

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC-SP

Victória Santos Silva

Processo de Financeirização no Brasil: análise do impacto no crescimento e desenvolvimento
da economia real

Graduação em Ciências Econômicas

São Paulo
2024

Monografia apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de BACHAREL em Ciências Econômicas, sob a orientação do(a) prof.(a), dr.(a) – Mariana Ribeiro Jansen Ferreira.

São Paulo

2024

Sistemas de Bibliotecas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo -
Ficha Catalográfica com dados fornecidos pelo autor

Silva, Victória
Processo de Financeirização no Brasil: análise do impacto no
crescimento e desenvolvimento da economia real . / Victória
Silva. -- São Paulo: [s.n.], 2024.
58p. il. : cm.

Orientador: Mariana Ribeiro Janssen Ferreira.
Dissertação (Mestrado)-- Pontifícia Universidade Católica de
São Paulo, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia .

1. Financeirização. 2. Desenvolvimento. 3. Crescimento
Real. 4. Brasil. I. Ferreira, Mariana Ribeiro Janssen . II.
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Programa de
Estudos Pós-Graduados em Economia . III. Título.

CDD

Banca Examinadora

À comunidade da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo pelo apoio
permanente.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha orientadora por todo o suporte prestado no desenvolvimento deste trabalho, e por todo o aprendizado que vai além do que está nas próximas páginas deste trabalho.

Aos meus pais por todo o apoio e incentivo que me deram durante todos esses anos de graduação, por nunca medirem esforços para que tivesse um ensino e formação de qualidade.

À minha irmã por ser minha maior incentivadora.

Somos o resultado dos livros que lemos,
das viagens que fazemos e das pessoas
que amamos - Airton Ortiz

RESUMO

SILVA, Victória. **Processo de Financeirização no Brasil: análise do impacto no crescimento e desenvolvimento da economia real.**

Esta monografia investiga o impacto da financeirização na economia brasileira a partir da contextualização e localização histórica desse processo e a evolução dos indicadores macroeconômicos durante esse período até 2022 no que se refere a alocação do capital e variação da renda. Teve-se como objetivo entender o efeito da alocação do capital na esfera financeira frente ao crescimento e desenvolvimento econômico. Para isso, parte fundamental do trabalho analisa os agentes e instrumentos desse processo no Brasil como forma de também compreender a influência do sistema financeiro frente às decisões e planejamento de políticas públicas, em evidência as políticas econômicas, do país. Apesar de ser possível perceber durante a história algumas tentativas de conciliação entre as esferas financeira e real, compreende-se que a influência da primeira sobre a segunda é maior do que o contrário.

Palavras-chave: Financeirização; Desenvolvimento; Crescimento Real; Brasil; Investimento.

ABSTRACT

SILVA, Victória. Processo de Financeirização no Brasil: análise do impacto no crescimento e desenvolvimento da economia real.

This monograph investigates the impact of financialization on the Brazilian economy through the contextualization and historical localization of this process and the evolution of macroeconomic indicators during this period until 2022 concerning capital allocation and income variation. The objective of this study was to understand the impact of capital allocation in the financial sphere on economic growth and development. To this end, a fundamental part of the work analyzes the agents and instruments of this process in Brazil to also understand the influence of the financial system on public policy decisions and planning, particularly the economic policies of the country. Although it is possible to perceive throughout history some attempts to reconcile the financial and real spheres, it is understood that the influence of the former on the latter is greater than the opposite.

Keywords: Financialization; Development; Real Growth; Brazil; Investment

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE APLICAÇÃO, 2016 – OUT.23.....	34
TABELA 2 - DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL POR INDEXADOR (% DO TOTAL).....	38
TABELA 3 - COMBINAÇÕES DE CONDIÇÕES CAUSAIS QUE LEVAM A UM BAIXO NÍVEL DE INVESTIMENTO.	48

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: RENDA DE JUROS REAIS CAPITALIZADOS E ESTOQUE DE DÍVIDA PÚBLICA INTERNA (1992 – 2016).....	36
GRÁFICO 2: EXPECTATIVAS DA TAXA SELIC (FOCUS) E SELIC EFETIVA	37
GRÁFICO 3: FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – VARIAÇÃO ANUAL (%)	50
GRÁFICO 4: CRESCIMENTO DO PIB – VARIAÇÃO ANUAL (%)	50
GRÁFICO 5: A ACUMULAÇÃO RENTISTA – FINANCEIRA VERSUS A ACUMULAÇÃO DE CAPITAL FIXO (1970 – 2018)	51
GRÁFICO 6: INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM CARTEIRA (US\$ BILHÕES)	52

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
CAPÍTULO 1: FENÔMENO DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL.....	17
1.1 Características Gerais da Financeirização.....	17
1.2 Abordagens sobre a financeirização brasileira.....	21
1.3 Aspectos da financeirização do Brasil	24
CAPÍTULO 2: ESPECIFICIDADES DO PROCESSO E CARACTERIZAÇÃO DOS AGENTES DA FINANCEIRIZAÇÃO DO BRASIL	28
2.1 Novos agentes da financeirização.....	28
2.2 Agentes e instrumentos da financeirização no Brasil	31
2.2.1 Fundos de Pensão e Bancos.....	31
2.2.2 Taxa de Juros e Dívida Pública.....	35
3 CAPÍTULO 3: IMPACTO DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO NO CRESCIMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DO BRASIL ..	40
3.1 Políticas Econômicas submetidas ao mercado financeiro e os Governos Lula (2003-2010).....	40
3.2 Financeirização e seus impactos sobre os indicadores macroeconômicos do Brasil	46
4. CONCLUSÃO	53

INTRODUÇÃO

Um regime de acumulação compreende cinco regulações sociais e econômicas: a organização da produção e relações dos trabalhadores com os meios de produção; o horizonte temporal da valorização do capital que define os princípios de gestão; a composição da demanda social; o padrão distributivo da dinâmica de reprodução entre as classes e grupos sociais; e a articulação das formas não capitalistas quando são importantes (PAULANI, 2010).

