008).

De maneira lógica, apesar de a financeirização ser um fenômeno mundial, a sua profundidade pode ser distinta em diferentes localidades e o entendimento de sua representação está pautado integralmente na interação entre economias centrais e periféricas. Estas apresentam relação de dominância anterior ao desenvolvimento da financeirização, mas, com a financeirização, sofrem o aprofundamento da relação de dominância e o aumento da dependência externa pelas economias periféricas (Furtado, 1974). A representação econômica factual e sistêmica da dependência está atrelada à circulação de fluxos monetários do capital financeiro internacional na busca pela valorização. Através desse axioma, é possível entender a dinâmica do estágio econômico dominado pelas finanças mediante a teoria da hierarquia monetária, a qual integra as economias pela liquidez internacional de suas moedas e de seus mercados. Portanto, permite compreender a interação econômica global entre os países, a autonomia para formulação de políticas econômicas, além de explicar períodos de crescimento econômico e recessão.

A hierarquia monetária, a depender, principalmente, da liquidez internacional da moeda nacional, ditará o nível de vulnerabilidade econômica às oscilações de capital, as quais são causas primas das crises financeiras; oscilações que muitas vezes não têm relação específica com a economia nacional, mas, sim, com expectativas internacionais e, principalmente, com o ciclo de liquidez mundial, o qual de maneira geral é ditado pela moeda de máxima hierarquia no sistema. Desse modo, os países periféricos, detentores de moedas periféricas e menos líquidas, além de sustentarem as maiores taxas médias de juros, muitas vezes de curto prazo, são mais dependentes do capital financeiro e mais vulneráveis à fuga desse capital e, conseqüentemente, às crises na Balança de Pagamentos e cambiais que se cristalizam em crises econômicas no ciclo real de produção (Becker *et al.*, 2010).

Considerando o Brasil como país dependente do fluxo de capital internacional para financiar o seu balanço de pagamentos, e detentor de moeda periférica, o objetivo deste trabalho é entender como a financeirização afeta mais profundamente a economia brasileira por meio do maior grau de vulnerabilidade às oscilações de expectativa e liquidez internacionais, utilizando majoritariamente a teoria da hierarquia das moedas. Dessa forma, será possível contribuir para o entendimento do problema crônico de dependência econômica do Brasil para com os países do centro do capitalismo.

No desenvolver da análise, serão utilizados autores marxistas e pós-keynesianos, que explicam o fenômeno por meio de uma percepção heterodoxa. Deste modo, será possível entender, a partir de métodos qualitativos e quantitativos, de que maneira países emergentes, incluindo o Brasil, expressam sua vulnerabilidade às movimentações decorrentes da financeirização. Para chegar às conclusões será necessário analisar: a financeirização como fenômeno, a inserção das moedas dos países emergentes na economia globalizada por meio da hierarquia monetária, a subordinação da política monetária e como esses fatores afetam a atividade e condução econômica dos países emergentes.

Utilizando as teorias relacionadas, será possível entender como as questões de dependência da política econômica, juros altos e as características da financeirização do Brasil - as quais, compartilham muitas características com a financeirização dos países periféricos - influenciam na formação de capital produtivo na economia, denominado FBCF.

Como dito anteriormente, o trabalho analisará as relações entre as abordagens de análise econômica heterodoxa para o fenômeno, iniciando o capítulo 1 (um) pelo fenômeno geral da financeirização e sua relação com a teoria da hierarquia monetária, posteriormente; o capítulo 2 (dois) tratará das características particulares da financeirização dos países periféricos para explicar a vulnerabilidade financeira e econômica em que estão inseridos; o capítulo 3 (três) se propõe a entender as características específicas da financeirização brasileira para o período de 2001 a 2019, utilizando bases teóricas heterodoxas e análise quantitativa para entender como as variáveis que relacionam as características da financeirização brasileira influenciam na formação bruta de capital fixo, representando grande importância para a atividade econômica real. Por fim, a conclusão fará um arranjo dos três capítulos de maneira a integrar as conclusões e contribuir para a explicação, primeiro da dependência estrutural dos países subdesenvolvidos ou periféricos e sua relação dentro da financeirização, também como o Brasil está posicionado nessa estrutura.

## **2 FINANCEIRIZAÇÃO E TEORIA DA HIERARQUIA MONETÁRIA: MECANISMO E MANIFESTAÇÃO**

A financeirização representa o cenário de dominância financeira sobre a atividade produtiva e influencia diretamente o nível de produção e, portanto, subordina o investimento produtivo, assim, o regime restringe o efeito propiciador do investimento e se torna auto realizável através da especulação de títulos lastreados na economia real. Com o aprofundamento da dinâmica, ocorre o aumento dos instrumentos financeiros lastreados na produção real. Como incorporam expectativas e especulação, o valor dos títulos pode exceder o valor real da produção e serem instrumentos de crises e bolhas, que, quando relacionada às outras faces da financeirização migram a crise financeira para o mercado de trabalho, consumo e investimento privado, causando recessões (Braga, 2019).

Na economia global, o elo entre as oscilações econômicas aceleradas e aprofundadas pela financeirização se dá no campo monetário devido à livre mobilidade de capitais, assim, retrações globais de liquidez tendem a evidenciar a iliquidez internacional das moedas hierarquicamente inferiores e gerar crises cambiais, inflacionárias e de balança de pagamentos (Chesnais, 1996).

Dessa maneira, a condução política que propicia as condições de permanência da financeirização se dá globalmente através da ideologia neoliberal que sustenta a liberalização comercial e financeira e a constante diminuição da presença do Estado em todos os mercados, com isso, políticas que visam o desenvolvimento são dificultadas em favor da valorização do capital privado (Braga, 2019).

### **2.1 FINANCEIRIZAÇÃO COMO FENÔMENO: ASPECTOS GERAIS**

A financeirização é a alteração estrutural do modo majoritário de acumulação capitalista, por isso contempla a expansão dessa forma de acumulação, que possibilita ao capital ser realizado apenas na esfera de circulação financeira, sem a necessidade de passar pela produção (Marx, 1996). O termo dado ao dinheiro que é transformado em capital, posto para se valorizar na esfera da circulação, como citado, é chamado por Karl Marx, em seu livro III, de capital fictício. Este estabelece relação de titularidade da produção real, portanto, representa a permissão para apropriação do valor gerado na produção. O capital fictício é o objeto da financeirização, fenômeno que se desenvolve a partir deste. Há, portanto, uma contradição: o capital fictício titula a posse de apropriação sem produzir valor, enquanto o capital que produz

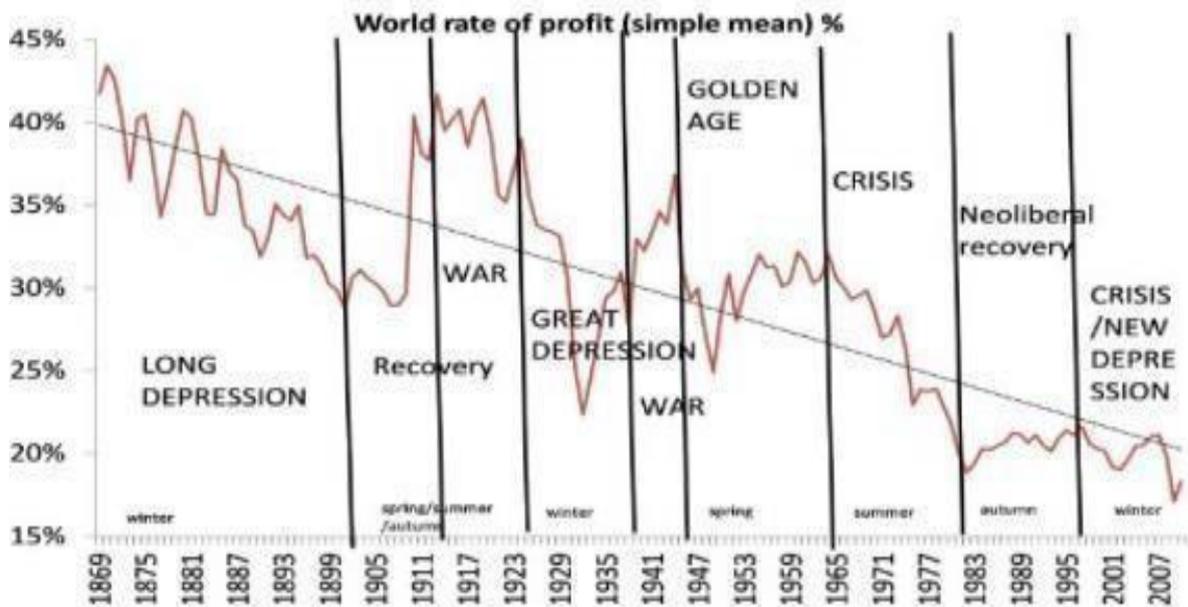
valor por meio do trabalho tem que atender à valorização do capital fictício além de sua própria valorização. Dado que o sistema capitalista se baseia na valorização do capital, e não no atendimento de necessidades de produção social, a alocação do capital pode facilmente transitar entre suas esferas de circulação buscando valorização. O que se pode observar é que o capital pode ser alocado na esfera de circulação que diminui seu tempo de realização, na máxima, e que ignora a produção, alterando a dinâmica de valorização, excluindo a necessidade do trabalho concreto (Lima, 2010).

O capital fictício é fruto do desenvolvimento do setor bancário e financeiro desregulamentado e emerge como chave da alteração dinâmica de acumulação capitalista; além disso, a sua predominância em relação ao capital produtivo é fruto também da própria lógica sistêmica do capitalismo devido a lei tendencial da queda da taxa de lucro. De maneira objetiva, a lei tendencial da queda da taxa de lucro, que tem como meio de valorização o capital, evidencia a geração do valor por meio da realização de mais-valia. Para isso, utiliza-se a objetivação do trabalho concreto para a agregação de valor à mercadoria, alterando sua forma de  $M$  para  $M'$  (mercadoria que contém o valor trabalho). Porém, a valorização do capital, dentro dessa dinâmica de acumulação, depende da realização da mercadoria valorizada por meio da circulação, para que  $D$  se torne  $D'$  (Marx, 1996). Nesse contexto, a dinâmica de competitividade capitalista força a competição das empresas a aumentar a composição de capital constante, em detrimento da utilização da força de trabalho (capital variável); assim, a soma de capital orgânico (capital constante/capital variável) aumenta, diminuindo a quantidade de valor em cada unidade de mercadoria, mas aumentando a soma de mais-valia global apropriada pelas empresas mais produtivas. Esta dinâmica leva à tendência da diminuição da taxa de lucro, que é diretamente dependente da taxa de mais-valia (tendência que interfere diretamente na valorização do capital). Portanto, como é inerente ao processo de acumulação por meio da produção, mediante a autonomização do capital, ocorre a pressão para a transferência do capital para circuitos de valorização - em que a taxa de lucro apresenta maiores escalas relativas (Lima, 2010).

Com a ligação dos circuitos de valorização do capital bancário e do capital produtivo, a criação do capital fictício aparece como resolução do problema de valorização, além disso, atende à avidez do capital, à busca pela diminuição do tempo de rotação, enquanto é a representação da possibilidade de passagem direta de  $D$  para  $D'$ . Dessa forma, enquanto o setor bancário opera livremente, a criação do capital fictício acontece como consequência de todo o arcabouço do processo de acumulação capitalista baseado no capital produtivo. Destarte, o capital fictício é produto do desenvolvimento do sistema financeiro (Guttman, 2008).

Para contextualizar, durante a década de 1970, a taxa de lucro mundial chegou a níveis inferiores a quaisquer outros períodos (Figura 1), o que evidencia a lei da tendência marginal à taxa de lucro. É entendível que, no sistema capitalista, a tendência suporta as contra tendências, as quais representam períodos de taxas de lucros maiores que as do período anterior. Contudo, a tendência geral opera no sistema, levando à necessidade de o capital buscar novos circuitos de valorização. Nesse sentido, a desregulamentação bancária favoreceu a migração do capital do sistema produtivo para o setor financeiro, o capital fictício. Nota-se que esse sistema foi gradual e se originou inicialmente no centro, para depois submeter a periferia do capitalismo aos comandos hegemônicos do capitalismo financeiro (Alcoforado, 2019).

Figura 1 – Taxa de lucro mundial



Fonte: Kliman (2012).

Segundo Epstein (2005), a definição de financeirização permite entender como parte do seu desenvolvimento a globalização de seus mecanismos estruturais, sendo marcada pelo aumento da importância dos mercados, das instituições e dos atores financeiros para as transações econômicas. Estes engendram novas relações de dependência entre centro e periferia do capitalismo, definindo as distinções na atribuição de atividades derivadas da posição hierárquica da economia global, liderada pelas finanças. A posição hierárquica na vigência da financeirização acarreta características econômicas particulares na condução de políticas fiscal e monetária, que caminham para os objetivos do Estado, mas, acima de tudo, que obrigatoriamente garantem o respeito às “normas” vigentes na estrutura econômica global. Numa economia cuja hegemonia pertence ao setor financeiro, o Estado converte-se numa

instituição organizadora dos espaços econômicos necessários ao desenvolvimento da acumulação rentista-patrimonial. Dará prioridade à promoção dos interesses da alta finança, mesmo que em detrimento das necessidades sociais e do desenvolvimento nacional (Bruno; Caffé, 2017).

Dessa forma, a financeirização não é somente mera alteração da dinâmica no sentido da hipertrofia do setor financeiro - quando baseada no desenvolvimento do capital fictício. Esta é, também, a alteração de toda a estrutura econômica, antes estabelecida em concepções de priorização do capital produtivo, em que o trabalho ocupa papel insubstituível; sendo o arcabouço que se finda na pura valorização do capital, por meio da inflação dos ativos e na constante necessidade de inovações financeiras. A finalidade desta é realizar o capital buscando maiores taxas de lucro, diminuição do tempo de rotação, socialização de perdas e privatização de ganhos por meio de mecanismos financeiros, como securitização e alavancagem. Guttmann (2008), acrescenta:

Sabendo que a financeirização tem como característica a maior confluência de capital para o sistema financeiro em detrimento do sistema produtivo, a necessidade de valorização do sistema financeiro hipertrofiado aumenta junto à quantidade de capital alocado, o que cria como contrapartida a necessidade de novos microcircuitos de valorização, que são representados por inovações financeiras (Guttmann, 2008, p. 28).

Dessarte, o aspecto de alteração de toda estrutura do sistema econômico, causado pela financeirização, ocasiona o desenvolvimento de características particulares que interferem na atitude de todos os agentes econômicos inerentes ao contexto de operação econômica. No caráter microeconômico, a financeirização traz, acima de tudo, a maior participação da classe trabalhadora, e das empresas não financeiras, nas atividades financeiras. Dessa forma, gera resultados macroeconômicos pautados no aumento da desigualdade, endividamento das famílias, desinvestimento produtivo, baixo crescimento econômico, diminuição dos salários e recrudescimento da instabilidade financeira (Corrêa, 2021).

Assim, como participante crucial da estrutura, o Estado garante a continuidade da lógica financeira por meio da adoção de um padrão de políticas comprometidas com a valorização do capital financeiro, em detrimento do desenvolvimento econômico do território, em que a política fiscal é subordinada à política monetária. Após as desregulações bancárias, há a substituição do regime de repressão financeira pelo regime de repressão monetária em que a política fiscal está subordinada à política monetária, onde, com o aumento da dívida, há diminuição na expansão dos gastos sociais ou aumento dos tributos para cumprir exigências monetárias (Bruno; Caffé, 2017).

É difícil desvincular as esferas da financeirização e tratá-las de maneira isolada, porque

a financeirização contempla a maior participação do capital financeiro, do sistema financeiro e dos agentes financeiros em todas as esferas da economia mudando a estrutura perpetuamente. Mas, para considerar o princípio do processo de financeirização que possibilitou a desregulamentação bancária e financeira, pode-se elencar a alteração dos pilares econômicos de Bretton Woods (1945-1971) que previam “taxas de juros baixas, taxas de câmbio fixas, regulamentação estrita de atividades bancárias e empréstimos bancários como mecanismo de geração de dinheiro” (Guttman, 2008). Desse modo, a liberdade dos bancos dentro do sistema financeiro aumentou consideravelmente a ponto de, por vezes, desenvolverem poderio supranacional em relação aos bancos centrais.

Dentro dessa dinâmica de alteração das bases, o capital financeiro se desenvolve e adentra às bases do Estado por meio da narrativa neoliberal (Palley, 2013), que conecta a financeirização com o neoliberalismo, o qual é caracterizado pela dominância dos interesses do setor financeiro na elaboração da política econômica. Após essa alteração chave, a política fiscal é comprometida pela trajetória da dívida do Estado, que é controlada pela política monetária. Como consequência, os gastos sociais, de previdência e o desenvolvimento nacional passam a ocupar segundo plano, para que as demandas financeiras possam ser atendidas. Dessa forma, se conecta a financeirização do Estado com a financeirização no âmbito microeconômico, que força os trabalhadores a aumentarem sua participação no mercado financeiro, tornando-os gradativamente mais responsáveis por gastos básicos, como: saúde, educação, saneamento e previdência. Os trabalhadores inseridos na lógica da financeirização acabam dependendo mais do mercado financeiro para a reprodução do ciclo da vida, ao mesmo tempo em que são responsabilizados individualmente por seus resultados no setor financeiro (Corrêa, 2021). Como resultado, os trabalhadores são forçados a se adequar às diretrizes do regime de acumulação, orientados pelas finanças, tornam-se totalmente dependentes do desempenho pessoal no setor financeiro. Desse modo, enquanto há volatilidade nos circuitos de valorização do capital fictício, há diretamente volatilidade na composição de ativos dos trabalhadores.

Além disso, ainda no aspecto microeconômico, a autonomia do capital gera a financeirização das empresas não financeiras, que decorrente de todo o esqueleto hegemônico do regime de acumulação, aumentam fortemente sua presença no sistema financeiro; conseqüentemente, ampliam consideravelmente seu endividamento e receitas financeiras em relação à receita operacional. Dessa forma, a dinâmica de condução das empresas não financeiras é alterada de reter e investir para *downsize and distribute*, sendo fruto da influência do poder decisório dos *stakeholders*, projetando resultados financeiros - os quais operam contra a tendência de expansão das empresas não financeiras, distribuindo aos acionistas,

massivamente, o capital que poderia ser investido na expansão das operações não financeiras (Lazzonic; O'sullivan, 2000). Portanto, dentro das empresas não financeiras, a prioridade é a distribuição de recursos para evitar queda no preço das ações – pois podem causar compras repentinas, alterando o controle da empresa e o fim da ‘credibilidade’ que garante a continuidade do ciclo de progressão no endividamento e distribuição de recursos (*modus operandi*), garantindo liquidez. As empresas dominadas pelos acionistas também podem assumir muitas dívidas para aumentar as taxas de retorno destes (Guttmann, 2017).

Devido à reorganização do aspecto microeconômico e à sustentação do Estado da hegemonia financeira, a estrutura do ambiente macroeconômico é alterada principalmente por três vias de transmissão: distribuição da renda, consumo e investimento em estoque de capital (Corrêa, 2021; Hein, 2009).

A mudança do regime de gestão das empresas não financeiras de reter-investir para *downsize and distribute* diminui o investimento produtivo, que é crucial para a geração de renda por meio do trabalho (Lazzonic; O'Sullivan, 2000). Em razão disso, há uma tendência ao incremento do exército industrial de reserva, cuja força exercida sobre os empregos vigentes tende a estagnar os salários e pressionar os trabalhadores a se submeterem a condições de trabalho inadequadas.

Destarte, o consumo derivado da renda do trabalho diminui e os trabalhadores passam a depender em maior medida do crédito, da inflação de ativos reais e financeiros para financiar seu consumo. A sustentabilidade desse sistema de crescimento é questionável, dado que a formação de bolhas de ativos é uma das características do processo de financeirização. Esse “novo” regime de acumulação regido pelas finanças, foi definido como sendo *finance-led* (Boyer, 2000).

Porém, Stockhammer (2008) define que o regime *finance-led* é um caso especial do regime *finance-dominated*, pois no longo prazo o processo de financeirização aumenta a fragilidade da economia, provoca crises financeiras que impactam os investimentos produtivos das empresas não financeiras e o crescimento da economia como um todo.

Deste modo, o capital financeiro é a peça central da dinâmica de acumulação, ou seja, o arcabouço do sistema se ampara mais nas relações da esfera financeira do que na esfera produtiva (Chesnais, 1996), de maneira que os lucros provêm essencialmente dos canais financeiros.

