

# Acumulação financeira e desenvolvimento na periferia: notas sobre o processo de financeirização no Brasil pós-estabilização monetária

Financial accumulation and development in the periphery: notes on the financing process in Brazil monetary post-stabilization

**GIORDANNO NADER** | giordannonader@hotmail.com  
Mestre em Economia Política pelo PEPG-PUC/SP

**EDSON MENDONÇA DA SILVA**  
Doutorando em Economia no PPGE-UFF.

**Recebimento do artigo** Maio de 2017 | **Aceite** Junho de 2017

**Resumo** As teses sobre financeirização examinam um elemento central da dinâmica econômica mundial nas últimas três décadas: a proeminência que assume as finanças na produção e na apropriação da riqueza capitalista nas economias centrais, especialmente nos EUA e na Europa. A ascensão das finanças no capitalismo contemporâneo não se apresenta como um fenômeno exclusivo das economias centrais, mas também se evidencia na periferia. A crescente literatura sobre a financeirização na periferia busca dar conta tanto da dimensão nacional do fenômeno, com especificidades em relação ao centro e entre si, quanto das formas de inserção destas economias que motivaram a constituição de diferentes mecanismos internos de valorização financeira do capital. A partir desta referência teórica, o trabalho visa apresentar a hipótese de um processo particular de financeirização no Brasil após a estabilidade monetária. Em linhas gerais, ele discutirá a natureza da inserção externa da economia brasileira a partir da década de 1990 e o marco institucional da política macroeconômica que vigora desde o início dos anos 2000. Dado o caráter preliminar da investigação, apresenta-se uma agenda de pesquisa para estudos posteriores sobre a financeirização no país, apontando os principais mecanismos de valorização financeira interna e os impactos sobre o desenvolvimento econômico. **Palavras-Chave** Financeirização; Desenvolvimento; Economia Brasileira Contemporânea.

**Abstract** The theses about financialization investigate a central element in the world economy dynamics over the last three decades: the prominence of finance in the production and appropriation of capitalist wealth in the central economies, especially U.S. and Europe. The rise of financial wealth in contemporary capitalism is not exclusive of the central economies, but is also evident in the periphery. The growing literature on financialization in the periphery seeks to account for both the national dimension of the phenomenon, with specificities in relation to the center and between them, as well as the forms of external insertion of the national economies that have allowed the constitution of different internal mechanisms for the financial valorization of capital. Based on this theoretical reference, the paper aims to present the hypothesis of a particular financialization processing Brazil after monetary stability, with emphasis to the nature of Brazil's international insertion from the second half of the 1990s and the institutional framework of Brazilian macroeconomic policy since the beginning of the year 2000. Given the preliminary nature of the investigation, a research agenda for the subsequent studies about Brazilian financialization, pointing out the main financial valorization mechanisms and their impacts on economic development. **Keywords** Financialization; Economic Development; Contemporary Brazilian Economy.

## Introdução

No último quarto do século XX, o capitalismo mundial passou a manifestar um modo específico de funcionamento dominado pelas finanças. Os termos *financeirização*, *dominância financeira* e *finance-led regime* foram posteriormente cunhados para designar este regime de acumulação que se centra na sobreposição da esfera financeira em relação à esfera produtiva, no que concerne às formas de valorização da riqueza. Em termos práticos, caracteriza-se por um aumento na importância dos mercados financeiros na economia, bem como a crescente participação de empresas não financeiras e famílias nas formas financeiras de riqueza, cujo resultado é uma forte tendência de efeitos negativos no crescimento econômico e na distribuição de renda.

Desde o final da década de 1980, tem surgido inúmeras pesquisas sobre o tema. Estas pesquisas buscam, principalmente, identificar aspectos gerais do processo de *financeirização* e, também, apontar os consequentes impactos deste novo processo para a dinâmica econômica mundial. Com efeito, vem-se desenvolvendo um grande arcabouço teórico e de indicadores, sendo a maior parte deste dedicada aos países centrais, notadamente EUA e Europa.

No entanto, em um mundo cada vez mais interconectado econômica e financeiramente, a maioria das economias denominadas de *periferia*<sup>1</sup> encontra-se *financeirizadas*. Os estudos sobre *dominância financeira* dos mercados periféricos requerem análises que assimilem as especificidades de cada economia em particular. Isto porque a *financeirização* de uma economia periférica atende a condições e conformações próprias – históricas, institucionais, estruturais, de poder, dentre outras – de cada estrutura econômica e financeira. Diante disso, afora os aspectos da *financeirização* periférica que são análogos em relação ao centro, é possível captar aspectos exclusivos de cada economia periférica, como também aspectos compartilhados entre elas.

É neste campo de pesquisa relativamente incipiente sobre os processos específicos ou periféricos que se inserem os estudos sobre o caso do Brasil. Grande parte da literatura sobre a *financeirização* da economia brasileira considera que o desenvolvimento histórico da economia brasileira e a sua posição subordinada em relação à institucionalidade macroeconômica convencional e ao movimento de internacionalização do capital financeiro ensejou uma forma peculiar de *financeirização*. Em linhas gerais, este processo caracteriza-se pela valorização da riqueza financeira proveniente da renda dos juros e com efetiva participação do Estado na condução deste processo.

O presente trabalho busca trazer luzes para esta discussão, destacando a forma como o Estado brasileiro contribuiu para a consolidação deste processo de *financeirização* derivado da renda dos juros. O intuito é apresentar alguns tópicos preliminares sobre a relação entre o Estado nacional e os mercados financeiros globais que permita sustentar o argumento, com destaque para dois em especial: i) o processo de abertura e desregulamentação conduzida pelo Estado e ii) a construção ao longo das décadas de 1990 e 2000 de uma arquitetura macroinstitucional que favorece a valorização financeira.

É dividido em três partes, além desta introdução e das considerações finais. Na primeira seção, apresenta-se as teses sobre *dominância financeira* de uma maneira geral. Na segunda seção, é resenhado as contribuições recentes que tratam dos processos de *financeirização* dos mercados periféricos. E, na terceira, a ênfase recai exclusivamente sobre o Brasil, apresentando algumas hipóteses sobre o processo de *financeirização* da economia brasileira. Ainda nesta terceira seção, há um esforço em apresentar uma agenda de pesquisa para trabalhos futuros.

---

1 Alguns autores utilizados nesta resenha utilizam a denominação “países em desenvolvimento” ou “países emergentes”. Sem negligenciar as diferenças teóricas entre tais conceitos, o trabalho lança mão do conceito de “países periféricos” para referenciar a todos os países não pertencentes aos países desenvolvidos. Em especial, os países latino-americanos, alguns países da Europa Central e do Leste Europeu, o leste asiático, Índia, China e África do Sul.