Nesse sentido, combinando um contexto na década de 1980 de lento crescimento, alto nível de desemprego, aumento do valor dos ativos financeiros, uma conjuntura monetária e financeira instável e uma grande interligação entre os países, Chesnais (1996) estabelece que, neste período, o regime de acumulação passou a ser dominado pela valorização financeira, no qual a remuneração do capital passou a ser o centro das relações sociais e econômicas (PAULANI, 2010).

Essa nova norma sistêmica da riqueza produz uma dinâmica estrutural articulada de acordo com os princípios da lógica financeira (BRAGA, 1985). A definição de financeirização utilizada nesse trabalho será a de um processo entendido como o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras nas operações de economias nacionais e internacionais (EPSTEIM, 2005). Por sua vez, esse processo parte de um padrão de acumulação no qual a realização de lucros ocorre crescentemente mediante canais financeiros, sobrepondo comércios e a própria produção de mercadorias (KRIPPNER, 2005).

Nesse cenário, as instituições constitutivas de capital financeiro e tudo o que envolve a categoria de investidores, mercados e elites financeiras que determinam a repartição da receita, o ritmo do investimento e as formas de empregos assalariado, apresentam uma maior influência sobre a política econômica e seus resultados. Alguns estudos sinalizam a redução da autonomia dos Estados Nacionais durante esse processo, seja para formulação das políticas econômicas, seja para a formulação de estratégias de longo prazo consistentes com as condições de produção e os interesses dos setores não-financeiros (BECKER, 2010).

Chesnais (1996) usa o termo “acumulação predominantemente financeira” para nomear esse capitalismo marcado pela geração de receita a partir da propriedade de títulos de dívidas e ações e pela influência do mercado financeiros nas grandezas econômicas: consumo, investimento e emprego. O processo de financeirização da

economia pode ser traduzido, então, na maior participação das finanças no financiamento do capitalismo, preenchimento de cargos públicos por agentes do sistema financeiro e redução dos graus de liberdade dos Estados para fazer políticas domésticas devido a esse mercado.

Nesse sentido, pretende-se nesse trabalho analisar o impacto da evolução da financeirização sobre a economia real brasileira, utilizando da observação do comportamento dos próprios indicadores econômicos como formação bruta do capital, taxa de juros, dívida pública e PIB.

Para isso, no primeiro capítulo será aprofundada a discussão a respeito do conceito de financeirização que será utilizado nesse trabalho, assim como serão apresentadas as características gerais desse processo em âmbito mundial. Posteriormente, trataremos o processo da financeirização no Brasil a partir da discussão de seu início e suas principais peculiaridades.

No segundo capítulo serão apresentados os agentes e instrumentos da financeirização no Brasil, como emergiram e qual o papel e impacto que apresentam hoje na economia. Em seguida, o terceiro capítulo fará uma análise das políticas adotadas durante os governos Lulas de modo a comparar e discutir a possibilidade de políticas que tenham como foco o aumento do investimento e consumo estarem alinhadas com a dominação do capital fictício, comparando indicadores macroeconômicos antes, durante e depois da introdução dessas políticas.

CAPÍTULO 1: FENÔMENO DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL

O primeiro capítulo deste trabalho apresentará três itens cujo objetivo é expor o conceito de financeirização utilizado na discussão, bem como localizar no espaço e tempo esse processo a nível mundial utilizando-se de uma linha do tempo apresentada por Guttmann e Chesnais.

O primeiro item fará referência às mudanças ocorridas no sistema econômico a partir de 1970 que contribuíram para ascensão deste processo além de expor suas principais características. Já o segundo item tratará das abordagens a respeito da financeirização no Brasil a partir da discussão dos autores brasileiros Bruno e Caffé em contraponto com a visão geral de Chesnais representada por Paulani e Marques.

No último item será trazido mais especificamente os aspectos da financeirização do Brasil. O processo será abordado através da periodização realizada por Caffé que relaciona todo o processo da financeirização com a participação do Estado.

1.1 Características Gerais da Financeirização

Para iniciar uma discussão a respeito do processo de financeirização da economia brasileira, faz-se necessário entender o que é, como se deu e quando a dominância financeira começou a se estabelecer no mundo. Segundo Miguel Bruno (2009), foram as transformações ocorridas a partir da década de 1970 que apoiaram a mudança da essência do dinheiro, tanto para agentes institucionais como para os próprios indivíduos, culminando para a dominância financeira.