Em conjunto a realidade supracitada, a condução política e econômica do Estado, influenciada pelas finanças, deixa de estabelecer como prioridade o pleno emprego. Sob o prisma neoliberal, o comprometimento com pleno emprego deixou de ser a meta da política

econômica, o que enfraqueceu o status e as demandas da classe trabalhadora (Corrêa, 2021).

Dessa maneira, a financeirização das empresas não financeiras, aliada a condução da política econômica do Estado, impede o avanço da igualdade na distribuição de renda, enfraquecem o consumo de longo prazo e desincentivam o investimento em estoque de capital.

## 2.2 CAPITAL FICTÍCIO: A ALTERAÇÃO ESTRUTURAL SISTEMA DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL

O capital fictício, como instrumento central do capitalismo desenvolvido, pode ser entendido por meio da teoria marxista como a complexificação em último grau do capital, o qual, como já mencionado, emerge do capital bancário e, por meio da capitalização, subordina o sistema de valorização do capital em circuitos dependentes às expectativas de valorização dos circuitos relacionados (Marx, 1996).

A característica central do capital fictício, que subordina o processo de acumulação de capital, está na dinâmica de autonomização do capital em seus ciclos de valorização. Este subordina a atividade de ciclos menos complexos a ciclos mais complexos de valorização, exacerbando a contradição capitalista entre apropriação e produção de mais-valia.

Explicitamente, o processo de complexificação do capital perpassa pelos sistemas de troca bem estabelecidos, alterando seu fluxo de capital função, ou gerador de mais-valia; por intermédio do trabalho, para o ciclo de valorização bancário, de onde surge o capital portador de juros. A partir desse ponto, os juros - como lucro de remuneração da massa de capital concentrado - estabelece um nível de remuneração que será exacerbado para os demais ciclos de valorização de capital, inclusive o menos complexo que exige a utilização da força de trabalho (D-M-D'). Em função disso, os juros estabelecem um sistema de comparação de remuneração do capital em todos os meios em que circula (Marx, 1996).

Por si só, a contradição da formação da taxa de juros, deslocada do processo produtivo e estabelecida no sistema de interações entre criadores de moedas e agentes privados (detentores de riqueza), subordina a atividade de produção à atividade do capital portador de juros, A partir desse ponto, com o monopólio do capital portador de juros pelos bancos e agentes financeiros, a autonomização do capital desenvolve a capitalização de outros circuitos de valorização mais complexos, no qual se faz presente o capital fictício (Carneiro, 2019).

De acordo com a teoria de Marx (1996), a complexificação dos circuitos de valorização do capital não exclui os circuitos menos complexos, e de outro modo, ocorre a subordinação dos sistemas menos complexos aos mais complexos de valorização do capital. Dessa maneira,

é possível entender que o processo de valorização do capital, na esfera do capital bancário, está subordinado ao processo de valorização do capital fictício, em que expectativas conduzem o processo de acumulação. Ademais, o processo de acumulação de capital e de sua valorização no circuito produtivo está atrelado ao capital portador de juros e ao capital fictício (Carneiro, 2019). Portanto, é possível entender a trajetória de formação bruta de capital fixo por meio da expansão e retração do volume de capital fictício e de um conceito importante que é a centralização financeira. Sabendo disso, é possível utilizar em conjunto as teorias marxista e pós-keynesiana para analisar o fenômeno.

A questão da subordinação do capital produtivo ao capital fictício está intrinsecamente conectada com a centralização financeira, que pode ser definida como o aumento da participação das finanças nas relações econômicas, aumentando o grau de alavancagem, nível dos mercados e endividamento geral dos agentes econômicos (Guttman, 2017). Por intermédio da ligação e dependência do capital produtivo ao capital fictício, por meio de ações, derivativos e mecanismos de securitização, a atividade produtiva passa a ser dependente da expectativa de valorização dos instrumentos de capital fictício. Portanto, em momentos de baixa liquidez, há um baixo nível de investimento em capital fictício e as expectativas alteram o nível de produção.

Como citado por Guttman (2017), a atividade econômica é dependente da inflação dos ativos e esse processo - que aumenta a alavancagem dos agentes econômicos - é sustentado pelo ciclo de crédito. Dessa forma, quando o nível de endividamento crescente chega a um nível muito alto, a fragilidade do sistema é exacerbada e a instabilidade leva o sistema a um ajuste recessivo.

Levando em consideração as bases de análise, a formação bruta de capital fixo (FBCF) - que pode ser entendida como investimento produtivo, utilizando o trabalho como meio de criação de valor - é altamente influenciada pelos outros sistemas de circulação do capital mais complexos. De forma específica, o capital fictício assume papel de subordinação quanto à produção e distribuição do valor. Com isso, o capital fictício, por si só, não produz valor, porém se apropria do valor gerado na esfera do capital produtivo. É essa ligação que traz a apropriação do valor futuro produzido, derivada de uma expectativa de geração de valor, agregando instabilidade ao sistema e forçando adequações de aumento da exploração do trabalho no sistema produtivo. Tudo isso para que a apropriação de mais-valia seja capaz de realizar o capital na esfera produtiva e na esfera do capital fictício. Essa dinâmica favorece a especulação e se liga à análise de Keynes acerca da instabilidade do sistema capitalista através da acumulação fictícia, em que as expectativas quanto à eficiência marginal do capital e às taxas de juros acabarão por definir a direção do capital para a valorização da riqueza velha e a geração

de riqueza nova, investimento produtivo (Carneiro, 2019).

Dentro dessa dinâmica, a financeirização que emerge como a dominância dos instrumentos e motivos financeiros sobre o processo produtivo, ou capital produtivo, além de outras definições, trouxe uma alteração estrutural na dinâmica de acumulação do capital na esfera produtiva, em que, devido ao aumento considerável da soma de capital fictício, fragilizou a continuidade do processo de acumulação de capital “virtuosa” proveniente do capital produtivo. Tudo isso porque a continuidade do processo de acumulação depende da apropriação da taxa de lucro por parte do capital produtivo. Quando o capital fictício toma proporções maiores, como no período de financeirização atual, devido a sua característica de se apropriar do valor, estruturalmente, o investimento produtivo é enfraquecido (Carcanholo, 2008).

Dessa forma, é possível entender que a financeirização do capital dentro do sistema capitalista, representa a criação de novos circuitos de circulação do capital, sem necessariamente criar valor. Porém, titulam a propriedade resultante da produção de valor na esfera do capital produtivo. Essa realidade, fragiliza e deteriora a acumulação de capital produtivo (Lazonick; O’Sullivan, 2000).

Apesar de a tendência estrutural geral de acumulação de capital na esfera produtiva ser alterada pelo volume de capital fictício, sua acumulação não é cessada perpetuamente, de maneira distinta, é influenciada pelas expectativas dos agentes quanto à aceleração de seus estoques de riqueza. Deste modo, enquanto as expectativas positivas provocam a inflação dos ativos financeiros, há o efeito riqueza que estimula o investimento instrumental devido ao aumento na eficiência marginal de capital (EMgK) provocado pelo aumento marginal de consumo. Da mesma forma, a avaliação positiva por parte dos bancos acaba por elevar o volume de crédito, enquanto há possibilidade de rolagem de dívida e alavancagem; este cenário, alimentado pelas expectativas positivas, tende a criar bolhas que são sustentadas especificamente pelo aumento do preço de ativos financeiros e de demanda dos ativos reais.

Quando as expectativas provocam uma queda na EMgK e os ativos financeiros e instrumentais deixam de ter aceleração no preço, a bolha tende a estourar e se deflagra um cenário em que se transparece a fragilidade financeira gerada no ciclo de ascensão, em que a expansão do crédito favorece a assunção de passivos por parte de empresas fortemente afetadas em épocas de recessão (Coutinho; Belluzzo, 1998).

Nesse sentido, a contribuição de Minsky (1975) é importante para entender a dinâmica de reversão do ciclo de aceleração dos preços dos ativos. No momento em que há a queda da EMgK, e conseqüente queda no investimento, em um sistema financeiro desenvolvido e integrado - como o analisado -, este não absorveria quedas nas expectativas de fluxo de caixa

das empresas. Dessa forma, impediriam a rolagem da dívida, ao mesmo tempo em que poderiam exigir pagamentos dos passivos assumidos pelas empresas, além de se tornarem mais seletivos, aumentando a taxa de juros. Nesse momento, as empresas especulativas ou esquema ponzi, como denominadas por Minsky (1975), encontrariam dificuldade para liquidar seus passivos e precisariam liquidar seus ativos na medida de relação alavancagem/patrimônio. Sendo assim, é deflagrado um período de deflação em que há desinvestimento e conseqüentemente redução da atividade econômica (Coutinho; Belluzzo, 1998).

### 2.3 FINANCE LED GROWTH E DOMINÂNCIA FINANCEIRA: CONTEXTUALIZAÇÃO POR STOCKHAMMER E BOYER

O principal aspecto do crescimento liderado pelas finanças se encontra na sua substituição do regime econômico fordista para um regime de crescimento *Finance-Led* (Boyer, 2000) ou, como discutido por Stockhammer (2008), um regime de crescimento *Finance-Dominated*. Os autores trazem essa discussão por meio da ponderação das características gerais do sistema econômico, considerando aspectos globais e nacionais.

Nesse contexto, a depender do grau de desenvolvimento do setor produtivo e do sistema financeiro de cada região, o resultado da financeirização caminhará diferentemente. Como pontos gerais, os dois autores elencam o maior desenvolvimento do sistema financeiro como fator definitivo na influência da atividade econômica, principalmente nos agregados econômicos que compõem a demanda agregada, o que influencia diretamente no ciclo de crescimento e, conseqüentemente, na atividade dos bancos centrais.

Boyer (2000), pontua que a maior hipertrofia do mercado financeiro alterou fortemente o comportamento dos bancos centrais nacionais, no sentido de mudar o comprometimento predominante de - a melhor combinação entre política monetária e fiscal-, que poderiam assumir um caráter anticíclico para a - garantia da estabilidade do sistema financeiro. Dessa forma, pode-se pontuar o entendimento de Stockhammer (2008), do regime de crescimento dominado pelas finanças, e não somente liderado. Desse modo, outro aspecto importante é a influência do crédito às famílias para estimular o consumo, em que, a depender da região, o aumento do endividamento não representou aumentos significativos de consumo; porém, a manutenção do nível de consumo se mostra altamente dependente do nível de endividamento das famílias provenientes do crédito.

Nesse contexto, como fator explicativo, considerando que a renda das famílias depende do nexos trabalho-produção, a dominância financeira traz o componente do crédito e da

participação das famílias no mercado acionário, que representam fatores determinantes para o consumo de bens duráveis, assim, como citado por Boyer (2000),

As variações de consumo não estão mais ligadas quase que integralmente às relações de trabalho e produção como observado no modelo fordista, mas agora estão ancoradas no ciclo de crédito e valorização de ativos. O que traz um componente de maior instabilidade e vulnerabilidade estrutural do sistema às crises financeiras (Boyer, 2000, p. 37).

O aspecto de dominância das finanças traça também uma intersecção relativa com os projetos de investimento em capital produtivo, que serão traduzidos em crescimento econômico por meio da “norma de rentabilidade financeira”, termo trazido por Boyer (2000), o qual descreve a taxa de rentabilidade exigida pelo mercado financeiro. Destarte, a depender da estrutura econômica em que se trabalha, o aumento da norma de rentabilidade financeira pode estimular ou barrar o crescimento econômico. Portanto, em muitos aspectos, a financeirização atribui diferentes características a cada região. Dessa forma, em regiões híbridas com características de economias financerizadas e fordistas, a depender do grau da norma financeira, pode haver um aumento da propensão marginal a consumir, além da demanda agregada.

Para as principais questões - sobre a aplicabilidade do aumento dos motivos financeiros para a substituição do modelo fordista, também a capacidade de a financeirização suceder de maneira positiva o fordismo, favorecer o crescimento econômico sustentável e a aplicabilidade do crescimento dos motivos financeiros para a substituição do modelo fordista - Stockhammer (2008) traz a perspectiva de que a o crescimento dominado pelas finanças apresenta uma dinâmica lenta e frágil. Conclui-se que o que tem sustentado esse crescimento é justamente o endividamento das famílias e a incapacidade de a narrativa neoliberal minar totalmente os gastos governamentais por meio da pressão política, o que sustentou parte da manutenção relativa da demanda agregada. A acumulação lenta pode ser entendida pela diminuição da força do nexo (trabalho-salários) por meio da flexibilização das leis de trabalho, além da diminuição do investimento produtivo e aumento de gastos dos rendimentos do trabalho com previdência. A partir disso, podemos observar a diminuição estrutural do consumo como componente da demanda agregada, além desse aspecto, a diminuição do investimento acontece devido às mudanças de governança corporativa, que traz alterações no volume e direção dos investimentos produtivos. Com isso, o investimento, componente da demanda agregada, também é deprimido.

A fragilidade do sistema está no aumento da volatilidade do consumo das famílias, atrelado ao ciclo de crédito e à valorização dos ativos, desse modo, oscilações do valor dos ativos financeiros são pressões para oscilações do nível de consumo e os ciclos positivos e

negativos podem sustentar ascensões e estouros de bolhas. Percebe-se que as economias estão dominadas pelos movimentos das finanças (Stockhammer, 2008).

O regime de acumulação dominado pelas finanças abarca todos os aspectos do PIB, por meio do aumento da participação do sistema financeiro nas contas; do consumo, por meio do aumento do endividamento das famílias; do investimento, pressionado e influenciado pela governança dos acionistas; da balança de comercial, influenciada por meio da livre mobilidade do capital e dos gastos do governo, pressionados pela narrativa neoliberal de corte de gastos. Isso garante uma diminuição na força de acumulação e demonstra a influência das finanças nos fatores de crescimento econômico.

#### 2.4 TEORIA DA HIERARQUIA MONETÁRIA E A RELAÇÃO COM A FINANCEIRIZAÇÃO

A financeirização, como fenômeno complexo, apresenta características particulares ao desenvolvimento econômico e financeiro da região. Desse modo, apesar de o arcabouço teórico explicar seus mecanismos, há peculiaridades que determinam o caminho da financeirização em cada território, que acabam por definir a tomada de decisão sob uma pressão hierárquica pautada nas diretrizes hegemônicas da economia. Esta será definida a partir da posição do país no Sistema Monetário Financeiro Internacional (SMFI) (Oreiro; Feijó; Punzo; Machado, 2021).

Dentro da dinâmica internacional da financeirização, a integração das economias no SMFI é um elemento estruturante desse processo na periferia do capitalismo, pois dinamiza o fluxo de capital. Para as economias periféricas essa integração é caracterizada pela subordinação, o que implica características específicas (Corrêa, 2021; Kaltenbrunner; Paineira, 2018).

A hegemonia que abrange a organização completa da economia, no sentido das finanças, se exacerba em países centrais de maneira diferente em relação aos periféricos. A característica hierárquica que relaciona os países no capitalismo financeiro é a relação de força exercida pela moeda nacional considerando as capacidades relativas das moedas de cumprir as suas funções internacionalmente, o que determina prontamente seu grau de conversibilidade relativo e, consequentemente, seu grau de liquidez. A abordagem pós-keynesiana explica o maior grau de vulnerabilidade das economias em desenvolvimento em relação às economias centrais por meio da hierarquia da moeda e dos mercados por visitas internacionais (Palludeto; Paiva, 2021).

Dessa forma, dada a hierarquia das moedas, os países periféricos têm uma posição subordinada no SMFI. Tal posição é um reflexo da natureza da relação centro-periferia, ou seja,

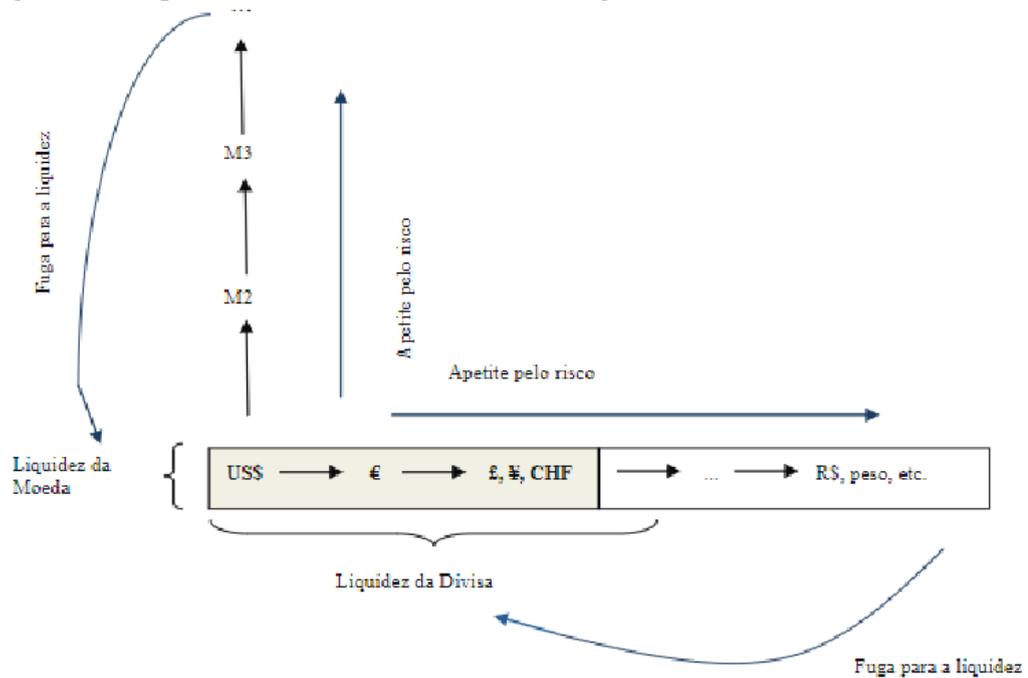
a posição de subordinação é de cunho estrutural, sendo ela um reflexo da condição periférica dessas economias no sistema capitalista (Corrêa, 2021).

A liquidez é a capacidade do ativo de ser transformado em um meio de pagamento sem perda de capital, sem custos de transação e sem demora. Extrapolando esse conceito ao âmbito global, tem-se que liquidez internacional é a capacidade de um ativo de ser trocado, nas condições supracitadas, contra um meio de pagamento aceito em âmbito internacional (Conti; Prates; Plihon, 2014).

Dentro do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), a partir do seu grau de liquidez e conversibilidade, desenvolve-se uma hierarquia monetária tendo como padrão institucional de maior posição o dólar, que contém grau máximo de liquidez; nos graus inferiores da hierarquia estão: euro em segundo, iene, libra e franco suíço em terceiro e em última posição as moedas periféricas, grupo que engloba o real (Conti; Prates; Plihon, 2014). Nesse contexto, a relação de liquidez internacional das moedas assume um caráter estrutural que interfere diretamente no grau de demanda pela própria moeda e por seus títulos - que está diretamente relacionada com a liquidez internacional. Dessa forma, levando em consideração a ótica da análise do investimento, por meio da liquidez e rendimento do ativo, a internacionalização dos mercados financeiros, como axioma fundamental da financeirização, além do valor das moedas tidas como ativos, dependerá de sua oferta e demanda, que, também dependerá da busca dos investidores por rendimento em detrimento de maior grau de liquidez, e vice-versa, compondo os ciclos econômicos.

De maneira integrada à liquidez da moeda medida por sua posição na hierarquia internacional, existe a hierarquia dos mercados nacionais, que, nacionalmente e internacionalmente, também assumem posições relativas e são demandados a depender dos ciclos econômicos. Para ilustrar essa estrutura, será utilizada a Figura 2 abaixo:

Figura 2 – Liquidez dos ativos e demanda dos agentes em âmbito internacional



Fonte: Bruno; Caffé (2017).

A partir dessa figura é possível entender como se relaciona a liquidez internacional das moedas com a liquidez dos mercados nacionais; em ciclos de expansão econômica em que há diminuição da incerteza e melhora nas expectativas, há aumento do apetite pelo risco, sempre em detrimento da liquidez. Tudo isso faz com que haja maior demanda, primeiro por mercados mais arriscados no ambiente nacional da moeda mais líquida (dólar) e, posteriormente, passando para camadas inferiores na hierarquia do SMI, o que aumenta gradativamente a fragilidade financeira. Porém, quando as expectativas sobre eventos futuros são alteradas por choques de expectativas negativas, há a “fuga para qualidade”, em que há a busca pela liquidez, interferindo diretamente no valor das moedas e dos títulos de seus mercados (Conti; Prates; Plihon, 2014). Dessa forma, fica claro que a moeda dos países periféricos e sua composição de mercados assumem uma posição de menor valor estrutural e mais dependentes e vulneráveis às oscilações dos ciclos de investimento. Tudo isso porque, segundo Conti, Prates, Plihon (2014):

Pode-se dizer que as moedas periféricas têm uma “natureza” ilíquida na cena internacional, ainda que elas tenham espasmos de liquidez, já que uma grande parte de sua demanda privada existe apenas nos momentos de expectativas otimistas generalizadas por parte dos agentes internacionais (a hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos) [...] (Conti; Prates; Plihon, 2014, p. 349).