## A economia política da dominância financeira: o rentismo contemporâneo

De uma maneira geral, as teses sobre a dominância financeira investigam não apenas teoricamente, mas também com evidências empíricas, o atual estágio do capitalismo mundial e as formas que assumem a apropriação da riqueza numa economia *financeirizada*<sup>2</sup>. Dessa forma, elas analisam o movimento de ascensão das finanças e o seu poder sobre a economia “real”, bem como os efeitos da busca dos agentes por valorização financeira sobre o crescimento econômico e a distribuição de renda.

Segundo Epstein (2005), não há um consenso sobre a definição do termo “financeirização”, e menos ainda sobre o seu significado. Assim, reconhecendo a diversidade de conteúdo entre as proposições e que todas elas capturam algum aspecto do fenômeno, o autor define a financeirização como o aumento da importância dos interesses financeiros, dos mercados financeiros, dos atores financeiros e instituições financeiras nas operações das economias nacionais e internacionais.

Como bem registraram Lapavistas (2014) e Sawyer (2014), a origem dos estudos sistemáticos sobre a financeirização se encontra nos últimos trabalhos dos marxistas Sweezy e Magdoff (1987; 1994). Os autores rejeitam a rígida separação entre as dimensões “real” e “monetária” – aceita pela teoria econômica convencional – e buscam compreender a interação entre a base produtiva da economia e a sua superestrutura financeira. Ao longo do século XX, a finança distanciou-se do modesto papel de auxiliar na produção e direcionou-se para práticas especulativas, voltada para a sua própria auto-expansão. O resultado foi o triunfo do capital financeiro, onde as finanças não se alimentam mais de uma economia saudável, e sim de uma economia estagnada. Além dos estudos associados à *Monthly Review* – que incluiu também as contribuições de Foster e Magdoff (2009) – encontramos na abordagem marxista as teses de Chesnais (2010), Lapavistas (2014) e Duménil Lévy (2014).

Entretanto, a temática da financeirização ou da dominância financeira não ficou restrita à teoria marxista, de modo que outras correntes do pensamento econômico também contribuíram ao longo dos últimos anos para uma interpretação do fenômeno e as suas implicações políticas e econômicas. Entre elas se destacam a abordagem da Escola Francesa da Regulação a partir dos estudos de Aglietta (1999) e Boyer (2000) e a teoria pós-keynesiana com os trabalhos de Wraye Tymoigne (2014), Hein e Van Treeck (2010) e Palley (2013). E para além da teoria econômica, o debate também inclui outras áreas da teoria social, com uma difusão cada vez mais ampla na sociologia, ciência política e história (VAN DER ZWAN, 2014).

A economia política da dominância financeira, este conjunto variado de análises econômicas, históricas e políticas com diferentes matrizes teóricas, tem como objetivo central compreender a capacidade das finanças contemporâneas em ditar o ritmo e o modo de funcionamento do capitalismo, e os seus efeitos não apenas para a acumulação de capital, mas também para a distribuição de renda, em especial nas economias centrais. Ela reconhece que em conjunturas históricas específicas, as finanças teriam assumido um papel *auxiliar* para a produção, especialmente na formação das sociedades por ações nas principais economias capitalistas do século XX. Porém, elas aparecem atualmente como uma força que *domina e subordina* a produção e distribuição da riqueza material, atuando em uma lógica que ultrapassa a mera intermediação de fundos, como apregoa a teoria convencional. Outra característica desta teoria é a associação entre a governança corporativa e a financeirização das empresas não-financeiras. Na opinião dos autores, a maximização do valor do acionista, característica da nova governança das firmas nas eco-

---

2 A denominação do período histórico atual varia entre os participantes do debate, como “capitalismo patrimonial”, um “regime de crescimento dirigido pelas finanças”, um “regime de acumulação dominado pelas finanças”, um “regime de acumulação com dominância financeira” ou uma “mundialização financeira” e mesmo, um processo de “financeirização”.

nomias centrais, promoveu o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas em busca prioritariamente de resultados financeiros e dos rendimentos acionários em detrimento da acumulação de capital e o crescimento da firma. Ademais, a financeirização estaria associada a um declínio no investimento (taxa de acumulação), apesar de a lucratividade ter se recuperado da crise dos anos 1970. Esta divergência se explica pela política de distribuição de dividendos imposta pelo capital acionário e também pela transferência de renda do setor produtivo para as finanças via altas taxas de juros. A desaceleração do investimento das empresas não-financeiras é um resultado esperado da busca delas por lucros financeiros, ganhos de renda derivados de uma maior inserção na circulação financeira. E do ponto de vista da distribuição de renda, a economia política da dominância financeira afirma que a ascensão das finanças contemporâneas promoveu uma redistribuição de renda em favor dos rendimentos rentistas (juros e dividendos) em detrimento dos rendimentos do trabalho, o que resultou em elevados níveis de desigualdade de renda. Além disso, diversos autores destacam a maior participação da riqueza financeira na renda das famílias, através dos fundos de pensão e do direcionamento dos bancos ao consumo dos trabalhadores.

A noção de *dominância financeira* aqui adotada refere-se a “um modo específico de funcionamento do capitalismo mundial” (CHESNAIS, 2010), não apenas uma fase do capitalismo do ponto de vista histórico, mas uma nova configuração da acumulação capitalista – produção e apropriação da riqueza - no capitalismo contemporâneo<sup>3</sup>. Esta noção expressa *a forma atual de valorização do capital sob o imperativo da lógica financeira*, onde uma ampla série de fenômenos econômicos estão condicionados à ampliação da riqueza sob a forma financeira. As implicações econômicas e sociais da valorização financeira do capital revelam o impulso inerente dos capitalistas em direção ao *rentismo*, a busca da mera apropriação de riqueza financeira na forma de direitos sobre a propriedade do capital, inclusive pela atuação como especuladores nos mercados acionários. Segundo Paulani (2009, p.28), a *dominância financeira da valorização*:

(...) não significa que a valorização financeira seja quantitativamente mais importante que a valorização produtiva, ainda que, como veremos adiante, a riqueza financeira venha crescendo exponencialmente nos últimos 30 anos. A prevalência da valorização financeira é qualitativa mais do que quantitativa (...) a produção de renda e riqueza real passa a se dar sob a lógica dos imperativos da valorização financeira.

O rentismo que marca o capitalismo atual parece recuperar uma das formas “anti-diluvianas” do capital nas sociedades pré-capitalistas, o capital usurário<sup>4</sup>. Segundo Marx (2008), como “emprestador profissional” este capital, anterior historicamente ao capital industrial, caracterizava-se pelo empréstimo aos proprietários de terra e aos pequenos produtores, sobretudo os artesãos e os camponeses. Com o desenvolvimento do sistema de crédito, o capital usurário foi subordinado às necessidades do capital, aparecendo no modo de produção capitalista como capital portador de juros; são “irmãos gêmeos”. E esta transformação não se deu a partir da natureza do capital, pois ambos são “prestatários”, e sim, segundo Marx (2008), a partir das condições em que se opera a relação de empréstimo; se antes em sociedades pré-capitalistas, agora no modo de produção capitalista.