Esse regime econômico, que tem como centro o sistema financeiro, já recebeu algumas nomeações diferentes como “Capitalismo Patrimonial” por Aglietta, “Regime de crescimento dirigido pelas finanças” como descreve Boyer, ou ainda “Regime de acumulação dominado pelas finanças”, como denomina Stockhammer (CHESNAIS, 1998). Entretanto, independentemente da forma como é chamado, e das diferenças apresentadas por cada um desses autores, todas caracterizam um regime que se destaca pela financeirização da economia, em que se evidencia a desregulamentação econômica e nas relações de trabalho, abertura dos mercados nacionais, aumento da esfera financeira do capital e inovação tecnológica, junto a uma busca pela maximização do valor dos acionistas.

Apesar destas não serem características favoráveis em uma visão da teoria heterodoxa de desenvolvimento e crescimento econômico, devido aos impactos, principalmente, no campo de investimento da esfera produtiva e capital industrial que será tratado neste trabalho, para alguns economistas ainda é possível interpretar a propagação desse capitalismo cujo centro é a finança como um fator positivo que *“[...] ajudou a integração de metade da raça humana a uma economia de mercado privada, financiou uma nova revolução tecnológica e empurrou o processo de globalização com um breve peteleco”* (GUTTMANN, 2008, p.1)

O processo de financeirização é marcado pela ascensão do mercado financeiro e suas instituições, sendo esses atores responsáveis por direcionar a economia doméstica e internacional por meio principalmente de um novo “personagem” que surge nesse processo, o investidor institucional. Os fundos de pensão, fundos mútuos e de hedge, nos quais se reúnem vários investidores menores sejam pessoas físicas ou jurídicas, ascendem durante o processo da financeirização e depois de consolidado eles passam a ocupar posições de influência nas decisões econômicas por serem agentes capazes de aumentar a liquidez fora do circuito gerido pelo Banco Central (BRUNO, 2009).

No plano da empresa, a financeirização torna o preço da ação o ponto central da gestão corporativa, uma vez que são esses investidores os acionistas principais das grandes empresas do mundo. Sendo eles os determinantes da estratégia de rendimentos, observa-se que os resultados de longo prazo, os quais envolvem pesquisa e desenvolvimento, modernização em fábricas e equipamentos e capacitação técnica da força de trabalho são deixados de lado em detrimento dos resultados de curto prazo que impactam os lucros dos acionistas (CHESNAIS, 1998; GUTTMANN, 2008).

Considerando os elementos prévios, não é difícil em um primeiro momento associar o sistema que tem como centro a financeirização com a redução do desempenho dos investimentos, uma vez que este requer um tempo de maturação dos custos iniciais para depois ser colhidos os lucros. Inclusive, é sobre esse cenário que se coloca a prática de fusões e aquisições, pois a alternativa de comprar uma capacidade de produção já existente no mercado é mais barata e de resultados mais breves (GUTTMANN, 2008). Junto a isso, é possível considerar também a porção cada vez menor de lucros para serem reinvestidos, já que esta tem como concorrente a parcela destinada aos acionistas em forma de dividendos.

A partir dessas considerações, torna-se razoável relacionar alguns impactos da financeirização. À medida em que os rendimentos financeiros crescem sem que haja crescimento na produção, os industriais são obrigados a forçarem maiores lucros para continuar e isso muitas vezes tem como efeito a redução da parte do salário, impactando assim a redistribuição da renda que se torna cada vez mais favorável aos mais ricos, os quais concentram os ativos financeiros. Entretanto, Guttman (2008) pontua que: “[...]a porção em declínio da parte salarial foi, durante o último quarto de século, compensada pelas taxas de poupança em declínio e o aumento dos níveis da dívida do consumidor, outro aspecto importante da dinâmica de crescimento no capitalismo dirigido pelas finanças[...]” (p.14).

As primeiras transformações que tornaram possível a ascensão do novo regime de acumulação que nos encontramos hoje, baseado nas finanças, ocorreram nos Estados Unidos e no Reino Unido na década de 1970, em um período nomeado por Guttman (2008) como Internacionalização Financeira Indireta de Sistemas Nacionais Fechados. O autor observa nesse período a formação dos mercados de crédito utilizados por bancos americanos paralelamente ao início da internacionalização financeira a partir do mercado de eurodólares. Em um cenário de crise nos anos 1970, no qual a dupla fordismo¹ e keynesianismo² não mais era o suficiente com crescimento da inflação, a eclosão da “crise do petróleo” em 1973, alternativas são procuradas para substituir o regime de acumulação que não mais satisfazia o capital na esfera produtiva (ANTUNES, 1995 apud BASTOS, 2014). É nesse contexto que o neoliberalismo volta a ganhar força.

Considera-se como marco desse período a desagregação do sistema de Bretton Woods em 1971 - que elegeu o dólar como principal moeda do mundo após a 2ª Guerra Mundial -, como resposta ao déficit comercial e orçamentário americano e um dólar supervalorizado. Esse episódio decretou o fim do padrão ouro-dólar, abrindo caminho para taxas de câmbio flexíveis, sinalizando uma mudança do sistema frente ao relativo controle sobre a circulação a nível mundial (LAYDA, 2011). Acompanhando o declínio de Bretton Woods era possível acompanhar a ascensão da globalização e da tecnologia computacional favorecendo os mercados financeiros.

O segundo período é nomeado por Guttman (2008) como a “Passagem para as Finanças de Mercado e Interligação dos Sistemas Nacionais de Liberalização

¹ Termo utilizado para caracterizar o modelo de produção que introduziu a esteira, produção e consumo em massa.