A característica periférica das moedas interfere diretamente na composição da taxa de juros, dado que, a hierarquização do SMI (Sistema Monetário Internacional) dita a direção da política monetária devido à completa integração econômica global financeirizada. Isto acontece porque entende-se a composição da taxa de juros decorrente da interação dos países dentro da

própria hierarquia do SMI, relacionando a capacidade da moeda de representar a divisa, ou seja de sua liquidez internacional e da composição de seu risco interno relativo a cada mercado e sua liquidez. A composição do retorno esperado para o ativo periférico contempla, consideravelmente, o aspecto macroeconômico internacional, independente das políticas nacionais, fator que é mais incisivo para países detentores de moedas periféricas (Conti; Prates; Plihon, 2014). Concordando com isso, considera-se como fatores que compõe a taxa de juros:

$i^*$  = taxa básica de juros da economia mundial; PI = prêmio pela iliquidez;

RP = risco-país;

VC = variação cambial esperada.

A taxa básica de juros da economia mundial é ditada pela economia detentora da moeda central, que acaba por ser mais influente na determinação do ciclo de liquidez internacional vigente. Já o prêmio pela iliquidez, é o retorno relativo ao entesouramento monetário, que é composto pelo modo de inserção econômica internacional do país detentor do título, desta maneira, há uma capacidade da moeda se tornar divisa internacional. O risco-país é relativo a fatores políticos e de liquidez de mercados, também, à variação cambial esperada. Desse modo, é evidente que países detentores de moedas periféricas sustentam taxas de juros maiores que países mais bem posicionados na hierarquia do SMI, e, além disso, são mais vulneráveis à ciclicidade econômica - cenário que monta uma composição internacional de assimetria monetária - que acarreta na diminuição da autonomia da política monetária pelos países periféricos.

A assimetria monetária ocasiona uma assimetria macroeconômica (Prates, 2002). Essa assimetria se expressa no menor grau de autonomia da política macroeconômica que as economias periféricas desfrutam em razão da sua posição subordinada no SMFI (Sistema Monetário e Financeiro Nacional) para manejar o ciclo econômico. Ou seja, as economias periféricas são *policy taking* de maneira que elas precisam se ajustar às externalidades geradas pela política monetária implementada no centro, principalmente nos EUA dado a posição do dólar no SMFI. Desse modo, a posição subordinada no SMFI implica que a taxa de juros das economias periféricas são estruturalmente mais altas para compensar a diferença no prêmio de liquidez entre as moedas centrais e periféricas.

Ainda nesse contexto, as características estruturais das economias periféricas garantem a pró-ciclicidade da economia nacional relativa ao ciclo de liquidez internacional atreladas a taxas de juros estruturalmente mais altas, o que interfere diretamente na atividade econômica real e, principalmente, na maior e mais profunda oscilação durante a movimentação de capitais, moldando diretamente a taxa cambial e aprofundando crises econômicas.

A teoria da hierarquia monetária é a expressão monetária de âmbito internacional da financeirização e desregulamentação dos mercados financeiros baseado no constante aumento de preços de ativos financeiros, evidenciando a busca por segurança por intermédio da riqueza permanente. A velocidade e tendência dos ciclos econômicos mundiais são ditadas pelo *policy maker* e somente obedecidas pelos *policy takers*, onde se enquadram os países detentores de moedas com maior grau de iliquidez no cenário internacional.

Essa iliquidez do mercado internacional leva a substituições parciais ou totais das moedas que não cumprem suas funções clássicas em âmbito nacional, já que a ideia de nação e moeda unificadas se tornou obsoleta com a globalização do uso das moedas. Assim, moedas de países periféricos estão em constante ameaça de substituição monetária e, como citado em Laplane (2016), as moedas desses países são enquadradas em três classes: Moeda Permeada, Quase-Moeda e Pseudo-Moeda.

A Moeda Permeada é substituída por moeda estrangeira em pelo menos uma das três funções clássicas: reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento. A Quase-Moeda não exerce quase nenhuma das funções, substituída em duas funções mesmo que transitoriamente. Já a Pseudo-Moeda não possui nenhum dos atributos clássicos.

Dessa maneira, a autonomia e soberania monetária se restringem na periferia de maneira diretamente proporcional à substituição monetária, acarretando intensificação da dependência estrutural dos países periféricos em relação aos países centrais. Esta dependência modela e determina os preços monetários (juros e câmbio), dos países periféricos, por meio da oscilação de capitais de curto prazo, causando movimentações abruptas no nível do produto, emprego e inflação. Imerso na necessidade de capital financeiro para controle dos juros, câmbio e, conseqüentemente, da atividade econômica, a periferia se submete a políticas de juros altos e títulos de curto prazo. Tudo isso garante aos investidores dos países centrais a possibilidade da realização de manobras financeiras como o *carry trade*, absorvendo recursos financeiros suficientemente possíveis de serem utilizados como instrumentos de políticas de crescimento econômico (Laplane, 2016).

Dessa maneira, a relação entre a financeirização da economia e a teoria da hierarquia monetária são altamente complementares, dado que, o meio de transmissão da financeirização central para a financeirização dos países periféricos se dá por meio de ativos financeiros mediados pelas moedas. No cerne do processo está a valorização dos ativos financeiros, sendo determinados pelo seu grau de liquidez internacional, assim, os canais da financeirização, com todos os aspectos citados anteriormente, que representam a estrutura econômica, são responsáveis pela transmissão das crises do centro para a periferia - estas são altamente

vulneráveis à reversão das expectativas. Dessa forma, a dependência estrutural é fortalecida devido à velocidade com que a mobilidade de capitais pode ocorrer.

## 2.5 HIERARQUIA MONETÁRIA, ESPECULAÇÃO E VULNERABILIDADE

A liberalização do sistema financeiro e a proporção tomada pelo capital fictício alterou totalmente a dinâmica da circulação financeira global, sobrepujando os poderes dos bancos centrais nacionais, que, face ao grande poder dos agentes econômicos que movimentam grandes somas de capital, sofreram alterações negativas na capacidade de execução de política monetária por parte dos estados nacionais.

Além disso, como já citado, a hierarquia monetária atribui aos países periféricos, detentores de moedas menos líquidas internacionalmente, à vulnerabilidade sistêmica da fuga de capital em momentos de fuga para a liquidez. Dessa forma, a política de sustentação de altas taxas de juros é utilizada como maneira de manter relativa estabilidade cambial. Porém, as distorções macroeconômicas provenientes dessa política tendem a ser extremamente prejudiciais ao investimento produtivo, impedindo a formação bruta de capital fixo.

Nesse contexto de alto grau de desenvolvimento do capital fictício por meio da criação de moeda privada, mecanismos de securitização e alavancagem surgem como consequência da necessidade de garantia de realização do capital fictício. Porém, a alta volatilidade de capitais impede que o sistema monetário e financeiro internacional contemple os três requisitos necessários para a estabilidade: capacidade de ajustar preços relativos, adesão de todos os participantes às regras monetárias robustas e habilidade para conter pressões de mercado (Boaventura, 2016).

Dessarte, a alta volatilidade do sistema financeiro é acirrada pela incapacidade de se conter a inclinação especulativa do sistema financeiro, que, devido à globalização financeira, opera em escala global e, devido à desregulamentação e securitização, escalam em desfavor da produção (Boaventura, 2016).

A hierarquia monetária, nesse contexto, ocorre no sentido de direcionar a massiva mobilidade de capitais que determinará os preços relativos de taxa de câmbio, juros e inflação, além de impactar diretamente a balança de pagamentos por meio da conta capital financeira. Dessa maneira, a ligação entre hierarquia monetária e mobilidade de capitais é exacerbada e fortalecida por meio da desregulamentação e globalização das finanças, que acabam por influenciar diretamente os movimentos de investimento instrumental.

Devido à complexificação do sistema financeiro que caminha no sentido do

aprofundamento de mecanismos do capital fictício, os meios de securitização passam a ser utilizados constantemente em todos os mercados e estruturalmente estão sujeitos à especulação, característica inerente ao sistema capitalista que não se exclui de seus ciclos de capital mais complexos. “Toda economia em que triunfam, simultaneamente, o direito à propriedade e a liberdade de trocas se presta à generalização da especulação” (Farhi, 1999).

Como fenômeno inerente à natureza capitalista, em quaisquer ciclos em que possa existir, a especulação, que se baseia na intenção de antecipar movimentos derivados da psicologia do mercado, existirá (Keynes, 1988). No que compete ao mercado financeiro, de acordo com Farhi (1999), é importante diferenciar o movimento de hedge do especulativo e relacioná-los com a alavancagem. No artigo, há a distinção pautada na posição assumida por ambas as partes, em que, as posições de hedge necessariamente estarão atreladas aos mesmos ativos distintos temporalmente, ou posicionados em ativos não correlacionados que representam uma proteção contra a possível deficiência na análise e percepção dos movimentos dos preços futuros, assim assumem caráter de proteção contra às oscilações que afetem negativamente os fluxos de caixa futuros. Diferentemente, a especulação ou posição especulativa não apresenta posição líquida em ativos temporariamente distintos ou negativamente correlacionados, estão posicionados estritamente com a finalidade de atingir ganho financeiro futuro, porém, a alta complexificação dos instrumentos de securitização como opções de compra e venda tendem a atenuar as diferenças intrínsecas das posições, assim, operações de hedge passam por períodos especulativos, o que concerne ao mercado financeiro e a tendência especulativa retroalimentada pela sua evolução no sentido do desenvolvimento do capital fictício.

A alavancagem aparece como característica fundamental de fragilização e corroborante à atividade especulativa inata ao capital, assim, o desenvolvimento dos mecanismos do mercado financeiro possibilitam a alavancagem relativa ao valor patrimonial investido ou em posições em outros mercados, essa alavancagem corrobora para o aumento do grau especulativo pautado no alto nível de volatilidade dos ativos financeiros. Dessa forma, em períodos de expansão da base monetária e melhora das expectativas, o espírito especulativo se ampara na alavancagem para, por meio da volatilidade, aumentar a possibilidade de retornos financeiros (Farhi, 1999). O grande risco sistêmico está no grau de alavancagem geral dos agentes financeiros que se amparam em instituições financeiras prestamistas, detentoras do capital bancário. Destarte, quando as expectativas não se confirmam e há a necessidade da liquidação dos ativos patrimoniais para honrar os passivos, os agentes econômicos - representados por instituições financeiras de investimento - não são capazes de cobrir seus passivos e o capital fictício não se

realiza para fazer face ao capital bancário. Para que não haja a falência das instituições financeiras prestamistas, o Estado surge como emprestador de última instância, levando liquidez ao sistema.

A relação entre o alastramento da especulação, via instrumentos financeiros e a hierarquia monetária, está centrada na alta volatilidade das taxas de juros e câmbio após as liberalizações com o fim de Bretton Woods e no alto grau de desenvolvimento dos mercados financeiros globais, onde a criação de instrumentos financeiros relacionam tais preços econômicos aos demais ativos financeiros, fazendo com que o componente especulativo dominante engendre o uso das taxas de juros e câmbio como instrumentos especulativos sujeitos às oscilações e ataques. Assim, a dinâmica do direcionamento do fluxo de capitais, baseada na livre mobilidade, segue os preceitos da hierarquia do sistema monetário, conferindo uma característica de fragilidade estrutural para a estabilidade da taxa de juros e câmbio, especialmente dos detentores de moedas menos líquidas no cenário global.

## 2.6 A HETEROGENEIDADE DA FINANCEIRIZAÇÃO DOS PAÍSES CENTRAIS

A financeirização assume caracteres específicos para cada região pois está ligada à conjunção dos aspectos institucionais, macro e microeconômicos. Assim, apesar de a financeirização estabelecer leis gerais que podem ser entendidas por meio da globalização financeira e da hierarquização do sistema monetário internacional, regiões centrais podem enfrentar processos heterogêneos na dinâmica econômica financeirizada.

Dessa maneira, considerando a teoria da hierarquia monetária que estabelece a importância internacional das moedas, áreas que compartilham do uso de moedas do topo da hierarquia enfrentam dinâmicas diferentes; como no caso da Europa e EUA. Como postulado, o dólar ocupa a primeira posição no sistema monetário internacional, e o euro se estabelece em segundo, porém, isso não determina que os países responderão de maneira semelhante às oscilações econômicas e que passam pela mesma dinâmica financeira.

Como apresentado por Stockhammer (2008), o efeito riqueza gerou resultados de aceleração do consumo nos EUA enquanto não teve efeitos significativos na Europa, além disso, em comum no contexto de financeirização dos países centrais, houve o aumento do endividamento das famílias, mas a contrapartida não se deu igualmente em aumento de consumo; para os EUA no período de 1995 a 2005, os dados trazidos por Stockhammer (2008), demonstram uma forte aceleração no endividamento das famílias mas, um aumento considerável nas despesas de consumo privado, enquanto que, na Europa há clara

heterogeneidade entre os países, assim, alguns apresentaram crescimento da dívida das famílias e crescimento modesto das despesas de consumo como a Alemanha e Reino Unido, enquanto outros apresentaram somente aumento da dívida sem a contrapartida do consumo, como no caso de França, Itália e Holanda, onde houve forte aceleração do endividamento de 2000 a 2005.

Outro aspecto importante trazido também por Stockhammer (2008), para definir o regime de acumulação dominado pelas finanças, é a diminuição do investimento em relação ao lucro no decorrer dos anos de 1970 a 2000. Nesse caso, no geral, para os países europeus e para os EUA houve um decréscimo considerável no indicador, o que pode ser explicado pela dinâmica comum da influência do acionista na gestão das empresas por meio do aumento das despesas com juros e dividendos. Essa dinâmica da financeirização que desestimula o investimento produtivo, no geral, é um componente importante da estrutura da economia dominada pelas finanças, que, atribui um nível de crescimento lento e fraco, a taxas muito menores que as taxas de crescimento fordista.

Nesse sentido, apesar de a zona do euro ter caminhado de maneira regular em alguns aspectos, o custo nominal do trabalho foi diferente para os países de 1994 a 2006, como trouxe Stockhammer (2008), Portugal e Finlândia tiveram o maior custo nominal do trabalho e, apresentaram tendência crescente, esse indicador, ao invés de representar um aumento estrito nos salários que desencadeariam num aumento do consumo, a depender da propensão marginal a consumir, representaram muito mais uma queda da produtividade da mão de obra. Na outra ponta, durante o mesmo período, Alemanha e Áustria representaram o menor e mais estável nível de custo nominal do trabalho.

Dessa maneira, é possível concluir que, mesmo dentro de regiões que utilizam da mesma moeda, como é o caso da zona do euro, há heterogeneidade nos aspectos da financeirização. Apesar de a região como um todo compartilhar de um regime dominado pelas finanças, não se pode afirmar que compartilham integralmente do mesmo poder global e de aspectos econômicos positivos de uma economia central.

### 3 CARACTERÍSTICAS DA FINANCEIRIZAÇÃO DAS ECONOMIAS EMERGENTES - DEPENDENTES DO CENTRO

O entendimento da financeirização dos países periféricos está intimamente ligado ao entendimento de sua posição de dependência estrutural na economia global, dessa maneira, as características da financeirização destes é a metamorfose dessa dependência, que anteriormente, em períodos passados foi evidenciada em outros aspectos.

A dependência econômica provém da relação desigual no cenário internacional existente em todos os períodos econômicos, em que os países periféricos se situam em posição inferior quanto à complexidade e necessidade de fluxos externos para a estabilidade e crescimento econômico levando à posição de subordinação quanto à condução de políticas econômicas e constante vulnerabilidade cambial, inflacionária e produtiva (Bonizzi, 2013).

A condição de vulnerabilidade estrutural acarreta características comuns aos países periféricos que foram intensificadas com a globalização financeira, esses, devido à iliquidez da moeda no cenário internacional e à necessidade de fluxo de capitais tendem a manter taxas de juros maiores que dificultam o desenvolvimento econômico e, quando atrelado ao regimes de meta de inflação subordinam a política fiscal à monetária e causam a supressão dos gastos do governo delimitando a aplicação de políticas de bem estar social e desenvolvimento (Bonizzi, 2013).

Não somente, devido ao aprofundamento da globalização financeira, a impossibilidade de as moedas periféricas representarem divisas foi intensificada e engendrou o avanço da substituição monetária, que acaba por atingir, mesmo que de maneira distinta, todos os países periféricos, e os coloca em posição de *policy-taker* impossibilitando a ruptura da dependência. Assim, devido à livre mobilidade de capitais, os países periféricos se tornam vulneráveis às oscilações de liquidez global, e apresentam aumentos na entrada de capital somente quando há maior liquidez, e sofrem retiradas de capital repentinas em cenários de menor liquidez.

Considerando os aspectos pontuados, a dificuldade do rompimento da dependência pelos países periféricos é dificultada enquanto o discurso neoliberal fortalece a continuidade das políticas liberalizantes que representam subordinação ao capital externo e às classes rentistas dominantes (Becker *et al.*, 2010).

#### 3.1 A FINANCEIRIZAÇÃO DOS PAÍSES PERIFÉRICOS: ASPECTOS GERAIS

Com a globalização da financeirização, como já supracitado, as economias emergentes,

ou subdesenvolvidas, assumem um papel específico na composição econômica mundial com características compartilhadas entre si e marcadas pela dependência dos países centrais, assumindo assim um papel de *policy takers*, enquanto os países centrais lideram os ciclos econômicos por meio de políticas nacionais. Essa dinâmica da economia financeirizada que integra o ciclo econômico mundial é explicada pela “teoria da hierarquia monetária” exposta no capítulo 1 e tem referido alcance devido ao alto grau de financeirização mundial, que está de acordo com a citação em que Epstein (2005), define a financeirização como sendo marcado pelo aumento da importância dos mercados, das instituições e dos atores financeiros para as transações econômicas e de (Lapavitsas, 2020), que define a financeirização como as mudanças estruturais nas relações financeiras, práticas e necessidades de principais agentes econômicos: bancos, famílias e sociedades não financeiras (SNF). Dessa maneira, os meios, mercados, instituições e atores financeiros são o condutor dos ciclos e determinam graus de submissão e soberania nacional.

Para entender a financeirização da periferia é preciso levar como axiomas fundamentais a liberalização financeira e a globalização das finanças, assim, mantendo uma relação de causa e consequência, a liberalização financeira pautada em medidas firmadas na não regulação de fluxos de capitais, crédito e taxas de câmbio, que representa a ruptura com a política econômica de Bretton Woods, acaba por gerar a globalização financeira por meio de instrumentos financeiros em processo de inovação constante (Lapavitsas, 2020).

O desenvolvimento da financeirização em países emergentes, ou periféricos é bem estabelecido na literatura como heterogêneo pois carregam particularidades econômicas regionais que desencadeiam processos distintos na economia, porém, algumas características podem ser observadas como comum para esses países (Becker *et al.*, 2010).

Primeiramente, é preciso entender as abordagens que tratam da financeirização nos países periféricos. São elas: abordagem regulacionista, pautada na necessidade primária de observar o fenômeno como resultado da acumulação propiciada pelas instruções e políticas que moldam o “modo de regulação” para a reprodução econômica e social viável. Corrente de pensamento com raízes marxistas e influenciada também por conceitos pós-keynesianos (Bonizzi, 2013).

Corrente pós-keynesiana, entende a financeirização por meio do aumento dos lucros financeiros e rendimentos. Em países emergentes, há a ascensão dos rentistas e a financeirização da renda das empresas, prejudicando o investimento produtivo e crescimento (Bonizzi, 2013).

E por fim a corrente marxista, que enfatiza a financeirização como o processo de subordinação da acumulação real à acumulação fictícia, e relaciona a financeirização dos países

emergentes por meio de uma posição subordinada aos países centrais por meio da influência das instituições pelas relações imperiais entre Estados (Bonizzi, 2013).

Apesar de analisar o fenômeno da financeirização em países periféricos por meio de óticas diferentes, as três visões compartilham de conclusões fundamentais que se desenrolam na periferia, dessa maneira, é possível utilizá-las de forma conjunta com a finalidade de entender o processo de maneira aprofundada. É possível entender que os países emergentes são periféricos devido ao processo histórico de desenvolvimento do capitalismo, e que ocupam posição de dependência, no geral, desde antes do que se discute com financeirização. Por isso, a financeirização se mostra como uma metamorfose da dependência, evidenciando-a por meio das características regentes do sistema atual. Dessa maneira, contextualizando as abordagens explicitadas junto à teoria da hierarquia da moeda, podemos elencar as características das economias emergentes, periféricas.