Através dos estudos marxistas, pós-keynesianos e regulacionistas, encontramos diversas formas do rentismo. O desenvolvimento das finanças ao longo da história do capitalismo moderno, dos bancos do início do século XX às instituições financeiras não-bancárias na globalização, do crédito ao capital em

3 Deve-se registrar o pioneiro trabalho de Braga (1985) no qual a dominância financeira expressa as formas contemporâneas de “definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo”. Uma noção tem o seu conteúdo associado à centralização do capital e à sua conexão com o capital financeiro, ou seja, ao movimento do “capital em geral”, e por isso não está relacionada estritamente com o setor financeiro, ou uma oposição entre o setor financeiro e o setor produtivo ou capital bancário e capital industrial.

4 Sobre as formas “anti-diluvianas” ver o capítulo XXXVI do Livro III, de *O Capital* de Marx.

associação com as grandes corporações às mais diversas inovações financeiras, como a securitização e os derivativos, evidencia sua importância para a dinâmica de expansão do capital e a sua face rentista. Se Chesnais (2000) está correto ao afirmar que “hoje em dia, a economia domina a sociedade e a economia é, por sua vez, dominada pela finança”, então podemos aludir, como destaca Paulani (2012), que o *rentismo tornou-se parte constitutiva do processo de acumulação*, não um “um pecado contra a acumulação”, como foi referida pela nascente Economia Política.

## A crescente contribuição sobre os processos de financeirização na periferia

A literatura que trata da temática da dominância financeira nos países desenvolvidos é bastante vasta, fornecendo um aparato de análise convincente. Na periferia, entretanto, apesar de haver um esforço recente neste sentido, um grande campo de pesquisa ainda se encontra em aberto. O objetivo desta seção é apresentar uma resenha da contribuição teórica e empírica existente sobre a financeirização dos mercados periféricos. O foco passa a ser a forma como este processo surge e se manifesta de modo peculiar na periferia. Pois, afora os destacados impactos que o padrão de acumulação baseado nas finanças gera nos países desenvolvidos e que são comuns aos países “fora do centro”, busca-se compreender nestes últimos, especificidades que revelam tanto aspectos compartilhados entre eles, quanto condições próprias de cada economia. Dada a substancial dissemelhança entre estes países, Powell (2013) reafirma a importância de identificar conformações específicas de cada estrutura periférica no que tange ao processo de financeirização, como por exemplo, aspectos históricos-estruturais, o modelo de inserção externa, o aparato institucional, as relações entre os atores, a autonomia do Estado e da política econômica e o padrão de endividamento das empresas e famílias.

De uma maneira geral, nas análises que tentam captar tais especificidades, destaca-se, em consonância com Bonizzi (2016) e Karwowski e Stockhammer (2016), três principais formas de abordagens: uma abordagem pós-keynesiana, centrada nos conceitos de incerteza e preferência pela liquidez, bem como na ideia de que os mercados financeiros podem servir de lócus às operações especulativas e à acumulação rentista, e que, por isso, o ciclo endógeno dos fluxos de capitais para os países periféricos<sup>5</sup> merece atenção especial; uma segunda visão de tradição marxista focada nas relações imperialistas do sistema mundial e nas relações de classes e blocos de poder no interior destes países, cuja interação entre Estados, bancos, capitalistas produtivos e trabalhadores tem dirigido os processos de dominância financeira numa integração cada vez maior com o regime de dominância financeira global<sup>6</sup>; e uma corrente regulacionista que foca no aparato institucional e regulatório, nas organizações internacionais, nas convenções e nas demais forças sociais que atuam no sentido de moldar processos de dominância financeira específicos em cada economia periférica<sup>7</sup>.

Existe um relativo consenso de que a gênese da financeirização da periferia é datada entre o final dos anos 1980 e início dos anos 1990, uma década após os países desenvolvidos<sup>8</sup>. O embrião desta gênese seria o processo de liberalização e desregulamentação dos mercados nas bases propostas pelo Consenso de Washington, tidas como medidas cruciais para promover a estabilidade de preços e das contas externas e o crescimento econômico. No entanto, para a maior parte da literatura pertinente (LAPAVITSAS, 2009; KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014; KARWOWSKI; STOCKHAMMER,

5 Ver KalttenbrunnerePainceira (2014).

6 Ver Marois (2011) eBonizzi (2016).

7 Ver Becker et al. (2010).

8 Ver Lapavitsas (2009), Becker et al. (2010), Tyson e McKinley (2014) e Karwowski e Stockhammer (2016).

2016), o processo de liberalização na periferia tem tornado a instabilidade financeira sistêmica - sendo, portanto, a causa (e não a solução) da vulnerabilidade a crises -, além de impactar de maneira negativa no crescimento econômico e na distribuição de renda. Não foram poucas as crises financeiras enfrentadas por estes países nas décadas de 1990 e 2000, com México em 1994-95, leste asiático, 1997-98, Rússia, 1998, Brasil, 1999, Argentina, 2001-02, e Turquia, 2002. Tais crises, embora em grande medida causadas pelo movimento exacerbado das finanças, podem acabar por reforçar os processos de dominância financeira nestas economias. De acordo com Bonizzi (2016, p.20) citando os resultados encontrados por Marois (2011) para México e Turquia: “*the recoveries from the crisis in Mexico and Turkey have reinforced the leading role of finance and banks interest in the national political economy*”.

Em concomitância com o aprofundamento do processo de desregulamentação financeira e de abertura das contas externas, percebe-se como fato homólogo entre as economias periféricas, a redução, em diferentes níveis, da participação do Estado na atividade econômica, em direção à consolidação do paradigma neoliberal. Mais precisamente, ocorre um processo de alteração do padrão de desenvolvimento, substituindo o antigo modelo “fordista periférico” por padrões específicos de crescimento dominado pelas finanças (BECKER ET al, 2010; BONIZZI, 2014). Neste processo de redução do papel do Estado consta, de um lado, amplos processos de privatizações de empresas e bancos estatais, sendo ambos adquiridos praticamente sem restrição por grandes corporações globais. E, de outro, uma institucionalidade macro que limita o espaço de política econômica, com regimes focados na estabilidade de preços, em especial os regimes de política monetária. A importância destes últimos decorre do fato de perseguirem a estabilidade de preços a partir do controle da liquidez do sistema e de a taxa de juros ser o instrumento mais usual para tal. Não somente, somado ao seu pano de evitar a fuga de capital especulativo e desvalorizações abruptas da moeda doméstica, tem resultado na prática de elevadas taxas de juros em termos reais (BECKER, et al., 2010).