² Termo utilizado para definir um sistema econômico cujo desenvolvimento funciona através do planejamento e forte intervenção do Estado na economia para manutenção do emprego e controle da inflação.

Financeira”. Nos anos 1980, o regime financeiro se estabelece com bases em políticas de liberalização e desregulamentação decorrentes da “Revolução Conservadora”, quando se observa a retomada dos princípios liberais, sendo articulado principalmente por Paul Volcker e Ronald Reagan nos EUA e por Margaret Thatcher na Inglaterra. Estes personagens colocaram em prática, a partir de 1979, medidas que abriram os sistemas financeiros nacionais e impuseram ideias de livre mercado que viabilizaram a política de privatização e desregulamentação, como redução dos impostos, diminuição da regulação do Estado para as grandes empresas. Nesse período, a hegemonia norte-americana ainda foi reforçada pelo viés da nova política monetária que seguia pela elevação das taxas de juros, fator que pode ser entendido como um dos determinantes estruturais do processo de financeirização (BRUNO, 2009).

A queda do muro de Berlim em 1989 apenas reforçou o que foi percebido como o triunfo do neoliberalismo sobre a economia estatizada e de Bem-Estar social (MATTOS; SILVA, 2010). Na concepção de François Chesnais, é a partir do início dos anos 1980 que o capitalismo passa a viver sob um regime de acumulação com dominância financeira (PAULANI, 2009). Nessa década, se observa o crescimento das transações financeiras, e isso é evidenciado quando *“de 1980 a 1992 a taxa de crescimento anual do estoque de ativos financeiros foi 2,6 vezes maior do que da formação bruta de capital fixo do setor privado dos países da OCDE”* (CHESNAIS, apud LAPYDA, 2011, p.12). É importante evidenciar que parte desse movimento se deve à ampliação da dívida pública dos Estados nacionais, sendo ela uma das principais fontes de rendas financeiras.

Para Guttman (2008), a terceira etapa se caracteriza pela incorporação dos mercados emergentes a esse processo de financeirização. Essa fase se consolida na década de 1990, quando as mudanças estruturais ocorridas nas economias centrais chegam a todos os lugares através das integrações comerciais e políticas pró mercado. Não coincidentemente, nesse espaço de tempo começa a se observar as crises dos países emergentes, como a crise asiática e a mexicana. O movimento de liberalização financeira vem acompanhado da exposição ao mercado financeiro internacional, sendo assim, para economias emergentes que buscavam financiamento externo, os elevados empréstimos de curto prazo levaram a um nível de endividamento externo, sobrevalorização das propriedades, déficits em conta corrente e redução da competitividade externa mesmo que continuassem apresentando crescimento na esfera produtiva e um déficit público controlado, evidenciando que o problema estava na esfera financeira dessas economias.

Depois de todas essas etapas, é possível comparar o que era e o que se tornou as finanças. Se antes observava-se um sistema controlado, organizado em âmbito nacional e centrado em bancos comerciais, passa a se observar um sistema que se auto regulamenta, de âmbito global e centrado em bancos de investimentos.

1.2 Abordagens sobre a financeirização brasileira

O colapso de Bretton Woods, que resultou na mudança do padrão monetário, a internacionalização dos mercados de capitais, somada a intensificação da inovação e concorrência financeira e o fenômeno de desintermediação bancária, a estagflação, reafirmação da hegemonia norte-americana e a mudança nas estratégias das grandes corporações industriais foram mudanças no sistema monetário e financeiro que determinaram também o processo de financeirização da economia brasileira (BRUNO, 2004).

Entretanto, não é possível tratar do processo brasileiro sem considerar singularidades. Apesar de ainda não ser vasta a literatura a respeito da financeirização do Brasil, dentro da heterodoxia existem hoje perspectivas diferentes a respeito da sua evolução e especificidades. Neste trabalho, será abordada a discussão utilizando a visão de autores brasileiros como Bruno e Caffé, em contraponto como a visão geral de Chesnais por meio de Leda Paulani e Rosa Maria Marques sobre a financeirização.

Os autores brasileiros Miguel Bruno e Bruno Caffé analisam, a partir do arcabouço teórico da Escola da Regulação Francesa, o processo de financeirização como prejudicial à mobilização produtiva do capital, pois se sobressai a preferência pela liquidez.

Como uma das especificidades do caso brasileiro pontuadas por Bruno (2009) está o sistema bancário. Enquanto na Inglaterra e EUA este cresceu sobre o financiamento do investimento, na Alemanha a base foi o sistema de crédito privado e na França o sistema de crédito governamental tendo como base desses processos os instrumentos geradores de renda financeira privada. Por sua vez, no Brasil, o sistema e financeirização foi desenvolvido tendo como apoio não o mercado de capitais (investimentos), mas sim o mercado de crédito (depósitos), tendo como principal característica a elevada taxa de juros, baseada no endividamento público e não sobre os investimentos ou mercado de capitais. Assim, nosso modelo constituiu-se como baseado no crédito público e externo, consequência de uma política de crescimento econômico baseada no movimento do capital internacional, na liberalização e liquidez externa.