Como supracitado, economias periféricas possuem moedas que não são divisas em âmbito internacional, isso porque não cumprem as três funções clássicas internacionalmente. Essa posição inferior no sistema monetário internacional desenrola-se em características de dependência para com as economias centrais. Primeiramente, países periféricos não são capazes de emitir dívida internacional em suas próprias moedas, o que (Bonizzi, 2013) chama de *original sin* (pecado original), são pressionados a manter taxas muito altas de juros devido ao menor grau de iliquidez internacional da moeda e a sustentar reservas das moedas do topo da hierarquia monetária para conter oscilações abruptas e evitar crises cambiais.

As altas taxas de juros nos países em desenvolvimento são como fatores de entrave à continuidade do investimento pois são componente principal da eficiência marginal do capital, assim, o investimento em cenários com taxas de juros altas é dificultado. A situação perpétua das economias emergentes de sustentar altas taxas de juros então, acaba por aprofundar a desigualdade da estrutura econômica entre países centrais e periféricos na medida em que dificulta fortemente o desenvolvimento de sofisticação produtiva, influenciando diretamente na composição da demanda por mão de obra, renda e produto na formação bruta de capital fixo.

A posição de subordinação é evidenciada também na dependência da periferia por fluxos de capitais para conter os déficits em conta corrente, principalmente em momentos de contração de liquidez internacional, a ferramenta utilizada é a taxa de juros. Além disso, o caráter majoritário dos títulos de dívida da periferia é de curto prazo, o que impõe condições duras para controle fiscal. A união dessas duas características traz como consequência a necessidade de diminuição dos gastos fiscais para se adequar às diretrizes impostas pelo consenso de Washington de metas de inflação e superávit fiscal. Assim, os gastos sociais com saúde,

educação, habitação e previdência são suprimidos e defendidos por meio da ideologia neoliberal (Becker *et al.*, 2010).

Esse contexto leva a uma nova esfera da financeirização da periferia, o progressivo aumento da participação das famílias no mercado financeiro, que passam a necessitar de empréstimos para complementar a renda necessária para fazer jus às necessidades humanas, o Estado, nesse contexto, deixa de se posicionar como um garantidor do desenvolvimento socioeconômico e se converte no pagador último da dívida pública. Nos países periféricos, a entrada de bancos e instituições financeiras internacionais com o intuito de fornecer capital portador de juros às famílias foi massiva, minando a possibilidade de formação de poupança nacional, dado que grande parte dos recursos são de posse do capital externo. Esse cenário evidencia o imperialismo e forte dependência da periferia para com o centro do capitalismo para a continuidade da atividade econômica (Becker *et al.*, 2010).

Relacionado à situação, a liberalização da conta capital financeira e a adoção de medidas de pouco ou nenhum controle de fluxos também é uma característica comum entre os países periféricos, o que acaba por engendrar relativa vulnerabilidade às oscilações de entrada e saída de capital internacional. Assim, a financeirização dos países periféricos assume um caráter de subordinação à financeirização dos países centrais, estabelecendo uma hierarquia dos ciclos de valorização globais, enquanto por meio da posição inferior na hierarquia monetária, expressam a dependência de fluxos de capital para suportar a atividade econômica e a estabilidade cambial, além de somente conter déficits em conta corrente.

Todas essas características supracitadas enquadram os países emergentes em uma situação de aprofundamento da dependência e subordinação, tornando cada vez mais improvável a ruptura com as tendências econômicas e a retomada total da liberdade para formulação das políticas nacionais, a situação de *policy taker* é aprofundada. Dessa forma, como destacado por Bonizzi (2013), a singularidade da financeirização nos países periféricos é o seu caráter subordinado, ou seja, o quanto é “moldado por relações imperiais entre Estados”.

### 3.2 SUBSTITUIÇÃO MONETÁRIA

A substituição monetária é característica central dos países periféricos e aparece como meio último que se ativa para resolver o problema inflacionário e de incerteza econômica. A substituição monetária como dito anteriormente pode se manifestar de formas diferentes em cada país e, portanto, levar a estruturas econômicas distintas. A questão sobre o fenômeno está centrada na necessidade de conter o processo inflacionário e garantir a estabilidade econômica

por meio da utilização de uma moeda do topo da hierarquia monetária que carregue suas funções monetárias clássicas internacionalmente, a saber: unidade de conta, reserva de valor e meio de troca. Assim, de acordo com as narrativas favoráveis à substituição, a economia responderia positivamente por meio do aumento da confiança do investidor que atrairia fluxos de capitais e fortaleceria a atividade econômica interna (Batista Jr., 2001).

É sabido que, em todo caso, cada país periférico sofre determinado grau de substituição monetária e, na medida em que a substituição avança, a soberania econômica retrocede, impossibilitando a efetivação de políticas monetárias e fiscais orientadas para a promoção do crescimento e desenvolvimento econômico.

É preciso diferenciar a substituição monetária da utilização de moeda comum por blocos econômicos, como é o caso do euro. Em verdade, a utilização de moeda comum carrega grande esforço dos países envolvidos para a efetivação das transações econômicas territoriais e, a principal diferença é, que mesmo que a moeda comum não ocupe a posição superior na hierarquia monetária, a substituição de uma moeda nacional pela moeda comum não caminha para a total perda de soberania apesar de abrir mão de parte dela. A soberania é compartilhada entre o bloco, que em coalizão caminha para o desenvolvimento integral do bloco econômico (Batista Jr., 2001).

No caso da substituição monetária dos países periféricos, o dólar ocupa caráter central e é a moeda utilizada como primeira substituta, nesse caso, há três principais tipos de substituição monetária: dolarização espontânea, *currency boards* e dolarização plena. A dolarização espontânea ou informal é caracterizada quando os agentes econômicos de um país adotam o dólar americano (moeda do topo da hierarquia monetária) como moeda de uso corrente sem que haja imposição por parte das autoridades monetárias. Essa prática ocorre fortemente nas economias periféricas que enfrentam instabilidade financeira, períodos de hiperinflação e consequente deterioração da confiança na moeda nacional.

A hiperinflação por exemplo pode levar os agentes econômicos, investidores, cidadãos ou empresas, a utilizar a moeda do topo da hierarquia monetária que exerce as funções clássicas internacionalmente, como meio de proteção econômica e ferramenta de previsibilidade de fluxos financeiros. Na medida em que a substituição monetária espontânea avança, a margem de eficiência da política monetária se deteriora por meio da falta de confiança dos agentes e da diminuição dos circuitos financeiros em que a moeda nacional está presente.

*Currency boards* é um sistema que vincula a moeda nacional a uma moeda estrangeira à uma taxa de câmbio fixo, a moeda vinculada inevitavelmente é a moeda do topo da hierarquia monetária, assim, as autoridades monetárias atrelam a emissão monetária à soma de reservas

internacionais da moeda estrangeira e mantém um câmbio fixo controlado por meio do mercado aberto cambial sustentado pelas reservas internacionais (Batista Jr., 2001).

Dolarização plena é a utilização do dólar como moeda mediadora de todas as transações econômicas dos agentes em território nacional, assim, o dólar assume todas as funções keynesianas da moeda e a moeda nacional deixa de operar efetivamente na economia. Nesse caso, o dólar além de exercer as funções de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, exerce também a função determinante de demanda agregada e é recorrida em cenários de fuga para a liquidez. Destarte, a política cambial nacional é totalmente deteriorada e os problemas enfrentados pelas economias periféricas, recorrentemente pautados na dificuldade do alcance de sofisticação econômica fica comprometido devido à incapacidade de o Estado formular políticas monetárias e fiscais voltadas ao desenvolvimento econômico (Batista Jr., 2001).

Além do problema estrutural causado na eficácia da política monetária, e na maior dificuldade da condução de políticas fiscais, a substituição monetária leva a problemas macroeconômicos de controle e mensuração da atividade econômica que servem de base para a formulação de políticas macroeconômicas, o fenômeno da substituição monetária facilita as atividades comerciais ilegais e o controle e tributação são impossibilitados. Grande parte da dificuldade desse problema se deve à dificuldade de mensuração da quantidade de moedas estrangeiras em circulação em território nacional, o que assume o nome de inobservabilidade, como destacado por Feige e Dean (2004).

Devido à falta de “observabilidade” da quantidade de moeda estrangeira em circulação fora do sistema bancário, o indicador estabelecido para estimar o grau de substituição monetária na economia fica restrita à quantidade de moeda estrangeira em depósitos bancários (Feige; Dean, 2004). Contudo, devido à falta de ferramentas de controle eficazes do volume utilizado de moeda estrangeira em território nacional, somente a utilização da proxy não garante estimativas acuradas do grau de substituição monetária.

O caminho comum percorrido pelos países que sofrem um processo de substituição de moeda começa pela perda da capacidade da moeda nacional exercer a função de reserva de valor, fato que é observado na utilização da moeda do topo da hierarquia para comercialização de bens duráveis e para transferências de somas de moeda expressivas, assim, a utilização da moeda nacional fica restrita à comercialização de bens não duráveis (Calvo; Gramont, 1992). Posteriormente, a substituição monetária pode avançar e a nova moeda pode assumir também a função de meio de troca de maneira ampla, e, a partir desse ponto, a substituição monetária total será uma tendência dificilmente interrompida.

Outro aspecto da substituição monetária, ou o processo de total dolarização da atividade

econômica, é a relação fiscal do país. Como bem destacado por Calvo e Gramont (1992), se a total dolarização da economia avança e o dólar passa a exercer as três funções clássicas da moeda sem que o desequilíbrio fiscal seja resolvido, no curto prazo a inflação poderá ser controlada, porém, o controle não resistirá no longo prazo. Corroborando com a dificuldade da resolução do desequilíbrio fiscal, a total dolarização retira a possibilidade de senhoriação do Estado, o que impede seu financiamento próprio.

Outro aspecto importante da total dolarização refere-se ao caso de os bancos domésticos não estarem totalmente alinhados à autoridade monetária FED, e conseqüentemente a economia dolarizada não ter um último órgão responsável por resgatar o sistema monetário de crises, como seria caso a moeda nacional ainda estivesse sendo utilizada e controlada pela autoridade monetária nacional (Calvo; Gramont, 1992). Nesse caso, há afirmações de que essa realidade seria capaz de trazer mais disciplina ao sistema monetário, porém, sabe-se que a financeirização, composta pelas inovações financeiras e securitização, criou circuitos monetários e a ameaça de crises foi amplificada, crises que podem ser complexificadas caso não haja um último devedor nacional responsável por atenuá-la.

Dessa forma, o aspecto geral da substituição monetária carrega como consequência a perda de autonomia econômica dos Estados Nacionais, e, apesar de que grande parte dos países periféricos ou semiperiféricos - com moedas em posição inferior no sistema monetário internacional - apresentarem frações diferentes de dolarização, a vulnerabilidade inerente destes, em momento de crises econômicas é a característica central da fuga de capital, desvalorização cambial e o aprofundamento do processo de dolarização. Nesse aspecto, todos os países periféricos estão sujeitos ao avanço da substituição monetária.

### 3.3 A SUBORDINAÇÃO MONETÁRIA COMO MANIFESTAÇÃO DA DEPENDÊNCIA

A posição de subordinação monetária dos países periféricos é resultado de um processo complexo de dependência econômica, social e política que se amplificou devido à mais recente esfera de manifestação da dependência que compreende a crescente participação das finanças no sistema econômico, em que sua circulação, realização e importância condiciona a atividade econômica produtiva. Assim, a complexidade econômica está pautada na dominância das finanças sobre o sistema econômico produtivo, é o fenômeno da financeirização. Assim, é imprescindível considerar a financeirização como fenômeno preliminar à subordinação monetária.

Para entender o sentido que a financeirização assume quanto à influência no sistema

monetário pós 1970, é importante entender o processo de dependência dos países periféricos dentro de um contexto histórico-lógico por meio da teoria da dependência (Furtado, 1974); (Pelegriani; Herrlein Jr., 2020).

Em vista disso, a teoria da dependência propõe explicar as assimetrias econômicas e sociais enfrentadas pelos países periféricos, por meio do encadeamento de distintos períodos que compartilham a característica de subjugar os países periféricos à realidade de dependência de fontes econômicas externas - que representam financiamento externo pelos países centrais com o intuito de se apropriar de recursos. Dessa maneira os períodos diferem somente na forma em que se expressa o meio e a ferramenta de apropriação utilizada.

É importante pontuar que a condição de subdesenvolvimento não é fator primário para o desenvolvimento, pois os países desenvolvidos, ditos centrais, não passaram por uma etapa de subdesenvolvimento e, em relação aos países periféricos subdesenvolvidos, sempre ocuparam a posição central, desenvolvida, assim, a característica de apropriação e exploração seguiu moldando as estruturas para a continuação da posição hierárquica dos países centrais em relação aos periféricos (Pelegriani; Herrlein Jr., 2020).

Pelegriani e Herrlein Jr. (2020) e Furtado (1974), destacam que a relação de dependência possui características específicas que são aprofundadas e dinamizadas no decorrer do processo histórico, pode-se pontuar como central dessas, a maneira como os países subdesenvolvidos se inserem na divisão internacional do trabalho. Dessa forma, na gênese da dependência está a orientação inicial dos países em que, sendo centrais, se posicionaram a fim de inaugurar novos fluxos de comércio e países periféricos que se pautaram na produção de matérias-primas para atender à industrialização do exterior.

Dessa maneira, a partir da gênese que determinou a condição distinta dos países, durante o processo capitalista histórico, a exploração passou por diversas fases que são citadas: dependência política durante o processo de colonização, dependência cultural - definida como a identificação das elites dos países periféricos com a cultura das sociedades centrais, o que moldou o padrão de consumo estimulando a importação advinda dos países centrais; o processo de substituição de importações - que definiu a dependência tecnológica pautada na necessidade de importação de capital e tecnologia externa por parte dos países periféricos fortalecidos, também estabelecido pelos interesses das classes dominantes dos países centrais e viabilizado pela incapacidade de os Estados-nacionais dos países subdesenvolvidos de formular políticas voltadas à formulação de um projeto nacional (Pelegriani; Herrlein Jr., 2020).

Todo o processo histórico de solidificação da posição de dependência dos países subdesenvolvidos aos centrais, favoreceu a ampliação e sofisticação da indústria externa, que,

por meio das empresas transnacionais, continuou a impedir o avanço da indústria nacional por parte da periferia na medida em que a exploração da mão de obra barata e recursos se aprofundou. Com isto, a fuga da condição de subdesenvolvimento, salários de subsistência, subemprego urbano e deterioração dos termos de intercâmbio, se tornou progressivamente improvável.

Nesse processo surge um termo muito caro à teoria da dependência, as transacionais, que são empresas de capital externo posicionadas estrategicamente dentro dos países periféricos com o intuito de se favorecer das condições hierarquicamente inferiores na divisão internacional do trabalho, dado que o exército de reserva é maior e o nível salarial se mantém muito próximo ao nível de subsistência (Pelegriani; Herrlein Jr., 2020). Essa realidade traz condições negativas ao país subdesenvolvido devido à remessa de capital que sai do território periférico enquanto somente a massa salarial, cada vez mais suprimida, se mantém insuficiente para estimular o desenvolvimento econômico. Dessa forma, ao se conquistar a hegemonia do sistema produtivo, os países periféricos corroem a autonomia dos estados nacionais e aprofundam a condição de vulnerabilidade de fluxo de capitais (Pelegriani; Herrlein Jr., 2020).

A condição de dependência aprofundada pela realidade em que os países periféricos estão inseridos, e fortalecida pela impossibilidade de se realizar um projeto nacional de desenvolvimento, intensifica gradualmente a necessidade por fluxos de capital externo enquanto as regulamentações comerciais, trabalhistas e financeiras têm de ser afrouxadas e a política monetária se subordina aos fluxos externos. Nas palavras de Pelegriani e Herrlein Jr. (2020), o preço a se pagar para assegurar os fluxos financeiros externos é a política de juros altos.

Como já exposto anteriormente, a estrutura de juros altos dos países periféricos é altamente negativa para o crescimento e desenvolvimento econômico, devido ao aumento do custo de capital e conseqüente diminuição da eficiência marginal de capital. Em concordância com a teoria da dependência e corroborando para a explicação do processo, está a teoria da hierarquia monetária - que compreende os países periféricos como detentores de moedas sem liquidez no cenário internacional - atribuindo ao país conseqüências negativas que desencadeiam em alto grau de vulnerabilidade às oscilações de liquidez internacional. Dessa maneira, a característica da financeirização dos países subdesenvolvidos é a manifestação histórica da dependência adequada à realidade econômica; a financeirização periférica é subordinada à financeirização central e suas características garantem a continuidade e aprofundamento da posição dependente e vulnerável dos países subdesenvolvidos para com os centrais.

Dessa maneira, para garantir a entrada de fluxos financeiros, os países periféricos adotam políticas monetárias que sejam capazes de superar o diferencial de taxa de juros, de acordo com o valor, liquidez internacional da moeda, que é explicado pela fórmula abaixo, que compõe a taxa de juros nacional:

$i^*$  = taxa básica de juros da economia mundial;  $PI$  = prêmio pela iliquidez;  $RP$  = risco-país;

$VC$  = variação cambial esperada.

A dependência é evidente, dado que a política monetária passa a ser subordinada à manutenção do diferencial de taxa de juros e não para promover o desenvolvimento econômico. “A assimetria monetária implica assimetria macroeconômica” (Coutinho; Belluzzo, 1998). Dentro desse aspecto as características da financeirização dos países subdesenvolvidos representam a manifestação da continuidade da dependência e a constante adequação de bases políticas e econômicas, para a atração de fluxos de capitais que, não necessariamente, representam crescimento econômico, dado que, devido às políticas adotadas pelos países periféricos, o caráter da dívida de curto prazo facilita que o capital especulativo entre e saia com total mobilidade, sem nenhum controle, apenas para garantir superávit na balança de pagamentos, o que inquestionavelmente garante um grau considerável de vulnerabilidade às oscilações de liquidez global, o que pode levar à crises cambiais e baixo crescimento econômico.

É importante ressaltar que qualquer política de controle de capitais ou afronta ao status quo imposto pelas economias centrais resulta em retaliações econômicas e constantemente na fuga de capital especulativo. Considerando todos esses fatores, a posição de subdesenvolvimento na economia mundial financeirizada, garante a continuidade da dependência externa, mas com a particularidade de a mobilidade de capitais ser imediata e as crises monetárias geradas pela fuga de capital gerarem imediatamente crises inflacionárias e períodos de baixo crescimento.

Dessa maneira, a política monetária dos países periféricos é subordinada à realidade histórica em que estão inseridos, à política econômica do país detentor da moeda chave do sistema, o dólar, e ao grau de substituição monetária. A política monetária dos países periféricos assume o papel geral de *policy taker* e perde força devido à substituição monetária, com isso, a autonomia dos Estados nacionais é deteriorada na medida em que as tendências da financeirização global avançam. Dentro desse aspecto, é importante ressaltar que o aumento da dependência dos países periféricos por fluxos financeiros externos é gradual na medida em que não tem força para direcionar uma política nacional de desenvolvimento. Destarte, a estrutura

econômica não progride e a vulnerabilidade da balança de pagamentos é cada vez maior, o que causa fortes pressões para a continuidade da característica de curto prazo da dívida e subordinação da política fiscal pela política monetária (Batista Jr., 2001).

### 3.4 VULNERABILIDADE E INSTABILIDADE, POLÍTICA FISCAL SUBORDINADA À POLÍTICA MONETÁRIA E ENTRAVES À FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO NOS PAÍSES PERIFÉRICOS

A vulnerabilidade externa é fruto da posição histórica de dependência dos países periféricos como já citado, e durante a era da financeirização, a vulnerabilidade financeira é acentuada e se torna mais relevante que a vulnerabilidade comercial (Ocampo, 2001). Traz a perspectiva desta alteração ser relacionada ao fim do regime de Bretton Woods, que favoreceu fortemente a globalização financeira por meio da mudança das bases políticas em que se baseava o modelo econômico; atribuindo à adoção da taxa câmbio flexível, flutuantes e à adoção do dólar como unidade de conta internacional como fatores chave para entender as características facilitadoras da globalização financeira, em que a utilização da moeda não se dá pelo território nacional pré-estabelecido, mas ultrapassa as barreiras geográficas nacionais (Prates; Fritz; Paula, 2018).