O resultado é que, ao contrário da tendência das economias avançadas – uma financeirização baseada no crescente endividamento financeiro e na formação de bolhas nos preços dos ativos – as economias periféricas têm se caracterizado, em sua maioria, por uma “financeirização por juros” (BECKER et al. 2010; BRUNO, 2011; BONIZZI, 2016). Este modelo de financeirização por juros impõe um verdadeiro peso ao orçamento, pois torna extremamente onerosa a manutenção do serviço da dívida pública, ao mesmo tempo em que desincentiva o investimento produtivo. Demir (2007), utilizando “*the micro level analysis*” para os casos de Argentina, México e Turquia, encontra uma relação negativa entre a acumulação financeira e o investimento privado, que seria explicada não apenas pela maior rentabilidade das operações financeiras, mas também pelo aumento do risco e da incerteza num ambiente de elevada volatilidade dos preços e da taxa de câmbio.

A desregulamentação financeira, bem como a integração financeira global e a crescente participação de bancos estrangeiros, modificou as funções e a estrutura dos sistemas bancários domésticos, contribuindo para o aprofundamento deste modelo de descrito acima (GABOR, 2012; KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2016). De um lado, os bancos comerciais tornaram-se cada vez mais bancos de investimento, crescentemente envolvidos em atividades especulativas e dependentes da valorização dos ativos em um nível global (BONIZZI, 2017). De outro, a função tradicional dos bancos comerciais como financiador da atividade produtiva desloca-se gradativamente, tornando-se eixo central do processo de endividamento das famílias e, por conseguinte, do modelo de crescimento baseado nas finanças (Ver Gabor (2012), para o leste Europeu; Dos Santos (2013), para o Brasil, *apud* Karwowski; Stockhammer (2016).

Neste contexto, autores como Demir (2007) e Powell (2013) defendem que as finanças globais têm ganhado espaço para atuar nas economias periféricas. Contudo, a interpretação centrada puramente no poder dos mercados globais obscurece uma discussão importante, qual seja, o Estado enquanto um elemento ativo do processo de financeirização destas economias. Bonizzi (2017) apesar de reconhecer

a rejeição do Estado ao mercado financeiro global e o consequente aumento do papel das finanças na economia, argumenta que tais transformações não podem ser analisadas como resultado de “*free-markets forces*”: “*a key element in resilience of this system was the increasingly active role of policy makers in shaping the economy and the society through financial markets*” (2017, p.26). Já os trabalhos de Karwowski e Stockhammer (2016) para África do Sul e de Bruno et al. (2009) para o Brasil descartam a necessidade obrigatória da exposição ao mercado financeiro global, quando demonstram, o primeiro, como os *policy makers* sul-africanos conduziram o processo de desregulamentação, culminando em um processo de hegemonia financeira baseado no endividamento das famílias e na inflação de ativos e, o segundo, como a criação de um ambiente institucional na década de 1980 contribuiu para a consolidação de um processo de financeirização baseado na inflação, que antecede o processo de abertura financeira.

O modelo de inserção externa na nova dinâmica global também congrega um canal de transmissão importante da financeirização. Grande parte dos autores sustentam que a inserção das economias periféricas neste processo de financeirização é subordinada desde a sua gênese<sup>9</sup>. Partindo de especificidades estruturais associados à assimetria monetária, Andrade e Prates (2013) retomam o conceito de “condição periférica” para caracterizar este novo momento. Para Bonizzi (2015) a financeirização periférica é apenas mais uma faceta de sua posição subordinada no mundo, enquanto Amaral (2013) considera que tais países estariam vivendo “nova fase da dependência”. Powell (2013) e Kaltenbrunner e Paineira (2014), analisando, respectivamente, as experiências mexicanas e brasileiras e, Marois (2011) num estudo comparativo entre Turquia e México, também encontram evidências que corroboram o caráter subordinado da financeirização periférica.

Dado o modelo de inserção de financeirização subordinada, verifica-se uma maior vulnerabilidade financeira nestes países (DEMIR, 2007; BECKER *et al.*, 2010; POWELL, 2013). A dependência dos fluxos de capital estrangeiro, sobretudo dos fluxos de curto prazo, pode facilitar a eclosão de crises financeiras, quando um momento de reversão de fluxos com fuga para qualidade ocorrer. Segundo Tyson e McKinley (2014), apesar de o investimento direto estrangeiro ser o principal item dos fluxos de capital transfronteiriço para a periferia, são os fluxos de capital de curto prazo<sup>10</sup> que têm causado instabilidade nestes países. Neste contexto, a volatilidade da taxa de câmbio e dos preços dos ativos são, ao mesmo tempo, fontes de instabilidade e elementos determinantes na financeirização da periferia (KALTERNBRUNNER, 2009; KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2016). As crises financeiras na periferia das décadas de 1990 e 2000 e a crise financeira internacional do *subprime* são elucidativas deste movimento. Em particular, o contágio da crise de 2008 gerou uma “fuga para qualidade”, como bem demonstra Bonizzi (2017), causando a desvalorização da moeda e colapso no preço de ativos na periferia, ao passo que os bancos estrangeiros reduziram drasticamente as operações de empréstimos.

Por isso, para se proteger dos fortes desequilíbrios na balança de pagamentos e elevada volatilidade dos fluxos de capitais e da taxa de câmbio, algumas economias periféricas têm acumulado reservas em moeda forte a partir da exportação de produtos industriais ou de baixo valor agregado, aplicando tais reservas em mercados financeiros dos países desenvolvidos, principalmente dos EUA, tornando-se “financiadores” do processo de financeirização dos países desenvolvidos (PAINCEIRA, 2009; TYSON; MCKINLEY, 2014; KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2016; BONNIZI, 2017). De acordo com Bonizzi (2016) este seria outro mecanismo de transmissão entre as finanças internacionais e a financeirização da economia doméstica.

9 No entanto, trabalhos como Paulani (2012) e Tyson e McKinley (2014) argumentam que algumas economias periféricas alcançaram um certo estágio que permitiram estas economias romper com as armadilhas do centro- periferia, passando a participar de maneira mais ativa no movimento das finanças globais.

10 Os fluxos de capital transfronteiriço de curto prazo são compostos por: i) fluxos de portfólio que envolvem títulos privados oriundos de diferentes tipos de investidores, como por exemplo, fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro e de hedge e bancos comerciais; ii) fluxos financeiros, primariamente empréstimos bancários líquidos.

Reserve accumulation is also seen as a key channel of transmission between international finance and domestic financialization. The central banks' operations pertaining to reserve accumulation and subsequent sterilization have created a pool of domestic liquidity sheets (BONIZZI, 2016, p. 100, *apud* PAINCEIRA, 2010; 2012).

Esta entrada de capital estrangeiro, seja pela via dos influxos de capitais, seja pela via da acumulação de saldos comerciais, deve ser esterilizada. Tal esterilização tem encorajado o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos e das instituições financeiras que se propõem a este serviço. Contudo, no caso de parte expressiva das economias periféricas, é o banco central que tem tomado a dianteira no processo de esterilização, promovendo o crescimento expressivo da dívida pública do país (POWELL, 2013; BONIZZI, 2016). Visto de outro ângulo, a dívida pública passa a ser o eixo da acumulação financeira doméstica e as finanças globais: “*The proliferation of domestic public debt instruments may create an incentive for domestic capitalist (both financial and non-financial) to invest in financial assets over productive activity*” (POWELL, 2013, p. 142).