Para Bruno e Caffé (2017), a subordinação do Estado às finanças já passa a ser observada a partir de 1980, após um período de elevadas taxas de crescimento alcançados através da base industrial. Entretanto, em um cenário de alta inflação e estagnação do produto e da renda, com base em uma moeda indexada a financeirização surgiu baseada em ganhos inflacionários, apresentando como efeito o rápido aumento da concentração bancária e o fortalecimento do setor financeiro em detrimento da acumulação industrial. Apenas quando a hegemonia financeira ganha acesso aos mercados globais, resultado da liberalização comercial e financeira somado a estabilidade da inflação, o cenário permite a substituição dos ganhos inflacionários pela renda de juros proporcionados pelo endividamento público interno.

A diferença da perspectiva dos autores brasileiros a respeito da financeirização se encontra na periodização desse processo. De acordo com Bruno e Caffé (2019), é possível já identificar, no intervalo de tempo que comporta o Milagre Econômico e o II PND, entre 1964 e 1989, as condições estruturais e macroeconômicas para o início da centralização das finanças, quando as estruturas institucionais e organizacionais reformaram sua lógica, e as políticas econômicas e monetárias se tornaram compatíveis com as demandas do sistema bancário-financeiro.

Nesse sentido, é cabível afirmar que o PAEG, Programa de Ação Econômica do Governo (de 1964), marca o início desse processo a partir de um conjunto de reformas estruturais, com destaque para reforma monetária e financeira que definem as estruturas institucionais básicas para o funcionamento do mercado bancário financeiro. Este foi pensado inicialmente para ser especializado e sem concentração, conforme modelo norte americano, mas as reformas financeiras que aconteceram durante o período fizeram com que o próprio governo passasse a incentivar fusões e incorporações bancárias, criando a Comissão de Fusões e Incorporações de Empresas (COFIE) com o objetivo de aumentar a captação de recursos via depósitos a vista (BRUNO; CAFFÉ, 2004). Esse processo de consolidação bancária foi concluído na década de 1990, quando o Plano Real provocou alterações na configuração do sistema financeiro brasileiro através da queda da inflação que diminuiu as receitas constituídas por ganhos inflacionários, contribuindo para que o eixo da acumulação financeira se deslocasse em direção aos derivativos e principalmente a renda fixa ligada ao endividamento público (BRUNO, 2009).

Essa e algumas mudanças como a criação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional a fim de tornar a política monetária independente, criação por parte do governo das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)

instituindo a correção monetária e implementação da Reforma do Mercado de Capitais já colocavam em evidência o espaço central que ocuparia a esfera financeira no Brasil (CAFFE, 2017). Pelas palavras de Bruno e Caffé (2017) é nesse período que o Estado passa a atuar como “garantidor e avalista” do capital financeiro privado, à medida que passa a emitir títulos públicos indexados à inflação e colocar esforços na reestruturação do mercado bancário financeiro.

No processo brasileiro de financeirização, a década de 1980, conhecida como “década perdida” devido ao cenário de altas taxas de inflação e baixas taxas de crescimento, constitui-se como o cenário “ideal” para o mercado tomar o lugar central como solução para a retomada do crescimento e estabilidade dos preços, reforçado pelo discurso neoliberal de rejeição à intervenção pública para estímulos de crescimento com base na acumulação industrial. Somada à influência do Consenso de Washington, a nova inserção mundial do Brasil exigia mudanças nas instituições brasileiras, com alteração no papel do Estado e reformulação do setor público que deveria caminhar com uma reforma monetária, o Plano Real, e medidas de sustentação da acumulação financeira.

No entanto, em uma outra perspectiva, o processo de financeirização brasileiro, ilustrada aqui pelo trabalho de Leda Paulani (2010), tem início apenas em meados da década de 1990, depois da estabilização monetária em 1994 e completa abertura financeira, quando reformas na legislação impactaram positivamente na confiança frente a capacidade do país em cumprir com seus compromissos com o mercado externo. Entende-se que o Brasil faz parte do processo de financeirização mundial desde o início, não como ator de seu processo interno, mas sim como parte da demanda de crédito latino-americana que tem papel importante na financeirização mundial.

Nesse sentido, a lógica financeira nacional se deu através dos ganhos possíveis pelas altas taxas de juros, tanto quando o governo passou a adotar taxas de câmbio fixas em 1994 durante a implantação do Plano Real, como depois de 1999 quando se adota a taxa de câmbio flutuante, devido a valorização da moeda brasileira que se tornou um elemento importante para o fortalecimento das finanças (PAULANI, 2010).

Paulani (2010) descreve a financeirização como um círculo vicioso causado pelas elevadas taxas de juros que atraíram moeda estrangeira, aumentaram as expectativas para a valorização da moeda brasileira o que gerou resultados ainda melhores em dólares, os quais foram cada vez mais atraídos.

Apesar de existir uma discussão a respeito de quando a financeirização teve início no Brasil, percebe-se que as perspectivas aqui abordadas não discordam da associação entre a predominância da acumulação financeira e a preponderância das elevadas taxas de juros.

A partir da década de 2010, a dimensão financeira no Brasil pode ser confirmada com o espaço que ocupa o crédito consignado na sustentação do consumo do brasileiro, ou seja, é a acumulação financeira que comanda a acumulação produtiva. Porém, o problema está que esse consumo não é eficiente como um investimento para revigorar a economia e nem sustentável a longo prazo (PAULANI, 2010).