Dessa forma, as características citadas são chaves para o entendimento da livre mobilidade de capitais decorrente da globalização financeira, em que a busca por valorização de ativos financeiros globais por parte dos agentes econômicos, favorece e fortalece o componente especulativo dos mercados financeiros; em que agregados macroeconômicos indissociáveis da atividade econômica, e instrumentos de política macroeconômica, assumem posição restrita de ativos financeiros vulneráveis às oscilações de oferta e demanda. Essa realidade faz com que a capacidade de controle dos preços macroeconômicos, taxa de juros e câmbio, por parte dos países que são afetados pela globalização financeira, seja restrita às variáveis externas.

A questão da vulnerabilidade dos países periféricos está centrada na posição inferior de suas moedas no Sistema Monetário Internacional, explicada pela dependência econômica e política histórica, que atribui entraves ao desenvolvimento econômico, por meio da corrosão da autonomia de políticas keynesianas e na forte dependência por divisas internacionais, evidenciada pela grande necessidade de formação de reservas cambiais para assegurar parcialmente a relativa estabilidade de suas moedas.

Dessa forma, como já evidenciado, por meio da vulnerabilidade dos países periféricos,

emerge uma realidade de constante iminência de crises causadas pela restrita capacidade destes de operar políticas keynesianas, seja de curto prazo, anticíclicas, ou de longo prazo. Dado que estão inerentemente suscetíveis à tutela disciplinar dos mercados globais, o que pode causar oscilações repentinas no câmbio, juros, balança de pagamentos e inflação. Com isto, a cristalização das crises econômicas do lado real da economia ocorre inevitavelmente e rapidamente por meio da fuga de capital (Prates; Fritz; Paula, 2018).

A característica especulativa evidenciada, acelerada e ilimitada territorialmente por meio da globalização financeira garante que a ótica para a análise do investimento seja considerada em âmbito internacional, e os movimentos cambiais sejam intensificados pelos agentes econômicos. Considerando o aspecto de instabilidade econômica endógena da estrutura financeira capitalista e, conseqüentemente, a instabilidade da atividade produtiva. Os países periféricos apresentam maior grau de instabilidade devido ao baixo valor de sua moeda, pois além de estarem suscetíveis às fugas repentinas de capital, estão vulneráveis às oscilações do capital nacional em que os ciclos de investimento pela ótica da eficiência marginal do capital são dificultados pela estrutura econômica interna pautada nas taxas de juros estruturalmente altas e relativa substituição monetária. Como destacado por Cário (1994), o investimento produtivo, que é concorrente à especulação financeira, depende da expectativa da sobreposição dos fluxos financeiros futuros em relação aos passivos tomados no tempo. Dessa forma, a estrutural taxa de juros mais altas dos países periféricos tende a inviabilizar o investimento produtivo por meio da diminuição estrutural da eficiência marginal de capital, que, somente em períodos de aceleração econômica global e superávit da conta capital financeira - por meio do ingresso de capital internacional - exhibe expectativas maiores, favorecendo relativamente o investimento produtivo. Nesse aspecto, se exprime outro ponto da vulnerabilidade dos países periféricos, que, sem a aplicação de um plano de desenvolvimento nacional ou políticas de incentivo econômico, fixam sua dependência ao capital estrangeiro dos países centrais.

A característica de vulnerabilidade e instabilidade é fruto da dependência e subordinação que emerge da financeirização dos países periféricos, e assim como destacado por Bonizzi (2013), a característica da financeirização dos países periféricos é a subordinação ao centro. Essa subordinação se manifesta das várias maneiras antes aqui citadas, na subordinação da política monetária nacional à política monetária externa, substituição monetária, na grande necessidade de acumular divisas para conter constantes oscilações da taxa de câmbio, na alta dependência de fluxos externos para o superávit da balança de pagamentos, no caráter de curto prazo da dívida nacional e na subordinação da política fiscal à política monetária, assim, os países periféricos estão subordinados e dependentes dos ciclos financeiros internacionais dos

países centrais, em especial os Estados Unidos.

Nesse aspecto, uma face importante da financeirização dos países periféricos é a subordinação da política fiscal à política monetária nacional, dinâmica que é fruto da adequação dos países subdesenvolvidos à globalização financeira e é resultado da dependência na era da financeirização. A adequação dos países subdesenvolvidos à dinâmica da financeirização marcada pela ascensão da dívida pública, processos inflacionários e paulatina substituição monetária veio por meio da adesão ao Novo Consenso Macroeconômico (NCM), que, baseado na concepção da não relação de *trade off* entre inflação e desemprego no longo prazo passa a priorizar a estabilidade dos preços como fundamento para o crescimento sustentável de longo prazo; por meio da efetivação do Regime de Metas de Inflação (RMI) e diminuição da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) - por intermédio da geração de superávit primário considerando que o aumento da dívida pública gera aumento de preços no longo prazo (Arantes; Biasoto Jr., 2017).

Houve o sacramento da política monetária como instrumento chave de ajuste macroeconômico e colocou a política fiscal em papel subordinado. A política macroeconômica deixou de se basear nos fluxos de demanda para ajustar as posições dos ativos e de maneira indireta busca repercussões sobre o nível de atividade (Arantes; Biasoto Jr., 2017). A política monetária passou a ser o instrumento chave de ajuste econômico enquanto a política fiscal se baseia na não interferência no modelo estabelecido para a trajetória de estabilização prevista pelo NCM, restringindo ao controle da dívida pública e da NFSP. Essa política estabelece uma relação em que o produto é subordinado à remuneração dos ativos, o que, em uma economia global financeirizada, é exacerbado pelos constantes fluxos especulativos globais que circulam com livre mobilidade. Com isso, a realização dos ativos financeiros é garantida pela política monetária.

### 3.5 O RENTISMO E A PERIFERIA

O rentismo se mostra como uma das características principais do desenvolvimento da financeirização, decorrente do capital fictício e do capital bancário. Este está atrelado à titularidade de propriedade sobre o valor gerado na esfera produtiva, assim, estabelece a criação de uma classe ociosa que designa aos financistas sua administração patrimonial, composta por títulos públicos, ações e outros ativos financeiros cada vez mais sofisticados (Bresser-Pereira, 2018). Tudo isso, faz emergir uma classe política que discursa e defende conceitos neoliberais que rumam à desregulamentação dos mercados e que rompe com as bases políticas keynesianas,

pautando as diretrizes políticas em bases macroeconômicas monetaristas.

De acordo com Bresser-Pereira (2018), a alteração significativa que ocorre no capitalismo contemporâneo representa a substituição do papel de importância do empresário detentor do capital que poderá ser convertido em investimento instrumental por meio da sinergia com a esfera do capital bancário, para a assunção da figura da rentista como principal figura capitalista, detentor do capital. Nesse sentido, corresponde-se o aspecto crucial da financeirização por meio da alteração de importância dos agentes. Enquanto o capital fictício toma proporções maiores no capitalismo e leva a mudanças estruturais, o detentor deste é peça chave para explicá-lo.

Essa nova organização em torno do rentista amparado nos financistas, ou como chamado por Bresser-Pereira (2018) “tecnoburocratas”, representa uma coalização de interesses que está inserida na garantia de valorização do capital fictício e na renda do rentista associada à mudança na lógica fundamental do capitalismo que, nas palavras de Bresser-Pereira (2018):

Deixou de ser a lógica (1) do lucro; (2) da acumulação de capital; e (3) da inovação, para ser a lógica; (4) dos rendimentos do capital (juros, dividendos e rendas imobiliárias elevadas); (5) do controle da inflação para que esses rendimentos não percam valor; e (6) do “controle” da dívida pública e da dívida privada para manter os devedores pagando o nível mais alto de juros compatível com sua solvência (Bresser-Pereira, 2018, p. 24).

Assim, a coalizão entre financistas, que representam os administradores da riqueza, e os rentistas, detentores da riqueza, sustenta o retorno da ideologia neoliberal, que, em última instância não tem sua validade corroborada pela experiência econômica, pelo contrário, representa somente uma narrativa em favor da valorização do capital fictício em detrimento da atividade produtiva. Dessa forma, o rentismo ocupa papel central na estrutura da financeirização, não só por representar a alteração da lógica capitalista, mas por estar inerentemente atrelada à alteração da lógica da narrativa político econômica predominante. Dessa maneira, toda a estrutura do capitalismo é alterada e se relaciona com o NCM, que estabelece políticas econômicas exatamente compromissadas com a manutenção da valorização dos rendimentos do capital, controle da inflação e controle da dívida pública.

Nesse contexto, a “eutanasia do rentista” descrita por Keynes (1988), é totalmente impossibilitada, dado que a propensão marginal a consumir dos detentores do capital fictício é muito menor em relação à propensão marginal a consumir dos trabalhadores, que dependem da remuneração do trabalho, e principalmente devido ao nível de juros sustentado pelas políticas do NCM. Estes influenciam negativamente no volume de alocação de capital produtivo, o que garante níveis menores de demanda efetiva e equilíbrio com taxas maiores de desemprego, o que, inevitavelmente, representa níveis inferiores de formação bruta de capital fixo e

atrofiamento no processo de sofisticação tecnológica produtiva. Dessa forma, a estrutura de valorização rentista-patrimonial representa condições específicas que atuam para o aprofundamento da dinâmica e, como consequência concentram renda nos detentores do patrimônio, impossibilitando que haja direcionamento de capital para outros circuitos de valorização, levando à depressão econômica e ao empobrecimento geral das camadas que não participam do ciclo de valorização rentista-patrimonial e que são altamente dependentes do fluxo de renda gerado pelo trabalho.

A condição específica do rentismo nos países periféricos faz muito sentido quando relacionada à impossibilidade da “eutanasia do rentista” em Keynes (1988), como já discutido anteriormente, a estrutura de taxa de juros nos países periféricos assume uma característica central que pode ser explicada devido à posição inferior de sua moeda na hierarquia do SMI, e à adesão destes a políticas relacionadas ao Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Assim sendo, a característica geral do rentismo em países periféricos está amparada no caráter de juros estruturalmente altos que representam a remuneração dos rentistas e no caráter de curto prazo dos títulos de dívida. Certamente há variações em relação ao nível do aprofundamento dessa relação, que está relacionado fortemente com a força e influência política da coalizão financistas-rentistas, assim, países que compartilham nível semelhante de risco-país podem sustentar taxas maiores de taxas de juros reais, gerando um efeito não só ineficaz para o controle inflacionário, mas também uma constante depressão da atividade econômica produtiva.

Como citado por Bruno e Caffe (2017), com a abertura da conta capital financeiro dos países emergentes, houve a substituição da financeirização pautada na inflação de ativos pela financeirização voltada à valorização rentista-patrimonial pautada na sustentação da dívida pública apoiada na alta remuneração decorrente dos juros, porém, a profundidade dessa realidade é, como já dito, específica para cada país. No caso do Brasil, por exemplo, a sustentação de altas taxas de juros por um longo período de tempo, fortaleceu grandemente a coalizão financistas-rentistas e sua influência na formulação de políticas de juros altos. Dessa forma, é destacado que quando se compara o risco-país do Brasil com outros países periféricos com risco semelhante, os juros reais são muito maiores. A saber, segue a Tabela 1 de risco-país e taxa de juros:

Tabela 1 – Risco-país e taxa de juros (média 2010 – 2014)

<b>País</b>	<b>Risco-país</b>	<b>Taxa real de juros</b>
África do Sul	215	-0,03
Brasil	916	4,25
Bulgária	881	-1,73
Colômbia	766	1,19
Filipinas	399	0,16
México	532	0,10
Panamá	1029	0,88
Perú	923	0,16
Rússia	659	0,67
Turquia	416	-3,55

Fonte: Bruno; Caffé (2017).

Considera-se, dessa forma, que a estrutura em que os países periféricos estão inseridos é composta por um conjunto de fatores associados sinergicamente entre si, que foram moldados a partir de sua posição de dependência estrutural manifestada na globalização financeira. Essa estrutura, além de representar um aprofundamento e continuidade da condição de dependência histórica, atribui aos países periféricos a disseminação da ideologia neoliberal para camadas da população que serão prejudicadas por políticas alinhadas ao neoliberalismo. Dessa forma, a alteração das bases do capitalismo para a sustentação da coalizão financistas-rentistas, representou além de outros fatores, a assunção da posição de “técnico-fundamental e ideológico estratégico” nas palavras de Bresser-Pereira (2018), pelos integrantes da coalizão, que deve ser identificada de maneira globalizada e integral para as economias mundiais, fortalecendo a posição de centro e periferia.

Decorrente das características dos países periféricos, expostas anteriormente, a posição de dependência por entrada de fluxos de capital externo funciona como fator impositivo quanto às políticas que favorecem o rentismo. A integração financeira dos mercados e a transposição das barreiras nacionais quanto à circulação monetária com livre mobilidade de capital transfere aos mercados a tutela de disciplinar os países que de alguma maneira rompem com instruções neoliberais vigentes. A disciplina dos mercados, que representa a súbita retirada do capital financeiro, é extremamente negativa não somente à estabilidade cambial, mas aos cinco preços macroeconômicos: taxa de câmbio, juros, salários, inflação e lucro, assim, a posição de vulnerabilidade dos países periféricos compromete a estabilidade da atividade econômica produtiva enquanto o compromisso com o pagamento de juros da dívida compromete fortemente o equilíbrio fiscal. Como conclusão, a alteração da dinâmica capitalista ocorreu com o surgimento da coalizão financistas-rentistas por meio do avanço da financeirização, o que

alterou a lógica de valorização e acumulação de capital, coalização que tem influência ideológica e influencia em distintos graus a opinião pública e formulação de políticas, assim, os países periféricos tem um aprofundamento mais prejudicial à atividade econômica devido à impossibilidade de se atingir a “eutanasia do rentista” mais intensificada e o caráter da dívida pública atrelada à altos juros e pagamentos de curto prazo.

### 3.6 O CASO CHINA: DISRUPÇÃO PARCIAL

Ainda no contexto da integralidade dos aspectos centrais de economias e periféricas, há o caso da China, que pode representar um rompimento com a dinâmica de financeirização dos países periféricos. Considerando aspectos gerais dos países periféricos, a discussão sobre a consequência da desregulamentação financeira abarca a influência dos países centrais para com os periféricos para a subordinação sistemática das finanças nacionais às globais. Dessa forma, o argumento levantado pelos heterodoxos, fortemente pelos pós-keynesianos é de que a “funcionalidade do sistema financeiro” é impactada negativamente devido à maior incerteza estrutural, e à menor quantidade de mecanismos reguladores, o que traz maior fragilidade e vulnerabilidade ao sistema econômico; com isso, a organização e soberania nacional no sistema financeiro é fator crucial para definir o grau de funcionalidade do sistema financeiro, que, por definição é:

Esse é visto como funcional quando é capaz de expandir o uso de recursos existentes no processo de crescimento com um menor aumento possível da fragilidade financeira e outros desequilíbrios que podem ser negativos ao próprio processo (de longo prazo) de crescimento, e não-funcional quando o oposto ocorre (Bressan, 2020 p. 7).

De acordo Bressan (2020), a característica geral da organização do sistema financeiro chinês está na organização funcional do sistema, que, por meio do controle estatal e da menor relevância do capital privado em estruturas que influenciam a conta capital, taxa de juros, câmbio e produção acabam por gerar um sistema financeiro mais funcional quando comparado a outros países periféricos.

Nesse sentido, a presença do Estado no sistema financeiro por meio dos denominados “Big Four” estabelece uma posição estratégica na distribuição de capital com a finalidade de impedir a subordinação do capital produtivo ao financeiro. Assim, para citar, são:

Banco Industrial e Comercial da China” (Industrial and Commercial Bank of China), com foco em atividades industriais e comerciais; “Banco da China” (Bank of China), especializado em câmbio e comércio exterior; “Banco de Construção da China” (People's Construction Bank of China), com o papel duplo de Tesouro e banco; e o “Banco Agrícola da China” (Agricultural Bank of China), focado em atividades financeiras do setor agrícola (Bressan, 2020, p. 8).

Além disso, nesse sentido, o mercado de ações da China é dominado fortemente pela presença do Estado com restrição ao capital estrangeiro e companhias internacionais (Bressan, 2020). Destarte, a financeirização na esfera produtiva é relativamente arrefecida, dado que a influência do acionista é diminuída e, por conseguinte, o capital produtivo têm maiores incentivos para continuar no processo de realização produtiva, o que garante maior estabilidade ao arcabouço reter e investir ao invés de migrar para *downsize and distribute*.

Outro aspecto que contribui para a funcionalidade do sistema financeiro chinês é a orientação desenvolvimentista que estabelece restrições à mobilidade de capital e taxa de juros baixas, o que além de favorecer a estabilidade cambial, diminui o custo de capital do investimento produtivo, trazendo melhores condições institucionais e estabilidade econômica. Nesse sentido, o arranjo institucional chinês se pauta na menor dependência dos ciclos de liquidez global e conseqüentemente na tutela hierárquica das economias centrais (Bressan, 2020).

Assim, a China carrega composições organizacionais que se diferenciam fortemente da organização geral dos países periféricos, o que garante uma trajetória diferente de acumulação relativamente muito menos dominado pelas finanças. Diferentemente do geral dos países periféricos, a China estabeleceu uma organização institucional do sistema financeiro que traz funcionalidade ao sistema e estimula a atividade produtiva. Para pontuar, o nível baixo da taxa de juros e o controle de capitais é a recusa à estrutura global financeirizada, o que garante menor dependência e vulnerabilidade às economias centrais. Dessa forma, a China consegue conduzir projetos nacionais de desenvolvimento sem depender da política monetária das economias centrais, enquanto impede as oscilações cambiais e as crises na balança de pagamentos.

Dessa maneira, analisando pela perspectiva de Stockhammer (2008), a dominação das finanças sobre a acumulação chinesa é muito mais branda quando comparada aos demais países periféricos. O consumo não é influenciado pelo endividamento, dado que não houve aceleração deste para sustentar padrões de consumo de períodos anteriores; o investimento privado é estimulado por meio da funcionalidade do sistema financeiro, assim, não há grande desvio do capital de produtivo para financeiro, os gastos do governo são mantidos constantes e a balança de pagamentos, *ceteris paribus*, é superavitária, devido ao controle de capitais.

## 4 A FINANCEIRIZAÇÃO BRASILEIRA. SOBRE A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

Países periféricos como o Brasil carrega características particulares de financeirização que foram citadas no capítulo anterior, assim, neste capítulo serão expostos aspectos que analisem tais condições e contribuam para o entendimento do processo de financeirização especificamente para o Brasil. Como principais características podemos citar: manutenção da taxa Selic em patamares elevados, dependência de fluxo de capital externo, subordinação da política fiscal à monetária, posição de *policy taker*, rentismo, aumento da dívida pública, financeirização das empresas não financeiras e baixo crescimento econômico. Alinhado a esses fatores, a dominância financeira é intensificada pela posição subordinada do real no SMI, o que traciona crises na balança de pagamentos devido às oscilações de capital.

Ainda, conforme colocado, com o intuito de entender o processo de crescimento do Brasil para o período de 2001 a 2019, a trajetória da formação bruta de capital fixo será analisada à luz das variáveis que a influenciam num processo de financeirização.

### 4.1 RENTISMO, COALIZÃO DE INTERESSES E SUBORDINAÇÃO DO REGIME FISCAL

O desenvolvimento do capitalismo financeirizado, além dos aspectos citados em que as finanças estão presentes em todos os circuitos de valorização do capital e na formação do produto, o que representa a dominância das finanças como fator chave para a acumulação de capital, aspectos institucionais que integram o Estado e a iniciativa privada também são chave para entender o processo de financeirização do Brasil.