Tudo isto considerado, uma maneira relevante de analisar as especificidades periféricas no que tange ao processo de financeirização é o desenvolvimento de indicadores. Estes indicadores buscam captar o “grau de financeirização” de cada economia, a partir de variáveis que refletem aspectos o grau de dependência de fluxos de capitais estrangeiros, nível de regulação das atividades financeiras, o predomínio das atividades financeiras nas operações de empresas não financeiras, as transformações na estrutura financeiro-bancária, o nível de endividamento das famílias, dentre outros.

Alguns autores focaram em desenvolver indicadores de financeirização para os países da periferia. O trabalho de Karwowski e Stockhammer (2016) é o mais completo neste sentido, ao propor seis indicadores de financeirização para uma amostra de dezessete<sup>11</sup> países periféricos: i) um “*financial reform index*” para medir o grau de desregulamentação financeira; ii) o estoque de obrigações financeiras (IDE, portfólio e outros fluxos financeiros) para mensurar o montante do influxo de capital estrangeiro; iii) o índice de preços reais dos imóveis residenciais para representar a volatilidade de preços dos ativos, considerando o ano de 2010 como ano-base; iv) um coeficiente de variação que mede as alterações no sistema financeiro e bancário, dado pela relação entre o montante de ações negociadas (% PIB) e o crédito bancário (% PIB); v) o grau de financeirização das empresas não-financeiras, medido pela dívida destas empresas (% PIB); e iv) a financeirização das famílias, medida pelo endividamento das famílias (% PIB). Os resultados, sem causar estranheza, refletem a heterogeneidade das experiências periféricas nesta dinâmica financeirizada.

## Uma economia financeirizada com impulso Estatal: sobre a hipótese da financeirização na economia brasileira

O início da financeirização no Brasil, tal qual em grande parte dos países periféricos, pode ser apreendido à luz das dificuldades enfrentadas na chamada “década perdida” e do subsequente processo de liberalização (e desregulamentação) dos mercados. Neste último, em particular, a economia brasileira é considerada retardatária, tendo iniciado o seu processo de abertura somente no final dos anos 1980 e início dos anos 1990. Contudo, antes disso, a economia brasileira desenvolveu um peculiar pro-

11 Os países que compõem a *sample* são: África do Sul, Argentina, Brasil, China, Coreia do Sul, Hong Kong, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Polônia, República Tcheca, Rússia, Singapura, Tailândia e Turquia.

cesso de financeirização derivado dos ganhos inflacionários. O aprofundamento da abertura financeira no final dos anos 1980 e início dos anos 1990 e a estabilização dos preços advinda com o Plano Real, extinguiu este mecanismo de financeirização em singular. Não obstante, a forma como a economia brasileira se insere na era pós-liberalização, bem como a institucionalidade macroeconômica pró-estabilidade e as alterações do sistema financeiro nacional têm estabelecido novos mecanismos de dominância financeira.

Desde a abertura dos mercados, a dinâmica de crescimento da economia brasileira está fortemente vinculada a uma nova forma de inserção do país no mercado mundial globalizado e financeirizado. E em estreita consonância com a nova inserção externa, promoveu-se uma necessária adequação institucional à globalização do capital, expressa em políticas macroeconômicas e reformas estruturais que alinharam o processo de acumulação interna aos imperativos impostos pelas finanças globais.

A análise da constituição de um processo de financeirização da economia brasileira, portanto, impõe ao estudo inicialmente uma investigação de sua inserção internacional no capitalismo contemporâneo. A apreciação crítica da posição externa da economia brasileira nos últimos trinta anos permite não apenas identificar o caráter de sua inserção e suas razões, mas também como se desenvolve o ciclo do capital (unidade entre produção e circulação) internamente e as possibilidades ou não de um desenvolvimento autônomo.

Segundo Paulani (2012a; 2013), podemos analisar a natureza da inserção internacional da economia brasileira a partir de cinco fases. Nas duas primeiras fases, a natureza da inserção do Brasil ao processo de acumulação de capital mundial é subordinada, seja na primeira como objeto de espoliação do centro ou na segunda como produtor de bens primários. A terceira fase corresponde ao período entre a década de 1930 e 1970, no qual se abriu a possibilidade de gerar internamente um processo de acumulação autônomo, com forte presença do Estado. Entretanto, apesar da endogeneização do polo dinâmico da economia, o processo de autonomização da acumulação interna não chega se completar, uma vez que, em meados da década de 1950, o país acaba por ser tornar um importante mercado para investimentos industriais sobre-acumulados no centro<sup>12</sup>.

As fases seguintes da posição brasileira no capitalismo mundial estão inseridas no contexto da emergência e consolidação da financeirização no Centro do sistema capitalista. Na quarta fase, que abrange o período entre 1970 e 1980, o país torna-se um espaço de valorização financeira através de empréstimos convencionais fornecidos pelas *finanças diretas* a partir de um amplo processo de liberalização financeira no Centro. É o período da crise das dívidas dos países latino-americanos, no qual a economia brasileira pagou aos credores externos US\$ 140 bilhões a título de juros, mais US\$ 180 bilhões em amortizações, e com isso submete a sua política econômica as exigências da valorização financeira dos países centrais. Nesta fase, a economia brasileira enfrentava ainda a alta inflação do período e as tentativas frustradas de sua resolução com os planos heterodoxos de combate ao processo inflacionário.

Apesar de Paulani (2012a) nesta fase considerar o país como “vítima da financeirização” nas economias centrais, Bruno *et al.* (2009) destaca que entre 1980 e 1993 o Brasil já estava sujeito a um processo de financeirização baseado nos “ganhos inflacionários” que se originaram de um ambiente institucional caracterizado pela correção monetária e a indexação generalizada de preços e salários. Neste “regime monetário-financeiro dual e inflacionista”, além da moeda emitida pelo Estado, a economia brasileira convivia com uma “moeda financeira-indexada”, lastreada pelos títulos públicos e criada pelo setor financeiro privado, que funcionava como reserva de valor e mecanismo de enriquecimento privado dada a alta liquidez e a rentabilidade de baixo risco. Assim, com a dissociação das funções da moeda foi lançada a base para uma acumulação rentista no país e deu início a uma dinâmica, denominada pelos autores de “financeirização por inflação”. A partir dos anos 1990, a quinta fase, o Brasil busca uma forma

12 Foi o período de elevada participação do capital externo no processo de industrialização brasileira, o que reverteu a possibilidade de um desenvolvimento autônomo do país, mantendo-o numa posição de dependência em relação ao Centro.

de inserção mais ativa no processo de financeirização internacional, ainda que de forma subordinada.