Em uma abordagem cepalina³, que identifica o desenvolvimento como uma consequência da especialização produtiva em atividades com retorno crescente de escala que aceleram o ritmo de acumulação, a financeirização da economia está associada ao processo de desindustrialização. Nesse contexto, o Brasil possui chances de desenvolvimento reduzidas e dependente de variações e instabilidades internacionais e de agentes que priorizam o retorno de curto prazo em detrimento de investimentos em infraestrutura, por exemplo. Sendo assim, nessa abordagem a financeirização é vista como um entrave para o crescimento da economia porque inibi os investimentos em produção ou de elevados retornos de escala.

1.3 Aspectos da financeirização do Brasil

No Brasil, o desenvolvimento econômico está muito relacionado com a participação do Estado. De acordo com Bruno e Caffé (2017), é possível falar em seis períodos em que se observou mudanças na relação Estado-Economia. O primeiro se trata do período de 1930-1954, no qual, em um regime político em grande parte do período autoritário, observa-se a promoção do nacional desenvolvimentismo, no qual o papel do Estado era criar as bases para que a acumulação capitalista industrial pudesse se reproduzir (Oliveira, 1977 apud Caffé, 2017), com o objetivo de tornar o polo urbano industrial o eixo dinâmico da economia.

Durante o segundo período, de 1955-1963 a relação Estado-Economia muda à medida que o capital público e privado nacional e estrangeiro se integram através de

³Teoria que explica o subdesenvolvimento das economias latino-americanas devido à ausência de uma indústria dinâmica difusora do progresso técnico. Este, somado a divisão do trabalho internacional levaria a deterioração dos termos de troca que afetaria negativamente os países latino-americanos exportadores de produtos primários, visto que estes exportariam seus ganhos para os países industrializados.

um planejamento de prioridades de investimento. Observa-se então o desenvolvimento ligado ao capital estrangeiro, onde o Estado atua desde banqueiro do capital privado até proprietário de empresas públicas. Enquanto o mundo consolidava o modo de produção fordista, o Estado brasileiro se capacitava para permitir a entrada do capital estrangeiro sob forma de empréstimos e investimentos diretos, coordenando pelo Plano de Metas e financiando os gastos públicos e privado através da expansão dos meios de pagamentos e do crédito, via expansão de empréstimos do BNDE e captação do exterior (CAFFE, 2017).

O terceiro, que abrange os anos de 1964-1989, incluindo o Milagre Econômico e o II PND, é caracterizado como a segunda fase do desenvolvimentismo com uma associação ainda maior com o capital estrangeiro, que em contrapartida fez aumentar nossa dependência externa. É nesse período nesse período, fruto das reformas monetária e financeira concluídas com o PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo), que se estabelece as condições estruturais e macroeconômicas para a financeirização com a definição das estruturas institucionais básicas para o funcionamento do mercado bancário financeiro (CAFFE, 2017).

Ao longo dos anos 1980, em que o país enfrentava sua pior crise inflacionária, foi possível o estabelecimento de um processo de financeirização baseado nos ganhos inflacionários com um ambiente institucional propício. O Estado agiu aqui como o um fomentador da acumulação financeira ao passo que ao mesmo tempo que “proporcionava relativa proteção aos agentes econômicos contra a inflação crescente, contribuía para reproduzi-la por meio da institucionalização da moeda indexada” (BRUNO, 2009, p.16) com uma moeda que servia como unidade de conta e meio de pagamento e outra que funcionava como reserva de valor e enriquecimento privado a partir de ativos de baixo risco, mas alta liquidez e rentabilidade. Nesse período, quanto maiores às taxas de inflação, maior era a participação das instituições financeiras no PIB.

A partir do Plano Real, quando a taxa de inflação volta a patamares baixos, em um contexto de liberalização financeira e estabilização monetária – resultado, segundo Paulani (2011), do aumento das divisas para os cofres brasileiros depois da internacionalização do mercado brasileiro de títulos de dívida pública e liberalização do fluxo internacional de capitais –, a financeirização por ganhos inflacionários perde espaço para os ganhos com a renda de juros. Nesse cenário, a acumulação rentista encontra base nos derivativos e títulos de renda fixa ligadas ao endividamento público e passa a comandar as finanças públicas, a política monetária e fiscal, sendo a Selic,

como trata Miguel Bruno (2009), um instrumento de política monetária restritiva inerente a financeirização.

Dentre 1991 e 2008, a dívida pública interna se tornou o eixo da acumulação rentista patrimonial e a financeirização pela renda de juros se firma. A manutenção dos juros elevados e a adoção da lógica de superávits primários, durante os anos 2000, reforçam a posição brasileira frente ao capitalismo financeirizado e evidenciam o papel do Estado na lógica rentista com a adoção de uma posição neoliberal vista como a única saída para resolução de problemas da dívida externa e inflação. Esse período foi caracterizado pela adoção de medidas como valorização da moeda brasileira, aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, abertura da economia (que teve como consequência a quebra de várias empresas), privatização de setores estratégicos da economia e elevação da taxa de juros (PAULANI, 2011 apud BRITO, 2021).

Segundo Miguel Bruno (2009), o sistema brasileiro pode ser caracterizado como *Finance-Dominated Accumulation Regime* (STOCKHAMMER, 2007 apud BRUNO, 2009), compreendendo que a revalorização do capital se dá na circulação monetária e financeira, e não pela alocação diretamente produtiva. Entretanto, em determinadas condições estruturais para o autor é possível observar no Brasil o “Finance-Led Growth Regime”, em que o efeito riqueza e o efeito acelerador do investimento comandam a conexão entre produção e demanda agregada na dinâmica *stop and go* dos anos 1990 até 2003. Em 2004, o país alcançou altas taxas de investimento que refletiam no crescimento econômico apresentado até 2008, quando foi interrompido pela crise americana, o que acabou por refletir uma das consequências de uma economia submetida à financeirização: problema de previsibilidade e vulnerabilidade em relação a crises e cenários internacionais (BRUNO, 2009).