Em capitalismo financeiro-rentista, Bresser-Pereira (2018), cita a condição estrutural em que a economia se estabeleceu após a década de 1990 e que continuamente alterou a posição do capital, os agentes chave e o papel destes. A grande diferenciação e o episódio chave está na posse dos ativos pelos herdeiros do capital, que, devido à incapacidade de gerir os recursos, migraram para uma dinâmica de terceirização da gestão, assim, os responsáveis pela gestão, os financistas, além de fazer a gestão dos recursos, são instrumentos fomentadores de políticas neoclássicas focadas na narrativa de diminuição de gastos sociais e diminuição da interferência do Estado, o que faz pressão para a diminuição de políticas sociais e desenvolvimentistas. Dessa maneira, Bruno, Paula e Bresser-Pereira (2019), trazem essa análise de maneira aprofundada para a realidade brasileira, estabelecendo como característica fundamental a orientação do

Estado para a articulação do processo econômico e político em que o Estado garante fatores institucionais para a defesa dos interesses da classe dominante. Nesse sentido, os modelos institucionais, que regeram o Brasil desde 1930, representam a conjunção do Estado com a iniciativa privada considerando a inserção brasileira ao capital internacional (Bruno; Paula; Bresser-Pereira, 2019). Em aspectos gerais, a organização institucional brasileira migrou da dinâmica de priorização do capital industrial com relações salariais a níveis biológicos e manutenção de gastos governamentais para uma dinâmica de desindustrialização, diminuição de gastos, flexibilização de leis trabalhistas e conseqüente deterioração dos salários. Nesse contexto, o período a se destacar e que representou o embrião da financeirização brasileira foi durante 1964 e 1989 em que, com o sentido de sustentar entradas de capital externo, o que significou o aprofundamento da dependência externa, colocou o Estado brasileiro como “garantidor e avalista do capital financeiro privado” (Bruno; Paula; Bresser-Pereira, 2019) por meio da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) e títulos de dívida atrelados à inflação. Nesse sentido, o Brasil sustentou um crescimento artificial enquanto alterou a dinâmica institucional do Estado de indutor do crescimento como ocorreu nos períodos anteriores, para simplesmente garantir o capital financeiro privado abarcado pelas finanças. A partir desse ponto, o desenvolvimento dos períodos posteriores correspondeu ao aprofundamento das medidas do Consenso de Washington, o que favoreceu mais fortemente a criação de circuitos de valorização do capital financeiro por meio da diminuição dos gastos do governo.

Para Lavinias, Araújo e Bruno (2017) os mecanismos de correção monetária impostos pós choque do petróleo que criaram a moeda indexada acabaram por provocar a concentração bancária-financeira por meio da acumulação de recursos por meio da rolagem da dívida do governo, que estabeleceu uma relação rentista para com a dívida pública.

Essa característica, além de impactar negativamente o resultado fiscal do Estado brasileiro deu peso à dinâmica de substituição do investimento produtivo pela especulação financeira e favoreceu o rentismo por meio da “financeirização elitizada”, dada a grande concentração de renda e riqueza no período (Lavinias; Araújo; Bruno, 2017).

Para o período estudado, de 2001 a 2019, é crucial entender que se tratou de um aprofundamento das políticas que levaram à financeirização e que a coalizão de detentores do capital e financistas pressionaram o Estado a conciliar os interesses dos grupos capitalistas que dependem de um arranjo institucional antagônico. Principalmente no período de 2004 a 2014, o governo brasileiro tenta conciliar a valorização do capital rentista-financeiro, do setor exportador de commodities e industrial, esse arcabouço junto às políticas de expansão de

consumo aliado ao caráter estrutural de juros altos resultou no aumento da dívida privada por meio das famílias e empresas não financeiras, o que representou um fortalecimento dos circuitos de valorização rentista-patrimonial. Esse cenário de aumento da presença da valorização rentista-patrimonial propiciou a absorção do controle de políticas públicas pelos grandes bancos e empresas não financeiras. Dessa forma, o neoliberalismo assume uma forma mais atuante e pressiona para baixo os gastos do governo (Lavinás; Araújo; Bruno, 2017).

Assim, relacionando o contexto brasileiro com a análise de Stockhammer (2008), a dominância financeira no Brasil assumiu uma forma diferente daquelas observadas na Europa e EUA para o período analisado, dado que, a narrativa neoliberal não foi eficaz em efetivamente diminuir consideravelmente os gastos do governo, enquanto que os outros componentes do PIB foram gradualmente impactados pela dominação financeira. Nesse sentido, a trajetória de financeirização brasileira representou um contexto de financeirização se estabeleceu em um ambiente de juros reais elevado (Bruno *et al.*, 2011), baixo investimento e aumento do endividamento das empresas não-financeiras (Miranda; Crocco; Santos, 2015) como um entrave ao crescimento e desenvolvimento econômico, causando desindustrialização e aprofundando a vulnerabilidade externa.

O domínio dos gastos do governo pelas finanças pode ser entendido por meio da subordinação da política fiscal à política monetária, em que, a estrutura política prioriza a política monetária e utiliza a política fiscal como ferramenta de subsídio à política monetária. Essa questão se deu pelo nível de endividamento do Estado e pela priorização da valorização do capital financeiro rentista, assim, suprimindo os gastos governamentais, o regime físico-financeiro se submeteu à geração de receita para fazer jus aos juros da dívida pública (Bruno; Paula; Bresser-Pereira, 2019). Dessa forma, quando relacionado aos outros fatores da financeirização brasileira, o caráter físico-financeiro do Estado pressiona gradualmente a renda do trabalho e o consumo para baixo e causa uma diminuição na capacidade de atendimento das necessidades biológicas por meio do nexo trabalho-salário, dado que ao se considerar conjuntamente: diminuição dos gastos sociais do governo, flexibilização e degradação das relações de trabalho, aumentos da tributação relativas aos juros, endividamento privado, diminuição do investimento produtivo e conseqüente crescimento lento e frágil, a qualidade de vida das famílias é deteriorada gradualmente enquanto o endividamento constante se evidencia como último fator para atendimento das necessidades biológicas.

Então, a aceleração da relação dívida pública/PIB e a reorganização do sistema bancário-financeiro pós choques do petróleo, representaram o princípio da financeirização, em que, o regime se apoiou e engendrou a impossibilidade da implementação de um projeto

desenvolvimentista, dado que o regime fiscal, impactado também pelo baixo crescimento do produto se colocou somente a serviço da política monetária.

Outro aspecto relevante em relação à organização do sistema financeiro brasileiro é quanto ao processo de entrada de capital privado durante os períodos subsequentes, esse processo estabeleceu as bases para a relação não funcional do sistema financeiro, em que, o processo de crescimento da financeirização pode operar livremente. A marca da intensificação e evidência do processo foi para o período de 2015 a 2017:

As estruturas do Estado passam a ser diretamente controladas por representantes do mercado bancário-financeiro, permitindo aos grandes bancos e empresas não-financeiras atuarem diretamente sobre a definição e gestão do orçamento público e a formatação e condução da política econômica (Bruno; Caffé, 2019, p. 1038).

Nesse sentido, a organização do sistema financeiro brasileiro se distanciou fortemente da funcionalidade trazida no artigo por Bressan (2020), em que aponta as características institucionais chinesas como garantidoras da funcionalidade do sistema, que de maneira resumida acabam por influenciar o aumento do capital produtivo e estabelecem controles ao capital especulativo.

#### 4.2 NEOLIBERALISMO E PRIVATIZAÇÃO DOS BANCOS NACIONAIS

O período pós crise da dívida - dívida externa - representou para o Brasil a alteração fundamental da condução das políticas econômicas e alinhamento paulatino às exigências do consenso de Washington. No geral, os governos Collor e Fernando Henrique Cardoso representaram o caminho brasileiro de aprofundamento intenso da dependência ao capital estrangeiro por meio da abertura comercial e total adesão à livre mobilidade de capital.

Dessa forma, para o governo Collor e FHC, a postura observada foi nitidamente enquadrada nas principais atribuições do consenso de Washington, na medida em que se comprometeu com a liberalização financeira; liberalização comercial; privatização; e desregulação de mercados. É possível destacar a forte diminuição nas tarifas médias de importação, que passaram de cerca de 40%, em 1990 para 13% em 1995 enquanto aboliram-se grande parte dos regimes especiais de importações (Gennari, 2001).

Além da diminuição das tarifas de importação que impactaram diretamente a atividade industrial e a balança comercial, o comprometimento com a livre mobilidade de capitais e privatizações exacerbada durante o governo FHC foram responsáveis pelo aumento da entrada de capital externo no Brasil, porém por meio da diminuição da riqueza nacional e capital especulativo o que fez dobrar a soma de passivos do Brasil em cinco anos (Gennari, 2001). As

privatizações que, de acordo com Gennari (2001), tiveram maior concentração nos setores de telecomunicação, energia elétrica e financeiro minaram a riqueza nacional e aumentaram consideravelmente a saída de remessas de capital em forma de lucro e royalties.

Todos esses fatores trouxeram fragilidade ao balanço fiscal brasileiro enquanto aumentaram a soma de passivos.

A privatização do setor bancário, que teve um aspecto crucial para o entendimento da financeirização brasileira, está intimamente ligada às pressões nacionais e internacionais do capital privado e das políticas neoliberais. De acordo com Luz e Videira (2009), a privatização do sistema financeiro brasileiro foi fortemente intensificada após o consenso de Washington, no governo de Fernando Henrique Cardoso, em que os bancos estaduais foram adquiridos por bancos privados. A realidade de migração do sistema financeiro para a dominância do capital privado representou a ruptura do comprometimento do Estado com o desenvolvimento da estrutura econômica do Brasil, dado que a criação dos bancos estaduais se pautou principalmente no financiamento de projetos de desenvolvimento devido à incapacidade de o capital privado atender à necessidade de financiamento de longo prazo. Dessa forma o sistema financeiro deixou de estar sob a tutela do desenvolvimento regional e migrou para a geração de lucro financeiro.

A influência externa causada pelo consenso de Washington engendrou a privatização por meio do compromisso primordial de resultado fiscal positivo, assim, a operação de sustentação de bancos públicos deficitários ficou impossibilitada e causou a privatização de bancos deficitários e superavitários sem considerar a importância econômica regional das instituições. A característica desse processo findou na forte concentração do sistema financeiro brasileiro controlado por instituições financeiras de capital privado (Luiz; Videira, 2009).

Nesse sentido, o processo de privatização do sistema bancário brasileiro durante a década de 1990 estabeleceu as bases para o aprofundamento da financeirização revelando a dominância das finanças. Muito fortemente, a privatização do sistema financeiro influenciou principalmente consumo e investimento, dado que, posteriormente, com a diminuição da participação do Estado para a promoção do desenvolvimento econômico e a desregulamentação do sistema financeiro, se corroeu fortemente as bases para a formação de um sistema financeiro funcional. Assim, a dinâmica resultante foi: alta concentração da posse de títulos de dívida pública pelos bancos privados, desenvolvimento de meios de securitização que sustentem a especulação e financiamento do consumo pelo crédito. Portanto, consumo e investimento são dominados pela esfera produtiva.

Ainda nesse contexto, a globalização financeira teve sua parcela de representação

diminuída na década de 90 devido à avidez dos bancos nacionais de capital privado que estabeleceram políticas de absorção geral do sistema financeiro para eliminar a possibilidade de novos entrantes estrangeiros, porém, como bem observado por Luiz e Videira (2009), a dominância dos bancos nacionais de capital privado está crescentemente ameaçada pois a entrada de bancos estrangeiros no Brasil tem aumentado enquanto às políticas de liberalização comercial e financeira vem sendo sustentadas. Dessa forma, a fragilidade do sistema financeiro é exacerbada enquanto a vulnerabilidade é aumentada.

#### 4.3 BRASIL PÓS 2000: CARACTERÍSTICAS ECONÔMICAS E APROFUNDAMENTO DA FINANCEIRIZAÇÃO

Como citado no tópico anterior, a década de noventa no Brasil foi marcada por políticas que acataram as pressões neoliberais impostas pelo consenso de Washington, assim, a abertura comercial e financeira marcaram a década e alteraram fortemente a trajetória brasileira durante os anos 2000. Nesse contexto, como visto, o capital privado suplantou a dominância estatal em muitos setores, inclusive, fortemente, no sistema financeiro, o que causou concentração e oligopolização do sistema. Assim, durante os anos 2000 o sistema financeiro cresceu fortemente enquanto a matriz de políticas neoliberais foi mantida pelos governos Lula. Na realidade, o mercado financeiro brasileiro como um todo apresentou uma expansão no volume e desenvolvimento a partir de 2000, porém, como será exposto de maneira mais clara, a âncora dessa expansão foi a dívida pública e a especulação do capital internacional.

No arcabouço político, a alteração do governo FHC para o Lula nos anos 2000 representou pouco mais além de alteração de narrativa, nesse sentido, as políticas neoliberais foram mantidas e aprofundadas, assim, o compromisso com o ajuste fiscal, metas de inflação e câmbio flutuante continuaram a representar suma importância, continuando assim o “modelo liberal periférico” (Lapyda, 2019).

Nesse sentido, o artigo A economia política do governo Lula, contribui para o entendimento do desempenho do governo por meio do destaque dos índices trazidos por Filgueiras e Gonçalves (20-- *apud* Coelho, 2007), e da comparação com o cenário internacional. Assim, há alguns fatos que devem ser destacados, que representaram a postura do governo e outros que representam a situação brasileira que decorreu na década de noventa. É certo que o crescimento apresentado pelos bancos foi resultado da combinação de políticas e do avanço da privatização, também que a gestão pautada na distribuição de dividendos foi resultado do aumento do mercado acionário, representado pelo capital nacional e internacional, porém há de

se ressaltar a contradição existente entre a narrativa sustentada para os resultados da gestão.

Por exemplo, considerando a posição brasileira no contexto internacional, o crescimento se deu fortemente por conta da aceleração econômica global, que por meio da alta demanda por *commodities*, favoreceu as contas brasileiras, nesse contexto, o Brasil desperdiçou a oportunidade de liderar um ciclo virtuoso de crescimento pós 2002 por meio do aumento da capacidade industrial e sofisticação produtiva, nesse sentido, o processo de desindustrialização foi intensificado enquanto o câmbio se manteve relativamente apreciado. Quanto ao resultado do pagamento de juros da dívida pública, o valor saiu de 8% no governo Fernando Henrique Cardoso para a média de 8,2% no governo Lula, além disso, o perfil majoritário da dívida migrou de externa para interna, com prazos menores e juros mais altos (Coelho, 2007).

Ainda sobre o artigo de Coelho (2007), é importante destacar a utilização de indicadores de crescimento de renda nacional, hiato de crescimento entre o PIB nacional e global, acumulação de capital, fragilidade financeira, inflação e vulnerabilidade externa. Através da interpretação conjunta desses indicadores é possível entender qual foi a orientação da gestão e qual a relação com a financeirização, acumulação de capital produtivo e política monetária para o período.

Para o hiato de crescimento do PIB, durante o governo Lula o hiato foi de 1,5% negativos, quando comparado aos outros presidentes, o governo Lula (2003-2006) apresentou resultados baixos quanto à acumulação de capital e comandou o Brasil atingindo a maior fragilidade financeira desde 1890. Atingindo um desempenho relativamente superior somente quanto à inflação e vulnerabilidade externa, claro que, fruto das políticas de controle de inflação (Coelho, 2007).

Nesse sentido, os governos Lula representaram um forte compromisso com as políticas neoliberais que se instituíram no Brasil após a década de 1980. Como resultado, considerando o aprofundamento dessa dinâmica, destaca-se o aumento da entrada de capital externo, em sua maioria com caráter especulativo por meio da compra de ações no mercado secundário. Assim, o investimento externo passou de 15,5 bilhões de dólares em 2001 para 101,6 em 2006 e 380,1 bilhões em 2010 (Lapyda, 2019). Além do aumento do volume de investimento externo, a financeirização no Brasil ascendeu à fase que os bancos passaram a adquirir o controle das empresas não financeiras e impactar no nível de investimento destas, assim, os bancos de capital privado passaram a diversificar seus investimentos para diversos setores econômicos, aumentando sua influência na atividade econômica, impactando na formação bruta de capital fixo (Lapyda, 2019).

Ainda quanto à atividade financeira, a concentração do setor bancário acelerou e passou

a níveis gradualmente maiores durante os anos 2000, tendo seu ponto de inflexão após a crise de 2008 que aumentou a concentração bancária em média em 20% para ativos, operações de crédito e depósitos, de acordo com o índice RC4 – Razão de concentração (Lapyda, 2019).

Nesse contexto, além do aumento da participação do capital bancário em setores não financeiros, ocorreu o aumento das operações de crédito, o que corresponde à financeirização do consumo. Assim, o lucro líquido dos bancos medido pelo retorno sobre patrimônio líquido, passou de 16,16% em 2003 para 25,34% em 2007 (Lapyda, 2019).

Ainda, o aumento das atividades bancárias junto à sofisticação dos instrumentos financeiros interseccionado às políticas neoliberais favoreceu o aumento considerável, para não dizer nascimento, dos fundos de investimento no Brasil, elevando a relação capital/PIB sob a gestão dos fundos de 24% em 2002 para 43% em 2010, bem superior ao nível dos países emergentes (Lapyda, 2019). Essa relação de aumento do volume financeiro sob gestão dos fundos pode ser caracterizada pela diminuição gradual dos níveis de poupança, diminuição da compra direta de ações, maior liquidez do cenário interno e externo e aumento da quantidade de instrumentos financeiros no Brasil. Porém, como característica principal, vale a pena pontuar a composição da alocação desses fundos, para o Brasil, a maior concentração dos investimentos é nos títulos de dívida do governo, justamente devido ao alto grau das taxas de juros e nível de segurança de crédito deles. Dessa forma, a coalizão entre financistas e rentistas e sua influência nas políticas brasileiras foi fortalecida.

Nesse sentido, o Brasil pós 2002 foi nitidamente campo de continuidade das políticas neoliberais e não representou rompimento quanto à adoção destas, fortalecendo o capital privado no sistema financeiro nacional e permitindo a concentração do sistema que caminhou para a oligopolização. É claro que, o caminho não foi traçado pelo governo Lula, a trajetória de deterioração das bases desenvolvimentistas se deu muito fortemente devido à vulnerabilidade brasileira em relação ao cenário externo pós crise do petróleo, e foi intensificada pela crise da dívida dos anos oitenta, o que engendrou a adoção das políticas de liberalização nos anos noventa. Assim, o período pós 2000 foi resultado da fragilidade econômica internacional, mas se desenvolveu de maneira diametralmente oposta ao desenvolvimento do sistema financeiro chinês, portanto, a ruptura às políticas neoliberais foi dificultada enquanto que a fragilidade internacional evidenciada pela sustentação de altas taxas de juros e vulnerabilidade às oscilações do capital externo. Além da sustentação dos aspectos de fragilidade a subordinação da política fiscal à monetária e a posição de subordinação à política monetária internacional, o aumento da participação dos bancos nas atividades produtivas intensificou a trajetória de financeirização brasileira, dessa forma, todos esses aspectos levaram o Brasil ao claro regime

de dominância financeira, que garante a participação das finanças no consumo, gastos do governo, investimento e balança de pagamentos, o que influenciou diretamente na trajetória de crescimento da economia brasileira, garantindo um crescimento lento e frágil.

## 5 ANÁLISE ESTATÍSTICA – BRASIL 2001 A 2019

### 5.1 MATERIAL E MÉTODO

A financeirização é um fenômeno entendido como responsável por influenciar diretamente na acumulação de capital fixo produtivo e, enquanto fenômeno mundial que se desenvolve relativamente à conjunção da estrutura econômica mundial, apresenta diversas particularidades em determinados países.

O modelo escolhido, que tem como finalidade explicar a taxa de acumulação de capital produtivo no Brasil engloba alguns aspectos nacionais e particulares da financeirização brasileira e sua interação com a economia mundial. Dessa maneira, serão utilizadas características especificamente importantes para explicar a financeirização brasileira para o período de 2001 a 2019 através de dados trimestrais para o período. Portanto, as variáveis são séries temporais (ST) trimestrais, iniciando no primeiro trimestre de 2001 e terminando no quarto trimestre de 2019.

A escolha das variáveis explicativas se justifica pela literatura que aponta a financeirização de países periféricos como altamente centrada no nível da taxa de juros interna é influenciada fortemente pelos ciclos globais de liquidez, dessa forma, o modelo tem como objetivo entender qual a influência estatística das variáveis para a acumulação de capital fixo produtivo no Brasil.

A financeirização global se relaciona com a teoria da hierarquia monetária através da posição de subordinação impugnada aos países periféricos que assumem posição de *policy takers* na política monetária o que, por vias nacionais e internacionais, afeta na acumulação de capital produtivo. Portanto, espera-se que o modelo escolhido demonstre estatisticamente a relação entre a taxa de formação bruta de capital fixo em função da financeirização, taxa Selic e taxa de juros norte-americana para o Brasil para o período apontado.