Entretanto, os problemas oriundos da década dos anos 1980, a saber, a dívida externa e a inflação, ainda não resolvidos, impediram o país de participar ativamente da globalização financeira. Segundo Paulani (2012a), o ingresso ativo na financeirização mundial e a transformação do país em uma plataforma internacional de valorização financeira apenas foram possíveis com a adoção, no final dos anos 1990, da estratégia de desenvolvimento pautada na absorção de poupança externa e da consequente sobrevalorização da moeda doméstica. Ao longo dos anos 2000, a economia brasileira irá consolidar a sua posição no capitalismo contemporâneo financeirizado. A manutenção das políticas macroeconômicas por sucessivas gestões presidenciais e a não alteração da forma de inserção externa aprofundaram os problemas estruturais da economia, como por exemplo, a reprimarização da pauta de exportação e um amplo processo de desindustrialização, a despeito de ganhos conjunturais em matéria de distribuição de renda.

Além do modelo de inserção à dinâmica financeirizada global, o processo de financeirização também congrega a construção de uma arquitetura institucional e organizacional interna que lhe dê sustentação. No plano macroinstitucional, a última mudança relevante da economia brasileira pode ser verificada em 1999, com a adoção do regime de política econômica baseado no tripé. Neste consta não somente o regime de metas inflacionárias para a estabilidade de preços, mas também metas de superávits primários para a disciplina fiscal e um câmbio flutuante para acomodar os choques externos. No entanto, além de “pró-estabilidade”, tal aparato tem sido também um importante instrumento “pró-financeirização”, pois está fortemente alinhado com o objetivo da estabilidade das finanças face à perseguição do crescimento econômico. Para Bruno (2011, p.3), a “ênfase unitária no combate à inflação e na manutenção da estabilidade das finanças” tem convertido o emprego e o crescimento em “variáveis de ajustes” para o objetivo primordial.

Uma consequência natural desta institucionalidade macroeconômica é a perda de autonomia da política econômica, de modo que esta tem estado crescentemente à mercê dos interesses dos mercados financeiros globais. De um lado, em função de tornar o combate à inflação menos sinuoso e ao mesmo tempo satisfazer os interesses rentistas, a política monetária brasileira tem sido marcada por elevadas taxas de juros. Ademais, os problemas relacionados às dificuldades recorrentes sobre o equilíbrio externo – decorrente da sobrevalorização da moeda doméstica e do modelo de inserção internacional brasileiro – pressionam para a manutenção de um elevado diferencial de juros doméstico em relação ao externo para a atratividade do capital externo. De outro, a necessidade de esterilização do elevado montante de capital estrangeiro ingressante por parte do Estado, combinadas às elevadas taxas de juros da economia brasileira, resultara na expansão vertiginosa da dívida pública interna. O montante elevado da dívida pública, por seu turno, enseja a busca por elevados superávits primários, seja com aumento de impostos, seja pela redução dos gastos públicos. Isto porque se torna vital para o padrão de acumulação que o Estado honre o pagamento do fluxo de juros aos setores financeiros e rentistas (BRUNO, 2011; BRUNO; CAFFE, 2016). Neste sentido:

(...) a política fiscal e monetária perdem eficiência e deixam de ser instrumentos de promoção do crescimento econômico e da geração de emprego para tornarem-se instrumentos a serviço da estabilidade financeira sob liberalização profunda da conta de capitais. (BRUNO, 2011, p. 3).

Com base em tudo isto, trabalhos como Bruno *et al.* (2009), Bruno e Caffé (2014; 2015) e Bruno (2011) consideram que vigora no Brasil um processo de “financeirização por juros”. A lógica de acumulação financeira baseada na renda dos juros no Brasil “subordina o Estado (e a política macroeconômica) e mantém a economia refém dos mercados financeiros” (BRUNO, 2011, p. 2, parênteses

nossos). Subordinado, neste caso, significa na verdade que o Estado, enquanto “instância reguladora e organizadora de um modo particular de desenvolvimento capitalista”, válida, por meio de instituições e de outras reformas estruturais, os interesses de determinadas classes sociais (em especial os interesses do setor financeiro-rentista), cujo compromisso pode ser visto no conjunto de regras criadas na evolução das receitas e das despesas públicas (BRUNO; CAFFÉ, 2014).

A relação entre dívida pública interna e a renda proveniente dos juros tornou-se um eixo central da expansão financeira<sup>13</sup> no Brasil. Em particular, o processo de endividamento público combinado às elevadas taxas de juros (as mais elevadas taxas de juros reais do mundo) tem constituído a “espinha dorsal” deste processo particular de financeirização. Neste sentido, Bruno *et al.* (2009, p.15) argumenta a “endogeneidade da dívida pública”, uma vez que esta é determinada pelo ciclo endógeno das finanças; e a “exogeneidade da taxa Selic”, pois “esta converteu-se em instrumento-chave da política monetária restritiva inerente à financeirização por renda de juros”.

É no contexto de inserção externa subordinada e de adoção de uma nova institucionalidade macroeconômica adequada à ela que se desenvolve o atual *rentismo* no Brasil. A proliferação de diversas formas de valorização financeira a partir do final dos anos 1990 estaria fortemente vinculada à posição subordinada da economia brasileira em relação ao movimento de internacionalização do capital financeiro e à manutenção da política econômica convencional, independentemente do viés ideológico distinto por partes dos partidos políticos à frente do governo nesse período.

A renda de juros tem sido a principal forma de valorização financeira na economia brasileira nos últimos anos em função, notadamente, dos elevados rendimentos provenientes de títulos e valores mobiliários, especialmente os títulos de renda fixa indexados à taxa de juros Selic (BRUNO *et al.*, 2009; BRUNO; CAFFÉ, 2014; 2015). A evidência empírica deste processo de financeirização pode ser apresentada através da construção de indicadores macroeconômicos, propostos pelos autores, que permitem a mensuração do fenômeno, apesar da limitação da base de dados presente no país e considerando as características específicas da estrutura da economia brasileira. Os indicadores são:

- (1) *O grau de financeirização*: expresso na participação da renda de juros no produto total. A construção do indicador considera os fluxos de juros, recebidos, pagos e apropriados pelo setor financeiro brasileiro, mas também por classes sociais e setores não-financeiros (empresas e famílias) que ingressam em atividades financeiras.
- (2) *A composição setorial da renda de juros*: a partir das Contas Financeiras e de Patrimônio Financeiro do IBGE pode-se observar a composição setorial dos fluxos de juros pagos e recebidos e quais os setores que se apropriaram da renda de juros. Os setores são: empresas não-financeiras, empresas financeiras, administração pública, famílias e o resto do mundo.
- (3) *A composição da receita operacional do sistema financeiro*: são rubricas inseridas no Plano Contábil das Instituições Financeiras do COSIF, através do Banco Central e permite observar as principais fontes de receitas do setor.
- (4) *A taxa macroeconômica de financeirização*: em duas definições, a razão entre o total de ativos financeiros não-monetários, expresso na diferença entre os agregados monetários M4 e M1, e o estoque total de capital fixo produtivo (máquinas e equipamentos mais construções não-residenciais) (taxa de financeirização 1); e razão entre o fluxo agregado de renda financeira e o estoque total de ativos fixos produtivos (taxa de financeirização 2)

---

13 Bruno *et al.* (2009) descreve que no período pré-liberalização dos anos 1980, o endividamento público já representava uma regularidade macroeconômica importante que permitia o processo de acumulação financeira e rentista. No entanto, as crises econômicas e a alta inflação obscureciam a importância deste endividamento para a expansão financeira.