Miguel Bruno (2009) faz uma análise da evolução da relação entre taxa de lucro e acumulação de capital fixo para examinar o processo de financeirização, no qual é possível constatar que é ao longo da década de 1980 que passa a ser observada as implicações do “Milagre Econômico” e do período de substituição de importação no país, a partir da observação da estagnação e desconexão entre taxa de lucro e de acumulação do capital fixo. Apenas em 2004, essas variáveis voltam a apresentar trajetórias de mesmo sentido, com um crescimento muito maior na taxa de acumulação de capital fixo para que fosse possível acompanhar a taxa de lucro que apresentou movimentos de crescimento quase ininterruptos desde 1995.

Em uma análise da evolução histórica da parcela do lucro não investida, Bruno (2009) identifica que a taxa de financeirização evolui conforme cresce a parcela do lucro não reinvestida produtivamente, confirmando sua hipótese de que o Brasil vive em um regime de *finance-led growth*. A constatação de que o país apresenta um padrão *financed-led growth* pelo autor é ainda reforçada pelo fato de a norma financeira comandar as decisões de alocação de capital e expectativas de investimento, assim como pela magnitude das taxas de crescimento econômico e sua sustentabilidade continuarem dependentes da dinâmica da rentabilidade financeira real que a alocação financeira oferece em comparação com a alocação produtiva (BRUNO, 2011 apud BRITO, 2021).

A partir de dados do Plano Contábil das Instituições Financeiras (COSIF), do Banco Central, Bruno (2009) aponta que a receita operacional do sistema bancário de 1995-2006 se dá pela rentabilidade e liquidez dos ativos de renda fixa e derivativos. Com a entrada do Partido dos Trabalhadores no governo, inicia-se o quinto período da relação Estado-Economia, entre 2004 e 2014 (BRUNO; CAFFE, 2017). Neste período, Lula e Dilma tentam conciliar dois interesses contraditórios, a acumulação rentista financeira e o setor exportador de commodities e políticas sociais redistributivas e de inclusão social via consumo. Nesse sentido, se anteriormente a financeirização era pautada apenas no endividamento público interno, ela passa a se colocar também sobre o endividamento privado, tendo, os agentes financeiros, como ativos as dívidas das famílias e das empresas não financeiras, por meio da expansão de suas operações de crédito (BRUNO; CAFFE, 2017 apud BRITO, 2021).

Como último período tratado pelos autores estão os anos de 2015 a 2017, nos quais o controle do Estado se coloca nas mãos dos representantes do mercado bancário financeiro, que atuam diretamente sobre a definição e gestão de orçamento público e condução da política econômica a partir do controle do Ministério da Fazenda e do Banco Central, a partir da adoção de uma política monetária restritiva e uma política fiscal voltada para a geração de caixa. Esse movimento evidencia ainda um processo de financeirização com a estratégia de redução da oferta pública de serviços em prol da criação e ampliação dos nichos de mercado de interesse do setor bancário financeiro privado, com medidas que contraem a demanda interna e consequentemente as receitas fiscais (BRUNO; CAFFE, 2017).

CAPÍTULO 2: ESPECIFICIDADES DO PROCESSO E CARACTERIZAÇÃO DOS AGENTES DA FINANCEIRIZAÇÃO DO BRASIL

Este capítulo tem como objetivo localizar o tempo e espaço que contribuiu para a emergência para a emergência de novos agentes econômicos durante o processo de financeirização da economia, além de evidenciar os principais impactos causados por esses novos agentes a partir do momento que são colocados em posição de evidência na dinâmica da economia.

O primeiro item tratará sobre a contextualização e principais características desses agentes a nível mundial, enquanto o segundo tem foco nos agentes e instrumentos da financeirização com foco no Brasil.

2.1 Novos agentes da financeirização

A liberalização das transações da economia após o fim do sistema de Bretton Woods, somado ao fim das taxas de câmbio fixas, contribuíram para a formação de mercados integrados de moedas e capitais. Esse ambiente fez emergir novos atores financeiros no sistema econômico mundial. Entre eles, destacam-se os fundos de investimento, fundos de hedge ou instituições bancárias, que conforme evoluíram não mantiveram sua influência apenas na esfera financeira; estenderam também para a esfera real, à medida que transformaram a gestão de empresas e influenciaram as decisões de investimentos e políticas econômicas. Para Plihon (2004), trata-se de um novo capitalismo baseado na governança corporativa, na transparência, na democracia e no poder dos investidores institucionais

Como analisado no capítulo 1, item 1.2, a emergência desses agentes se deve ao ambiente favorável que se criou durante o século XX. Segundo Marques e Nakatani (2010), em 1950, nos Estados Unidos, e 1960, na Europa, tem-se início a acumulação financeira, definida pelos autores como o momento em que se observa a centralização dos lucros não reinvestidos em instituições e das poupanças das famílias com o objetivo de valorizá-las sob forma de aplicação em ativos financeiros, contando ainda com legislações que incentivassem famílias a aplicarem parte de suas rendas em seguros de vida viabilizando o surgimento de agentes da financeirização.