#### 5.1.1 Base de dados

A base de dados utilizada foi retirada de IPEADATA e Macrotrends. Serão utilizadas as seguintes bases, apresentadas no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1 - Descrição da composição das variáveis (Séries Temporais trimestrais) envolvidas no modelo

<b><u>FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo</u></b>	A FBCF se refere à parcela do investimento que corresponde a quantidade de produtos produzidos não para serem consumidos, mas para serem utilizados no processo produtivo nos anos posteriores.
<b><u>KPROD: Estoque líquido de capital fixo(preços 2010):</u></b>	O Estoque Líquido de Capital Fixo (ELCF) é estimado por meio do acúmulo dos fluxos de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) deflacionados e descontada a depreciação com base na metodologia descrita no texto para discussão do Ipea nº 2580 (Souza Júnior e Cornelio, 2020).
<b><u>M1: Meio de pagamento restrito - fim de período:</u></b>	Os meios de pagamento são recursos prontamente disponíveis para pagamento de bens e serviços, sendo composto pelo papel- moeda em poder do público mais depósitos à vista. <u>Apresentado como porcentagem do PIB.</u>
<b><u>M4: Meio de pagamento ampliado - fim de período</u></b>	O M4 corresponde ao M3 somado aos títulos públicos federais de elevada liquidez adquiridos pelos detentores de moeda no mercado primário. Sua composição é: $M4 = M3 +$ títulos públicos emitidos pelo Governo Federal, adquiridos em operações definitivas. Neste caso, refere-se ao saldo total de M4. <u>Apresentado como porcentagem do PIB</u>
<b><u>SELIC: Taxa de juros - Selic - fixada pelo Copom - (% a.a.):</u></b>	Decisões da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) para a taxa de juros referencial (Selic). BANCO CENTRAL DO BRASIL-IPEADATA
<b><u>FEDFUNDRATES</u></b>	A taxa de fundos federais é a taxa de juros pela qual as instituições depositárias (bancos e cooperativas de crédito) emprestam saldos de reservas a outras instituições depositárias durante a noite, sem garantia.

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

As variáveis do modelo serão utilizadas com a finalidade de explicar a formação de capital fixo produtivo para o período de 2001 a 2019 utilizando dados trimestrais. Abaixo, no Quadro 2, a composição das variáveis:

Quadro 2 - Séries temporais utilizadas como variáveis do modelo

<b>Variável (ST)</b>	<b>Tipo</b>	<b>Descrição</b>
<i>Gt</i>	Variável Dependente	Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)/Estoque líquido de Capital Fixo (kprod)
<i>St</i>	Variável Independente	Taxa de Juros Selic fixada pelo COPOM (% a.a.)
<i>Ft</i>	Variável Independente	Taxa de financeirização = $M4 - M1$ / Estoque líquido de Capital fixo (K PROD)
<i>Jt</i>	Variável Independente	Taxa de juros EUA (FED FUND RATES)

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

Os sinais esperados das variáveis para explicar a formação bruta de capital fixo (FBCF) que é entendida como investimento produtivo, se ancoram na teoria da financeirização e na teoria da hierarquia monetária. Para a variável S (SELIC) espera-se sinal negativo devido ao aumento no custo de capital que desestimula o investimento produtivo. Além disso, a Selic

representa grande parte da taxa de remuneração dos títulos de dívida, que são objetos do investimento não produtivo, significa que é investimento substituto ao investimento produtivo, o que reforça a expectativa do sinal negativo.

Para a variável F (variável de financeirização) espera-se sinal positivo ou negativo, levando a possíveis conclusões de que o Brasil durante o período analisado passou por um regime de crescimento dominado pelas finanças (Bruno *et al.*, 2011; Stockhammer 2008) caso o sinal seja positivo e, caso negativo, que o aumento dos ativos financeiros na realidade desestimulou o investimento em capital produtivo.

Para a variável J, que representa as taxas de juros dos EUA, espera-se uma relação negativa com a formação de capital fixo brasileira dado que períodos de menor liquidez, desencadeiam menores taxas de investimento produtivo para o Brasil, evidenciando a dependência externa em concordância com a teoria da hierarquia monetária.

Dessa maneira, como o objetivo da análise econométrica é entender a característica da financeirização brasileira, relacionando a dependência do investimento em capital produtivo às oscilações de liquidez da moeda do topo na teoria da hierarquia monetária, as variáveis elencadas para explicar G serão: taxa de juros norte americana, Selic e F (componente de financeirização).

### 5.1.2 Método

O modelo de regressão linear da série temporal em estudo  $G_t$ , estimado por MQO, foi o seguinte:

$$G_t = \beta_0 + \beta_1 F_{t-1} + \beta_2 F_{t-2} + \beta_3 F_{t-3} + \beta_4 S_{t-1} + \beta_5 S_{t-2} + \beta_6 S_{t-3} + \beta_7 J + \beta_8 J_{t-2} + \beta_9 J_{t-3} + u_t \quad (1)$$

em que  $S_t$ ,  $F_t$  e  $J_t$  são as variáveis independentes (VI), todas defasadas até o lag 3 e  $\beta_j$ ,  $j = 0, 1, \dots, 9$ , são os coeficientes. O erro  $u_t \sim N(0, \sigma^2)$  segue pressupostos de normalidade, homocedasticidade e independência.

A defasagem temporal até o lag 3 é representada no modelo por  $t-k$ , com  $k = 1, 2, 3$  e se faz necessária devido à natureza da relação entre as VI e  $G_t$ , dado que alterações ocorridas em  $t-1$ ,  $t-2$  e  $t-3$  nas VI podem influenciar em  $G_t$ .

Após o ajuste, foi usada uma seleção de variáveis regressoras pelo método Backward, com seleção de modelos usando AIC, para retirar as variáveis regressoras em que os betas associados a elas sejam não significativos, ou seja, iguais a zero ao nível de 5% de significância.

O backward retira, uma a uma, VIs com maior p-valor acima de 0,15 de maneira decrescente, desde que se obtenha um AIC, do modelo sem a VI que foi retirada, menor que o modelo imediatamente anterior. O melhor modelo será aquele com menor AIC e com nenhuma VI com p-valor maior que 0,15 (Charnet *et al.*, 2008; Carvalho, 2019).

O índice AIC considera a parcimônia entre a quantidade de parâmetros e a capacidade de inferências do modelo, assim, o melhor modelo apresenta menor quantidade de parâmetros ( $k$ ) e maior verossimilhança  $f(x|\hat{\theta})$ , dessa maneira, menor valor de AIC (Sobral; Barreto 2011), e pode ser calculado da seguinte maneira:

$$AIC = -2 \ln \ln f(x|\theta) + 2k \quad (2)$$

No modelo resultante da aplicação da seleção de variáveis foi feito um diagnóstico dos resíduos para verificar se os erros estimados são normais, homocedásticos e independentes. Para a normalidade foi usado um teste de Qui-Quadrado, para a homocedasticidade foi usado o teste de Breusch-Pagan e para o teste de independência foi usado o teste de Durbin-Watson. Como tem-se uma regressão de séries temporais, é possível que os erros estimados sejam dependentes. Neste caso, pode ser preciso a inclusão de termos de médias móveis até uma ordem  $d$  para que esses erros sejam independentes. Essa ordem  $d$  é identificada no correlograma residual do modelo selecionado, para os lags onde a correlação seja não nula estatisticamente. Todos os testes foram feitos ao nível de 5% de significância.

## 6 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 6.1 FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – ANÁLISE PARA 2001 A 2019 PARA O MODELO

$$G_t = \beta_0 + \beta_1 F_{t-1} + \beta_2 F_{t-2} + \beta_3 F_{t-3} + \beta_4 S_{t-1} + \beta_5 S_{t-2} + \beta_6 S_{t-3} + \beta_7 J_{t-1} + \beta_8 J_{t-2} + \beta_9 J_{t-3} + u_t \quad (3)$$

Observa-se os seguintes resultados:

Tabela 2 - Modelo completo ajustado por MQO

Coefficiente	Estimativa	Erro Padrão	P-valor
$\beta_0$	0,0289	0,0018	0,0000
$\beta_1$	0,0925	0,0643	0,1556
$\beta_2$	-0,0393	0,0918	0,6702
$\beta_3$	-0,0416	0,0661	0,5316
$\beta_4$	-0,0006	0,0002	0,0101
$\beta_5$	0,0007	0,0004	0,1068
$\beta_6$	-0,0009	0,0002	0,0006
$\beta_7$	0,0000	0,0005	0,8887
$\beta_8$	-0,0001	0,0008	0,8512
$\beta_9$	-0,0010	0,0005	0,0641

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

Considerando que somente  $\beta_0$ , intercepto,  $\beta_4$ , associado à variável explicativa  $S_{t-1}$  e  $\beta_6$ , associado à  $S_{t-3}$ , foram significativos ao nível de 5%, foi utilizado o método Backward Para a seleção do modelo. Através do método chega-se ao modelo MQO mais adequado.

Utilizando o método Backward, o melhor modelo observado pelo AIC, esgotando-se as possibilidades de retirada de variáveis foi o modelo abaixo:

$$G_t = \beta_0 + \beta_1 F_{t-1} + \beta_4 S_{t-1} + \beta_5 S_{t-2} + \beta_6 S_{t-3} + \beta_9 J_{t-3} + u_t \quad (4)$$

Para o modelo descrito, observa-se os seguintes resultados:

Tabela 3 - Modelo estimado resultante da aplicação do método Backward

Coefficiente	Estimativa	Erro Padrão	P-valor
$\beta_0$	0,0294	0,0017	0,0000
$\beta_1$	0,0135	0,0022	0,0000
$\beta_4$	-0,0006	0,0002	0,0067
$\beta_5$	0,0007	0,0004	0,0837
$\beta_6$	-0,0009	0,0002	0,0003
$\beta_9$	-0,0011	0,0001	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

O modelo encontrado utilizando a metodologia foi o exposto na Tabela 3 em que se obteve: AIC:  $-688,0146$ . Dessa forma, observamos uma diminuição no critério AIC, além disso somente o  $\beta_5$  associado à variável  $St-2$  não foi significativo a 5% dado que obteve p-valor =  $0,0837 > \alpha$ , porém, seguindo a metodologia Backward, a variável não pode ser retirada, mas é zero estatisticamente e, ceteris paribus, não tem efeito estatístico no modelo.

No geral, o modelo ajustado utilizando o método Backward apresentou menor erro padrão e menor p-valor para as variáveis, o que indica maior adequabilidade na seleção dos parâmetros.

Dessa maneira, para seguir a análise do modelo, os erros estimados serão analisados. Assim, com p-valor  $< \alpha$ , em que  $\alpha = 0,05$ , rejeita-se  $H_0$  e assume-se a hipótese alternativa  $H_1$ . Para os testes de análise dos resíduos, serão consideradas como hipótese nula:

- a)  $H_0$ : erros têm distribuição normal;
- b)  $H_0$ : erros são homocedásticos;
- c)  $H_0$ : erros são independentes.

Então, para verificar a hipótese de normalidade dos resíduos, foi realizado o teste qui-quadrado. Temos:

$H_0$ : Erros estimados possuem distribuição normal

$H_1$ : Erros estimados não possuem distribuição normal

Compara-se o p-valor obtido com o nível de significância,  $\alpha = 0,05$ . Dado que o p-valor do teste foi de  $0,0123$ , sendo  $0,0123 < 0,05$ , rejeita-se  $H_0$ , portanto os erros não possuem distribuição normal ao nível de 5% de significância.

Posteriormente, foi realizado o teste Breusch-Pagan para verificar a hipótese de homocedasticidade dos resíduos. A homocedasticidade dos resíduos implica que a variância do erro relativa às variáveis explicativas é constante, do contrário, considerando a heterocedasticidade dos resíduos, a estimativa através dos mínimos quadrados ordinários daria mais relevância aos resíduos com maior variância, pois a variância do erro não seria constante e estaria relacionada com os valores das variáveis independentes, assim, a estimativa do modelo

através do MQO não seria eficiente (Wooldridge, 2015). Assim, as hipóteses do teste são:

$H_0$ : resíduos são homocedásticos

$H_1$ : resíduos são heterocedásticos

Obtendo o p-valor 0,6624 para o teste, considerando que  $0,6624 > 0,05$ , não se rejeita a hipótese nula  $H_0$ , portanto os resíduos são homocedásticos ao nível de 5% de significância.

Prosseguindo e constatando que os resíduos não são normais, mas são homocedásticos, deve-se analisar a autocorrelação dos resíduos através do teste Durbin Watson, porque caso os resíduos sejam homocedásticos e independentes, podemos considerar assintoticamente sua normalidade (Wooldridge, 2015).

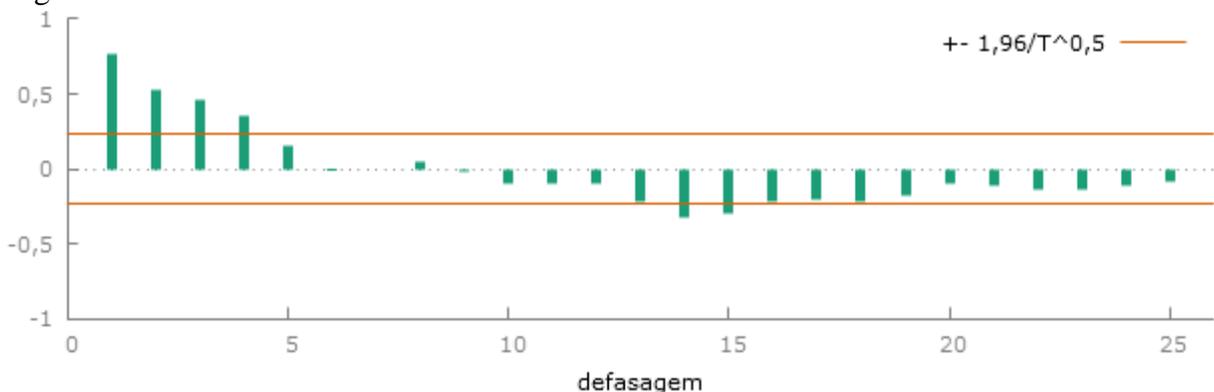
A autocorrelação dos resíduos, de acordo com Pindyck e Rubinfeld (2004), implica: “A correlação serial ocorre em estudos de séries temporais quando os erros associados com observações em um dado período de tempo se mantêm por transferência nos períodos futuros”. Dessa forma, para o teste Durbin-Watson, os testes de hipótese são:

$H_0$ : Resíduos são independentes

$H_1$ : Resíduos são dependentes

Portanto, considerando que: p-valor =  $0,0000 < 0,05$ , rejeita-se  $H_0$  e assume  $H_1$ , resíduos são dependentes. Com isso, após análise de normalidade dos resíduos, heteroscedasticidade e independência, apenas a homocedasticidade foi verificada e, para corrigir o problema de autocorrelação, serão inseridas no modelo as defasagens do erro baseado na verificação do correlograma residual por meio da Função de Autocorrelação (FAC).

Figura 3 – FAC dos resíduos



Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

Ao encontrar correlação entre os termos do erro, foram incluídas uma a uma as defasagens dos erros até a ordem 4, mas apenas o modelo com as defasagens, 1, 2 e 3 resultaram em coeficientes significativos ao nível de 5%.

Dessa maneira, obteve-se o modelo abaixo:

$$G_t = \beta_0 + \beta_1 F_{t-1} + \beta_4 S_{t-1} + \beta_5 S_{t-2} + \beta_6 S_{t-3} + \beta_9 J_{t-3} + \theta_1 u_{t-1} + \theta_2 u_{t-2} + \theta_3 u_{t-3} + u_t \quad (3)$$

Tabela 4 - Modelo final ajustado com inclusão de termos dos erros defasados

Coefficiente	Estimativa	Erro Padrão	P-valor
$\beta_0$	0,0294	0,0010	0,0000
$\beta_1$	0,0131	0,0013	0,0000
$\beta_4$	-0,0070	0,0001	0,0000
$\beta_5$	0,0008	0,0002	0,0021
$\beta_6$	-0,0010	0,0001	0,0000
$\beta_9$	-0,0010	0,0001	0,0000
$\theta_1$	0,9701	0,1244	0,0000
$\theta_2$	-0,5046	0,1729	0,0049
$\theta_3$	0,3635	0,1286	0,0064

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

O erro padrão menor para as VI sugere coeficientes mais precisos enquanto as estimativas para os “betas” permaneceram praticamente inalteradas.

De maneira geral, foi observado um coeficiente positivo para a variável  $F_{t-1}$  correspondente a  $\beta_1$ , enquanto que para  $S_{t-1}$ , relativo a  $\beta_4$ , e  $S_{t-3}$  a  $\beta_6$  e  $J_{t-3}$  a  $\beta_9$  coeficiente negativo, o que indica a direção da variabilidade de G para cada VI. Para  $\beta_5$ , encontrou-se o sinal positivo, diferente do esperado, porém, mesmo que significativo e diferente de zero ao nível de 5%, é muito baixo, contribuindo muito pouco com a explicação da variável dependente.

Para seguir com a análise, o AIC do modelo foi de:  $-727,4842$ , menor que para os modelos anteriores. Em seguida foi realizada nova análise dos resíduos para o modelo final, utilizando o teste de normalidade dos resíduos, Breusch Pagan para heterocedasticidade e Durbin Watson para autocorrelação.

Verificou-se que ainda não há normalidade dos resíduos através do teste qui-quadrado, dado que o p-valor =  $0,0311 < \alpha = 0,05$ . Portanto, rejeita-se a hipótese nula de normalidade dos resíduos ao nível de 5% de significância.

Para o teste Breusch-Pagan para verificar homocedasticidade, p-valor =  $0,5494 > \alpha = 0,05$ . Portanto, os resíduos são homocedásticos ao nível de 5%. Em seguida, foi realizado o teste Durbin Watson para verificar a independência dos resíduos, p-valor =  $0,0847 > 0,05$ , portanto resíduos são independentes ao nível  $\alpha = 0,05$ .

Dessa forma, o modelo final atendeu às premissas de homocedasticidade e ausência de correlação dos resíduos, porém, não apresentou normalidade dos resíduos. Mas, isso não

elimina a validade do modelo, dado que, a normalidade dos resíduos pode ser verificada para uma amostra suficientemente grande e, portanto, pode-se dizer que a normalidade dos resíduos será atingida assintoticamente com a condição de que homocedasticidade e independência dos erros foram verificadas (Wooldridge, 2015). Dessa forma, é possível utilizar o modelo final ajustado com inclusão de termos dos erros para realizar a análise econométrica e entender a relação de  $Gt$  em função de  $Ft$ ,  $St$  e  $Jt$  para o período de 2001 a 2019.

## 6.2 ANÁLISE DE RESULTADOS

Para a análise estatística que se propõe a entender a trajetória da formação bruta de capital fixo (FBCF) para o Brasil de 2001 a 2019, como citado na metodologia, será utilizado o seguinte modelo representado na fórmula (3) que corresponde aos valores contidos na Tabela 4, apresentada anteriormente.

Analisando os resultados, as variáveis independentes utilizadas para explicar  $G$ , (FBCF/kprod), apresentam relações estatísticas que contribuem para a explicação teórica.

Primeiro, no que se refere à taxa de financeirização ( $M4-M1/kprod$ ) a relação encontrada foi positiva, assim, entende-se que a trajetória de aumento dos ativos financeiros, que representa uma proxy da taxa de financeirização, causou aumento em  $G$ , portanto é possível relacionar que durante o período, se resultou em uma trajetória do regime *finance-led growth*, que é uma condição especial do regime *finance-dominated accumulation* (Stockhammer, 2008). Assim, a financeirização durante o período, que pode ser atribuída em parte ao aumento da participação do capital privado no sistema financeiro e aumento da complexidade dos mercados financeiros, que engendrou a criação e aumento de instrumentos e agentes financeiros, influenciou positivamente a alocação de investimentos em capital fixo. Porém, se faz necessário destacar que o regime de *finance-dominated accumulation*, que demonstra que o crescimento pode ser lento e frágil, portanto, não necessariamente o aumento dos ativos financeiros se finda em resultados econômicos satisfatórios no longo prazo. A trajetória do regime *finance-led growth*, como analisado por Bruno *et al.* (2011), não garante estabilidade e um crescimento sustentável no longo prazo, e está vulnerável às oscilações do consumo interno e da economia internacional. Assim, para uma série mais longa, seria possível encontrar uma relação negativa de  $F$  para com  $G$ , em que a taxa de financeirização representasse um período de *finance block growth*.

Para o artigo de Bruno *et al.* (2011), o período analisado foi de 1991-2003 e 2004-2008, para esses períodos, foram encontrados resultados diferentes, enquanto para o primeiro período

observou-se uma trajetória de *finance-led growth*, para 2004-2008 verificou-se uma trajetória de *finance block growth*.