A análise do grau de financeirização considera os fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelo setor bancário-financeiro brasileiro e oferece uma investigação em detalhe da estrutura de ativos, passivos e patrimônio líquido das empresas financeiras, além dos fluxos de receitas e despesas. Entre o período de 1993-2010, observa-se uma elevada participação dos juros recebidos, 29% do PIB (média, 1993-2003) e 30% do PIB (média, 2004-2010); em relação aos juros pagos, se evidencia um aumento de 21,47% (média, 1993-2003) e 26,45% (média, 2004-2010); o que resulta nos juros apropriados pelo setor financeiro de 7,52% (média, 1993-2003) e 3,43% (média, 2004-2010). Dessa forma, o grau de financeirização evidencia o elevado peso da renda de juros no valor adicionado da renda nacional, já que 1/3 da riqueza nacional foi absorvida pelos rendimentos financeiros, o que implica em uma redução no investimento produtivo.

A partir de uma análise da composição setorial da renda de juros entre 2005-2009, os autores concluem que as empresas não-financeiras, embora deficitárias no total, apresentaram percentagens elevadas de ganhos com a renda de juros no período. Os juros apropriados (diferença entre juros pagos e recebidos) pelo setor passaram de -1,44% do PIB em 2005 para -0,07% em 2008. Apesar da maior participação do capital produtivo na riqueza financeira, o setor ainda está distante da altíssima apropriação de juros pelas empresas financeiras e pelas famílias. O setor bancário-financeiro apropriou-se de 2,48% do PIB em 2005 e de 2,69% em 2009; e os juros apropriados pelas famílias passaram de 2,88% em 2005 para 1,93% em 2008. O setor que apresenta o maior déficit na renda de juros é a administração pública que remunerou os credores em 5,4% na média durante o período.

A análise da composição das receitas operacionais das empresas financeiras expõe as principais fontes de receita do setor financeiro. Segundo Bruno e Caffé (2014), as rendas de valores mobiliários (títulos financeiros públicos e privados) passaram de menos de 20% em 1995 para mais de 80% em 2007, e as rendas com operações de crédito reduziram-se de 30% para menos de 10% durante o mesmo período. Verifica-se, assim, a reduzida funcionalidade do sistema bancário-financeiro para o desenvolvimento, já que na sua decisão de alocação de ativo, a preferência por rendimentos financeiros (ativos de renda fixa, derivativos, etc.) é maior do que a propensão a expandir o sistema de crédito.

A taxa de financeirização permite destacar a substituição do investimento produtivo, a formação bruta de capital real, pelo rendimento financeiro, como títulos privados, títulos públicos, aplicações em poupança e outros ativos financeiros, como observam Bruno e Caffé (2014), permitem dimensionar não apenas a transferência de propriedade dos ativos, mas também a natureza da utilização da renda. Entre 1994-2010, segundo os autores, a taxa de financeirização descolou-se da taxa de acumulação de capital, o que evidencia um *crowding-out* do investimento produtivo pela rentabilidade da renda de juros e resultou numa queda substancial do investimento em capital fixo produtivo. Na segunda definição da taxa de financeirização observa-se que ela acompanha a taxa de acumulação entre 2004-2011, a partir do ano seguinte desloca-se o que reflete uma característica importante deste processo: há possibilidades de um crescimento moderado da economia conjuntamente, entretanto como a financeirização é uma característica estruturante, ela não permite um crescimento estável. Dessa forma, a dinâmica da financeirização, em suas duas definições, expressam fortemente como a dominância da valorização financeira *bloqueia o investimento produtivo*.

Para os autores, o principal eixo da acumulação financeira através da renda de juros são os títulos de renda fixa indexados à dívida pública, o que torna a expansão da riqueza financeira e fictícia no país dependente do endividamento público interno e não do endividamento privado como nas economias centrais. Não à toa, Bruno e Caffé (2015) definem o caso brasileiro como sendo uma “*economia financeirizada com impulso Estatal*”. Os maiores detentores de títulos públicos federais, segundo os autores, são os fundos de investimento (72,26% em 2012) seguidos pelas empresas não-financeiras (14,02%) e empresas financeiras (12,42%), o que revelaria um aspecto central da financeirização brasileira: ao

direcionarem-se para a riqueza financeira (títulos privados, mas especialmente os títulos públicos), os setores que possibilitariam a promoção e a aceleração do processo de acumulação de capital estariam assumindo cada vez mais um comportamento *rentista*.

Desde o início da estabilidade monetária com a adoção do Plano Real (1994), identificamos uma dinâmica específica do processo de acumulação financeira no país: *uma dominância financeira baseada em elevadas taxas de juros em um contexto de liberalização financeira e impulsionada pelo Estado*. Essa especificidade da financeirização no Brasil teria tido efeitos profundos sobre o processo de acumulação de capital real doméstico, tendo transformado a economia brasileira a partir do início dos anos 2000 em uma plataforma internacional de valorização financeira, com a conseqüente redução das possibilidades de um crescimento econômico autônomo estável, sustentável e autônomo.

Por fim, dada a relevância da temática e suas implicações teóricas e político-econômicas, é importante registrar alguns aspectos a serem estudados na agenda de pesquisa sobre a financeirização da economia brasileira tendo como referência a economia política da dominância financeira. Nesse sentido, entendemos ser fundamental uma agenda que incorpore (1) uma investigação da atuação política e institucional do Banco Central do Brasil na constituição de novas práticas e um novo espaço de acumulação bancária-financeira pós-estabilização, destacando sua orientação pró-mercado na regulação financeira e suas intervenções no mercado aberto; (2) uma análise do desenvolvimento de novas formas de apropriação da riqueza na última década, especialmente aquelas associadas à riqueza fictícia, como os rendimentos provenientes da atuação no mercado de derivativos (*commodities* e de câmbio), seja por empresas não-financeiras ou financeiras; e (3) uma investigação sobre a inserção das famílias na acumulação financeira no período recente (pós-eleição de Lula), e o papel do endividamento familiar no desenvolvimento da acumulação financeira rentista no interior de um padrão de acumulação neoliberal. Outros aspectos, também importantes, da financeirização da economia brasileira já foram apontados em trabalhos de cunho macroeconômico, destacando os seus efeitos sobre o investimento, o consumo e o crescimento. Entretanto, os aspectos aqui sugeridos buscam, antes de tudo, orientar a pesquisa para uma análise da *economia política* da acumulação financeira, onde a apropriação e a gestão da riqueza financeira assumem uma centralidade para a compreensão da dinâmica socioeconômica da realidade brasileira.