O modelo utilizado neste trabalho abarca um período de mesma dimensão, porém considerado de maneira conjunta, dessa forma, períodos em que a taxa de financeirização impactou negativamente na taxa de formação bruta de capital fixo foram suplantados por períodos positivos e, assim, o coeficiente não apresentou força relativamente tão grande quanto os coeficientes encontrados no trabalho de Bruno *et al.* (2011). Assim, entendendo o período de 2001 a 2019 de maneira geral, o aumento dos instrumentos e agentes financeiros tão vultosos não influenciou de maneira tão grande o investimento produtivo. Outro ponto a ser destacado a despeito do resultado é em relação à funcionalidade do sistema financeiro brasileiro, em que, como discutido anteriormente, para que a funcionalidade fosse observada, o aumento dos ativos financeiros deveria gerar aumento no mínimo equivalente nos investimentos produtivos (Bressan, 2020), refletido em  $G$ , dessa forma, portanto, é possível verificar um grau de funcionalidade baixo no sistema financeiro brasileiro, assim, portanto, é possível identificar a influência das políticas neoliberais que impactaram o sistema financeiro e conseqüentemente a formação bruta de capital fixo.

Quanto à variável independente,  $S$ , o coeficiente é negativo para  $t-1$ , positivo para  $t-2$  e negativo para  $t-3$ , o coeficiente da taxa Selic para explicar a taxa de formação bruta de capital fixo se dá no contexto em que a Selic representa um componente de custos para o investimento e, portanto, aumentos na taxa desestimulam o investimento produtivo na medida em que aumentam o volume de capital direcionado ao financiamento da dívida pública. Além desse aspecto, uma das características centrais da financeirização brasileira é a manutenção de altas taxas de juros, assim, há um viés de constância alocativa em títulos de dívida do governo, o volume é alto dada a coalizão entre rentistas e financistas que reflete a composição muito superior de agentes institucionais em relação à agentes individuais (Bresser-Pereira, 2018). Nesse sentido, os juros altos brasileiros, como centro da financeirização, acabam por atrapalhar o investimento produtivo e, portanto, o crescimento econômico.

Quanto à variável  $J$ , que representa as taxas de juros norte-americanas, foi estatisticamente significativa e com sinal negativo. Assim, como esperado, aumentos na taxa de juros norte-americana causaram efeito negativo em  $Gt$ . Dessa maneira, é possível relacionar a posição de dependência ao capital externo observado para o Brasil de 2001 a 2019, explicando a dependência do Brasil, como país periférico, à conjuntura de liquidez global, que influencia no volume da mobilidade de capitais e nas expectativas. Assim, a teoria da hierarquia monetária, que elenca os países detentores de moeda menos líquida como dependentes, estão vulneráveis

às políticas monetárias dos países centrais, principalmente dos EUA, dado que o dólar ocupa maior posição no sistema monetário internacional. Para o Brasil, portanto, foi observada evidência estatística de que no período de 2001 a 2019, houve dependência da liquidez da moeda central para a formação bruta de capital fixo. Nesse sentido, além do fator estrutural de dependência, pode-se elencar para o período o resultado encontrado como consequência das políticas neoliberais de abertura financeira, que, durante a década de 90 estabeleceram as bases para o aprofundamento da livre mobilidade de capitais durante os anos 2000.

Analisando a relação das três variáveis explicativas de maneira conjunta, é possível entender a teoria da financeirização e da hierarquia monetária de maneira síncrona e como é a intersecção destas para explicar a formação bruta de capital fixo. Dessa forma, utilizado contribuiu para comprovar as perspectivas teóricas apresentadas nos capítulos anteriores, dessa forma, é possível elencar que o Brasil passou por um período de *finance-led growth* enquanto se enquadra em uma dinâmica estrutural de *finance-dominated accumulation* regime (Stockhammer, 2008), em que, o aumento da financeirização provoca um aumento no investimento produtivo, porém, que, não se exclui a posição de crescimento lento e frágil, estando suscetível a crises mais frequentes e profundas, assim, mesmo que haja um período de crescimento liderado pelas finanças, a dominância financeira em todos os componentes do PIB causou taxas de crescimento menores para o período quando comparado com períodos anteriores, certamente não se pode afirmar que essa posição é exclusiva do Brasil e sim que é uma condição estrutural global que causa diminuição nas taxas de investimento produtivo.

Além disso, relacionado ao aspecto de financeirização brasileira, foi apresentado que o Brasil apresenta taxas de juros estruturalmente altas, e que essa condição é uma característica indispensável para a explicar a financeirização do Brasil, portanto, nesse sentido, verificou-se que esse cenário representa um entrave à formação bruta de capital fixo, dado que movimentos altistas da SELIC diminuíram o investimento produtivo no período. A questão da dependência brasileira quanto à política monetária dos EUA, evidencia, portanto, a relativa incapacidade do Brasil de assumir uma posição de completo domínio e sustentação de uma trajetória de crescimento, estando vulnerável assim às oscilações da liquidez da moeda central do sistema monetário internacional. Dessa forma, a trajetória de financeirização do Brasil para o período, se enquadra nas características dos países periféricos que tem como condição a vulnerabilidade das taxas de formação bruta de capital fixo, assim, o investimento produtivo foi comprometido pelas manifestações da financeirização e da subordinação hierárquica do real no sistema monetário internacional.

## 7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A complexidade do fenômeno da financeirização abrange sua formação e manifestação. Como fenômeno, a financeirização representa o aumento da importância das finanças na economia em tão grande magnitude que causa a subordinação da atividade produtiva à atividade financeira, e se manifesta de maneira distinta entre os países, assim, apoia sua atividade de maneira combinada na dívida pública e dívida privada, que sustentam o viés especulativo dos mercados. Apesar de ser causa do mesmo fenômeno, a hipertrofia do sistema financeiro, a financeirização nos países centrais e periféricos se dá de maneira distinta e, considerando a relação global, é a continuidade da relação de dependência dos países periféricos pelos centrais.

Nesse sentido, a financeirização dos países periféricos é altamente dependente da financeirização dos países centrais, e a manifestação dessa dependência se dá por meio da diminuição da soberania do Estado para a formulação de políticas e no constante aprofundamento das condições monetárias no cenário internacional, assim, as moedas dos países periféricos ocupam posição hierárquica inferior no sistema monetário internacional e não representam divisas, estando portanto em constante oscilação quanto ao grau de substituição monetária interna e em permanente volatilidade na liquidez dos mercados internos, que apresentam espasmos de liquidez em períodos de maior liquidez global e rápida retração em momentos de incerteza (Lapavitsas, 2020).

Como consequência, para manter o câmbio relativamente estável e atender à necessidade da entrada de fluxo de capital, os países periféricos sustentam taxas maiores de juros e um perfil de dívida majoritariamente de curto prazo, o que, em contrapartida, desestimula a atividade econômica produtiva, subordina a política fiscal à política monetária e tende a incentivar o rentismo no país.

Nesse sentido, entendendo o Brasil como país periférico que compartilha de características comuns no que tange à dependência aos países centrais, observou-se um cenário de subordinação à organização econômica financeirizada global através da implementação de políticas de liberalização comercial e financeira e subordinação da política fiscal à monetária, que teve como resultado a privatização e oligopolização do sistema monetário nacional, o aumento da participação dos bancos privados nas atividades produtivas, causando tendência ao aprofundamento da trajetória de “*downsize and distribute*” (Lazonick; O’Sullivan, 2000) e sustentação de taxas de juros altas, levando à ascensão da classe rentista, enquanto à livre mobilidade de capitais permitiu a oscilação dos mercados e a ineficiência do sistema financeiro nacional.

Os resultados econométricos sugerem que o Brasil, durante o período estudado esteve em um regime *finance dominated growth*. Assim, o aumento da taxa de financeirização causou aumentos na formação bruta de capital fixo, porém, esse crescimento foi lento e elevou a fragilidade da economia como um todo.

Certamente vale a pena considerar a necessidade de se estabelecer relações com a trajetória de crescimento dominada pelas finanças para outros períodos e analisar recortes específicos dentro do período de 2001 a 2019 dada sua heterogeneidade, dessa forma, poderia se estimar o impacto de políticas específicas para recortes temporais mais curtos, assim, seria possível entender a relação conjuntural da combinação entre políticas específicas dentro da estrutura geral, de maneira igual, o trabalho se propôs a apresentar o arcabouço teórico que explica a estrutura geral da economia global enquanto estimou o resultado de políticas neoliberais.

## REFERÊNCIAS

- ALCOFORADO, F. A. G. **Como é obtido o lucro no capitalismo e porque ocorre a financeirização do capital**. 2019. Disponível em: [https://www.academia.edu/40996017/COMO\\_%C3%89\\_OBTIDO\\_O\\_LUCRO\\_NO\\_CAPITALISMO\\_E\\_PORQUE\\_OCORRE\\_A\\_FINANCEIRIZA%C3%87%C3%83O\\_DO\\_CAPITAL](https://www.academia.edu/40996017/COMO_%C3%89_OBTIDO_O_LUCRO_NO_CAPITALISMO_E_PORQUE_OCORRE_A_FINANCEIRIZA%C3%87%C3%83O_DO_CAPITAL). Acesso em: 21 jan. 2024.
- ARANTES, F; BIASOTO Jr., G. A política fiscal no contexto da financeirização: teoria insuficiente e indicadores inadequados. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. esp., p. 1063-1095, dez. 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art9>. Acesso em: 20 jan. 2024.
- BATISTA Jr., P. N. **“Globalização”, dependência monetária e vulnerabilidade externa versão preliminar**, [S. l.: s. n]: 2001. (Trabalho preparado para o seminário “Globalização, Democracia e Desenvolvimento Social”, organizado pelo Centro Brasileiro de Relações Internacionais – CEBRI).
- BECKER, J. *et al.* Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Sage Journals**, [s. l.], v. 14, n. 3-4, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1179/102452910X12837703615337>. Acesso em: 18 jan. 2024.
- BOAVENTURA, A. Currency, financial instability and the situation in the international system. **Global Conjecture**, [s. l.], v. 5, n. 2, p. 366-381, maio/ago. 2016.
- BONIZZI, B. Financialization in developing and emerging countries: a survey. **International Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 42, n. 4, , p. 83-107, 2013. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/24696310>. Acesso em: 05 dez. 2023.
- BOYER. R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/030851400360587>. Acesso em: 25 nov. 2023.
- BRAGA, S. Financeirização global: o padrão sistêmico do capitalismo contemporâneo. *In*: FIORI, J. L; TAVARES, M. C. (org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. 7. ed. São Paulo: Vozes, 2019. p. 195-242.
- BRESSAN, L. Notas sobre a “financeirização com características chinesas”: peculiaridades, evolução e alguns impactos sobre o desenvolvimento chinês, 2021. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 25., 2020, Salvador, BA. **Anais [...]**. Niterói, RJ: SEP, 2020. Disponível em: [https://enep.sep.org.br/uploads/1300\\_1583636245\\_Bressan\\_\\_Notas\\_sobre\\_a\\_Financeiriza%C3%A7%C3%A3o\\_com\\_Caracter%C3%ADsticas\\_Chinesas\\_SEP\\_pdf\\_ide.pdf](https://enep.sep.org.br/uploads/1300_1583636245_Bressan__Notas_sobre_a_Financeiriza%C3%A7%C3%A3o_com_Caracter%C3%ADsticas_Chinesas_SEP_pdf_ide.pdf). Acesso em: 25 jul. 2023.
- BRESSER-PEREIRA L. C. Capitalismo financeiro rentista. **Estudos Avançados**, [s. l.], v. 32, n. 92, p. 17-29, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.5935/0103-4014.20180003>. Acesso em: 06 ago. 2023.
- BRUNO, M. *et al.* Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências

empíricas e consequências macroeconômicas. **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 31, n. 5, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572011000500003>. Acesso em: 12 jan. 2024.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: MIGUEL, Bruno (org.). **População, espaço e sustentabilidade**. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. p. 35-61. Disponível em: [https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94508\\_cap2.pdf](https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94508_cap2.pdf). Acesso em: 22 jan. 2024.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. esp., p.1025-1062, dez. 2017.

BRUNO, M.; PAULA, F. L.; BRESSER-PEREIRA C. L. Financialization, coalition of interests and interest rates in Brazil. **Revue de la régulation**, [s. l.], v. 27, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.4000/regulation.166362019>. Acesso em: 19 mar. 2024.

CALVO, M. G.; GRAMONT, M. C. A. V. Currency Substitution in developing countries: an introduction. **Working Paper**, [s. l.], v. 1992, n. 40, may, 1992. Disponível em: <https://doi.org/10.5089/9781451845884.001>. Acesso em: 14 jul. 2023.

CARCANHOLO, M. Dependência e superexploração da força de trabalho no desenvolvimento periférico. **Rev. Econ. Contemp**, [s. l.], v. 12 n. 2, ago. 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482008000200003>. Acesso em: 03 ago. 2023.

CÁRIO, S. A. F. Financeirização da riqueza: da fragilidade e da instabilidade financeira à política de coordenação macroeconômica. **Textos de Economia**, Florianópolis, v. 5, n. 1, p. 77- 93, 1994. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/economia/article/view/6629>. Acesso em: 05 set. 2023.

CARNEIRO, R. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 28, n. 2 (66), p. 293-312, maio/agosto. 2019. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/m8rx9dZ3trNK3pbjRwCtXwB/?format=pdf>. Acesso em: 18 jul. 2023.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

COELHO, E. A economia política do governo Lula. Resenha de: FILGUEIRAS, Luiz; GONÇALVES, Reinaldo. A economia política do governo Lula. São Paulo: contraponto, 2007. **Reseñas**, [s. l.], p. 214-218, [20--] Disponível em: <https://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/osal/osal26/20lula.pdf>. Acesso em: 18 jul. 2023.

CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, ago. 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182014000200003>. Acesso em: 05 abr. 2024.

CORRÊA, F. M. **Financeirização e mudança estrutural**: uma análise para a economia

brasileira. 2021. 268 f. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2021.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, p. 137-50, dez. 1998. Disponível em: [https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/482/04\\_LucBel.pdf](https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/482/04_LucBel.pdf). Acesso em: 24 out. 2023.

EPSTEIN, G. A. (ed.). **Financialization and the world economy**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005.

FARHI, M. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 13, p. 93-114, dez. 1999. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/495/04-MaryseFarhi.pdf>. Acesso em: 15 maio 2023.

FEIGE, L. F.; DEAN, J. Dollarization and euroization in transition countries: currency substitution, asset subordination, asset substitution, network externalities and irreversibility. *In*: ALEXANDER, V.; VON FURSTENBERG, G. M.; MÉLITZ, J. (ed), **Monetary unions and hard pegs: effects on trade, financial development, and stability**. [S. l.]: Oxford, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/0199271402.003.0014>. Acesso em: 30 ago. 2024.

FURTADO, C. **O mito do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Círculo do livro, 1974.

GENNARI, A. M. Globalização, neoliberalismo e abertura econômica no Brasil nos anos 90. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 30-45, 2001.

GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Novos Estudos CEBRAP**, [s. l.], n. 82, p. 11-33, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0101-33002008000300001>. Acesso em: 30 mar. 2024.

GUTTMANN, R. Financeirização revisitada: a ascensão e queda do capitalismo liderado pelas finanças. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. esp., p. 857-877, dez. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art2>. Acesso em: 30 mar. 2024.

HEIN, E. A (post) Keynesian perspective on “financialisation”. **IMK Study**, n. 1, 2009. Disponível em: <https://d-nb.info/995263760/34>. Acesso em 25 jan. 2024.

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the brazilian experience. **New Political Economy**, London, v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018. Disponível em: <https://eprints.whiterose.ac.uk/117976/>. Acesso em: 05 mar. 2024.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

KLIMAN, A. **The failure of capitalist production: underlying causes of the Great Recession**, London: Pluto Prates, 2012.

LPAVITSAS, C; SOYDAN, A. Financialisation in developing countries: approaches, concepts and metrics. **Working Papers**, London, n. 240, 2020.

LAPLANE, G. E. Hierarquia de moedas e soberania monetária: uma primeira aproximação. *In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA*, 44., 2016, Foz do Iguaçu. **Anais [...]**. [S. l.]: ANPEC, 2016. Disponível em: [https://www.anpec.org.br/encontro/2016/submissao/files\\_I/i7-eee4fa1bd86ad67c66ca6e418af98471.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2016/submissao/files_I/i7-eee4fa1bd86ad67c66ca6e418af98471.pdf). Acesso em: 26 out. 2023.

LAPYDA, I. **Financeirização no Brasil nos anos Lula (2003-2010)**. Tese (Doutorado em Sociologia) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/T.8.2019.tde-10092019-170148>. Acesso em: 13 mar. 2024.

LAVINAS, L.; ARAÚJO, E.; BRUNO, M. Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória. **Discussion Paper**, Rio de Janeiro, v. 32, 2017. Disponível em: [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2017/TD\\_IE\\_032\\_2017\\_LAVINAS\\_ARA%C3%9AJO\\_BRUNO.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2017/TD_IE_032_2017_LAVINAS_ARA%C3%9AJO_BRUNO.pdf). Acesso em: 20 mar. 2024.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: a new ideology for corporate governance. *In: LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. (ed.). Corporate governance and sustainable prosperity*. London: Palgrave Macmillan, 2000. (The Jerome Levy Economics Institute Series). p.11-36. Disponível em: [https://doi.org/10.1057/9780230523739\\_2](https://doi.org/10.1057/9780230523739_2). Acesso em: 25 abr. 2024.

LIMA, R. A. A lei geral de acumulação capitalista e as crises cíclicas. **Leituras de Economia Política**, Campinas, v. 16, p. 87-110, jun. 2010. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3127/07%20ROMULO.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2024.

LUZ, I.; VIDEIRA, S. L. A privatização dos bancos estaduais no Brasil. *In: ENCUENTRO DE GEOGRAFOS DE AMERICA LATINA*, 12., 2009, Montevideo. **Anais [...]**. Montevideo: [s. n.], 2009. p. 1-14. Disponível em: <http://observatoriogeograficoamericalatina.org.mx/egal12/Geografiasocioeconomica/Geografi aeconomica/06.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2024.

MARX, Karl. **O Capital**: livro III. São Paulo: Abril Cultural, 1996.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University, 1975.

MIRANDA, B.; CROCCO, M.; SANTOS, F. Impactos da financeirização sobre o padrão de financiamento e a governança das empresas não-financeiras brasileiras de capital aberto: período de 1995-2008, **Revista de Economia**, Curitiba, v. 41, n. 2 (ano 39), p. 07-30, maio/ago. 2015. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/38669/32436>. Acesso em: 08 jun. 2023.

OREIRO, J.; FEIJÓ, C.; PUNZO, L.; MACHADO, J. Peripheral financialization and premature deindustrialization: a theory and de case of Brazil (2003-2015), **Post-Keynesian Economics Society**, [s. l.], 2021. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/38669/32436>. Acesso em: 14 fev. 2024.

PALLEY, T. I. Financialization: What it is and why it matters. **Levy Economics Institute Working Paper**, [s. l.], n. 525, 2007. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1077923>. Acesso em: 20 fev. 2024.

PALLUDETO, A. W. A.; PAIVA, R. C. B. H. Financeirização: causas e consequências na periferia. **O Eco da Graduação**, [s. l.], v. 6, n. 1, 2021. Disponível em: <https://ecodagraduacao.com.br/index.php/ecodagraduacao/article/view/100>. Acesso em: 09 mar. 2024.

PELEGRINI, I.; HERRLEIN Jr. R. Dependência, subdesenvolvimento e hierarquia do Sistema Monetário Internacional. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 26, p. 195-216, jan./jun. 2020

PRATES, D. M.; FRITZ, B.; PAULA, L. F. Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, [s. l.], v. 15, n. 2, p. 208-218, 2018. Disponível em: <http://geep.iesp.uerj.br/wp-content/uploads/2019/11/FRITZ-et-al-Global-currency-hierarchy.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2024.

PINDYCK, R. S., RUBINFELD, D. L. **Econometria: modelos e previsões**. 4. ed. Amsterdã: Elsevier, 2004.

SOBRAL, T. E. L.; BARRETO, G. Análise dos critérios de informação para a seleção de ordem em modelos auto-regressivos. **CONFERÊNCIA BRASILEIRA DE DINÂMICA, CONTROLE E APLICAÇÕES**, 10., 2011, Águas de Lindóia. Anais [...]. [S. l.: s. n.], 2011. p. 379-382, 2011. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5540/DINCON.2011.001.1.0097>. Acesso em: 12 abr. 2024.

STOCKHAMMER, E. Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime. **Competition & Change**, [s. l.], v. 12, n. 2, june, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1179/102452908X289820>. Acesso em: 15 jan. 2024.

WOOLDRIDGE, J. **Introductory econometrics: a modern approach**. 5. ed. South-Western: Cengage learning, 2015.