## Considerações finais

A teoria econômica de tradição crítica apresenta uma rica abordagem sobre a natureza e o desenvolvimento da finança capitalista. Apesar de reconhecerem o papel essencial das finanças em muitas fases do processo produtivo, na verdade, tais abordagens destacam também a capacidade das finanças em “perturbar sistematicamente o funcionamento da economia capitalista moderna e agravar as flutuações na economia real” (TOPOROWSKI, 2006). Assim, as finanças não podem ser compreendidas acriticamente, tal como a visão apologética ou vulgar do pensamento convencional, mas a partir da sua natureza e inserção contraditória no modo de funcionamento do sistema capitalista.

A consolidação de uma literatura internacional sobre a financeirização nos países centrais permitiu o esforço de pesquisa de um aspecto ainda a ser explorado: o papel das relações econômicas internacionais e o avanço a dominância da valorização financeira nas economias periféricas. Esta natureza “bidimensional” da acumulação financeira, nacional e internacional, permite identificar como “a integração internacional molda a financeirização doméstica, que por sua vez, facilita e exacerba a financeirização internacional”, conforme destaca Kaltenbrunner e Paineira (2016). Ou seja, o estudo da financeirização da periferia parte da premissa de que a ascensão da riqueza financeira no capitalismo contemporâneo não se apresenta como um fenômeno exclusivo das economias centrais, mas também se evidencia na periferia, com especificidades entre si e em relação ao centro.

Como vimos, no caso brasileiro, a dinâmica da dominância financeira está fortemente associada à nova forma de inserção externa no capitalismo contemporâneo e à emergência de institucionalidade macroeconômica adequada ao modelo de crescimento através da absorção de poupança externa. A especificidade da economia do Brasil está na prevalência da forma de apropriação da riqueza financeira: *um rentismo proveniente da renda de juros*, especialmente as aplicações em títulos públicos e privados, o que evidencia a centralidade do papel ativo do Estado, conformando assim, uma “financeirização por juros” impulsionada pela ação estatal.

Dessa forma, a financeirização da economia brasileira possui um forte vínculo com a sua posição externa e a sua opção política por uma institucionalidade macroeconômica pró-mercado. E o desenvolvimento futuro da investigação sobre o fenômeno no Brasil exige um esforço de pesquisa em direção à compreensão não apenas da sua dinâmica macroeconômica, mas de uma economia política da dominância financeira na periferia.

## Referências bibliográficas:

- AGLIETTA, Michel. Les transformations du capitalisme contemporain. *Capitalism e et*, 1999.
- ANDRADE, Rogerio P.; PRATES, Daniela Magalhães. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 35, n. 3, p. 399-416, 2013.
- AMARAL, Marisa Silva. *Teorias do imperialismo e da dependência: a atualização necessária ante a financeirização do capitalismo*. 2012. 147f. 2012. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- BECKER, Joachim et al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective. *Competition & Change*, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.
- BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and society*, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.
- BONIZZI, Bruno. Financialization in developing and emerging countries: a survey. *International Journal of Political Economy*, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.
- BRAGA, JC de S. *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia, UNICAMP, 2000.
- BRUNO, Miguel. et al. Finance – *Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas*. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14, 2009, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo, 2009.
- BRUNO, Miguel. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. *Com Ciência*, n. 128, p. 0-0, 2011.
- BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: Metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. *População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IBGE, 2015.
- BRUNO, Miguel.; CAFFE, Ricardo. *Crescimento, Distribuição e Acumulação de Capital Numa Economia Financeirizada: Uma Análise Dos Limites Estruturais Ao Desenvolvimento Brasileiro*. 2014.
- CHESNAIS, François. “As armadilhas da finança mundial: mecanismos, protagonistas e reflexões sobre as propostas de reforma”. In: Chesnais, F. & Plihon, D. *As armadilhas da finança mundial. Apelo dos economistas para se sair do pensamento único*. Campo da Comunicação. Lisboa, 2000.
- CHESNAIS, François. A proeminência da finança no seio do “capital em geral”, o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. *Finança Capitalista*. São Paulo: Alameda Editorial, 2010.

- DEMIR, Firat. The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. *Review of Radical Political Economics*, v. 39, n. 3, p. 351-359, 2007.
- DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. *A crise do neoliberalismo*. São Paulo: Boitempo, 2014.
- EPSTEIN, Gerald A. (Ed.). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing, 2005.
- FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. *The great financial crisis: Causes and consequences*. NYU Press, 2009.
- HEIN, Eckhard; VAN TREECK, Till. *Financialisation in Post-Keynesian models of distribution and growth-a systematic review*. IMK Working Paper, 2008.
- KALTENBRUNNER, Annina et al. *International and Domestic Financialisation in Middle Income Countries; The Brazilian Experience*. 2016.
- KARWOWSKI, Ewa; STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. *Economic and Political Studies*, v. 5, n. 1, p. 60-86, 2017.
- LAPAVITSAS, Costas. Financialisation embroils developing countries. *Papeles de Europa*, v. 19, p. 108, 2009.
- LAPAVITSAS, Costas. *Profiting without producing: How finance exploits us all*. Verso Books, 2014.
- MAROIS, Thomas. Emerging market bank rescues in an era of finance-led neoliberalism: A comparison of Mexico and Turkey. *Review of International Political Economy*, v. 18, n. 2, p. 168-196, 2011.
- PAINCEIRA, Juan Pablo. Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit-Accumulation to Reserve-Accumulation. *Financialisation in crisis*, v. 32, p. 185, 2012.
- PALLEY, Thomas. *Financialization: the economics of finance capital domination*. Springer, 2016.
- PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. *Estudos Avançados*, v. 23, n. 66, p. 25-39, 2009.
- PAULANI, Leda Maria et al. Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. *Revista de Economia Política*, v. 36, n. 3, p. 144, 2012.
- PAULANI, Leda Maria. *A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história*. 2012a.
- PAULANI, Leda. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. *Estudos avançados*, v. 27, n. 77, p. 237-264, 2013.
- POWELL, Jeff. *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations*. 2013. Tese de Doutorado. SOAS, University of London.
- SAWYER, Malcolm. What is financialization?. *International Journal of Political Economy*, v. 42, n. 4, p. 5-18, 2013.
- MAGDOFF, Harry; SWEEZY, Paul M. *Stagnation and the financial explosion*. NYU Press, 1987.
- SWEEZY, Paul M. The triumph of financial capital. *Monthly Review*, v. 46, n. 2, 1994.
- TYSON, Judit; MCKINLEY, Terry. *Financialization and the developing world: Mapping the issues*. No. wpaper38. 2014.
- TOPOROWSKI, Jan. *Theories of financial disturbance: An examination of critical theories of finance from Adam Smith to the present day*. Edward Elgar Publishing, 2005.
- TYMOIGNE, Eric; WRAY, L. Randall. *The rise and fall of money manager capitalism: Minsky's half century from World War Two to the Great Recession*. Routledge, 2013.
- VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. *Socio-economic review*, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.