No entanto, a caracterização de um grande ganho para a financeirização mundial ocorre a partir de 1974, quando os Estados Unidos passam a suprimir as regulamentações e taxas que isolavam seu sistema financeiro e impediam a arbitragem bancárias entre os mercados interno e externo. Em 1976, os países menos

desenvolvidos são envolvidos no processo de financeirização com o fenômeno que ficou conhecido como Reciclagem dos Petrodólares (a elevação do preço do petróleo gerou um montante capaz de se transformar em empréstimos de bancos internacionais) marca o período em que Marques (2009) localiza a origem da dívida externa do países do terceiro mundo, a qual sofreu um aumento em 1979 quando os Estados Unidos aumentaram sua taxa básica de juros, referência para as demais, e os países que não tinham condições de cumprir com os serviços das dívidas buscaram novos empréstimos junto ao FMI.

Após a Segunda Guerra Mundial, já se observava a formação de um mercado de obrigações liberalizado por meio da prática de “Securitização da Dívida Pública”. Em um contexto em que o crescimento da inflação se deslocou do crescimento da economia resultando em déficits orçamentários, países centrais como Estados Unidos e Reino Unido começaram a lançar títulos públicos para o financiamento de déficits orçamentários através da alocação de bônus do Tesouro e compromissos da dívida no mercado financeiro (MARQUES; NAKATANI, 2009).

Esse processo, somado a elevação das taxas de juros, a liberação dos movimentos dos capitais e a desregulamentação financeira beneficiaram novos agentes do mercado financeiro na busca pela valorização do dinheiro por meio de aplicação como capital de empréstimo, os quais caminharam em conjunto com o aumento da liquidez dos ativos e o deslocamento da esfera financeira em relação a economia real (MARQUES, 2009).

O primeiro a ser tratado neste capítulo será os Fundos de Pensão. Utilizando-se de uma definição de Sauviat (2011), os fundos de pensão são compreendidos como caixas de aposentadoria separadas das contas do empregador, em que reservas formadas por contribuições de origem patronal ou salarial são acumuladas e valorizadas no mercado financeiro para cumprir com as aposentadorias dos assalariados. Destacam-se como características dessas instituições: liquidez, tolerância ao risco e um horizonte temporal de antecipação dos rendimentos.

Esses agentes foram criados a partir do regime de previdência por capitalização nos Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Austrália, Holanda e Suíça (SAUVIAT, 2011). Nos EUA, o desenvolvimento desse agente data entre o fim da Segunda Guerra Mundial e o início dos anos 1970 apoiado em incentivos fiscais, mas também por pressões de sindicatos para implantar no setor privado regimes de benefícios definidos para melhorar o nível das pensões dos assalariados.

Para Sauviat (2011), o poder financeiro desses agentes se torna evidente a partir da década de 1980, em que um cenário de elevação da taxa de juros, um regime de baixa inflação e desenvolvimento das bolsas de ação fez com que as aplicações financeiras se multiplicassem, primeiro em títulos da dívida pública e depois em ações de empresas.

Há ainda, durante a década de 1980, o surgimento de um novo agente no mercado financeiro, os fundos mútuos. Este, segundo Sauviat (2011), são fruto de um movimento de reestruturação das empresas norte americanas que substituíram os regimes de benefícios definidos pela especulação com excedente dos empregadores, tornando possível obter mais liquidez para fusões e aquisições. Além disso, o surgimento destes fundos era também um meio para as empresas se esquivarem de responsabilidades e da Lei Erisa/1974 (Employment Retirement Income Security Act) que obrigavam os fundos de pensão a formarem provisões para os compromissos de aposentadorias, por meio da consolidação de seus montantes. Sendo assim, inicia-se um período em que os regimes de benefícios definidos foram substituídos por planos de contribuições definidas, onde o assalariado contribui e assume o risco financeiro.

Em um período de elevação da taxa de juros de curto prazo, planos de previdência de contribuições definidas e individuais foi possível observar o sucesso das sociedades de investimento de capital variável, tornando a gestão coletiva de poupança um hábito de famílias e assalariados norte-americanos. Durante a década de 1980, observa-se ainda mais o poder dos fundos de pensão e mutual funds no mercado financeiro, nos Estados Unidos, por exemplo, em uma comparação entre os anos de 1965 e 1985, observou-se uma transformação na participação dos investidores institucionais na posse de ações, que passou de 14% para 45%, enquanto a de acionistas individuais passou de 84% para 49% (SAUVIAT, 2011; p.122).

Em um contexto de valorização de mercado acionário, esses agentes adotaram uma postura cada vez menos avessa ao risco e aumentaram seus ativos em ações, do setor privado e público, se tornando os principais agentes do mercado acionário e responsáveis pelos movimentos diários dos preços das ações, sendo reconhecidos por isso como contribuintes para a instabilidade financeira (SAUVIAT, 2011). Essa interpretação se valida quando na década de 1990, ao mesmo tempo que fundos de pensão e mutual funds aumentavam suas aplicações em mercados de países emergentes, realizavam retiradas que provocaram um colapso no mercado de ações

e de câmbio, gerando uma sucessão de crises financeiras na América Latina e na Ásia.

Além disso, para Sauviat (2011), esses agentes contribuíram para a manutenção da bolha crônica que estourou em 2000, à medida que a institucionalização da poupança levou a uma acumulação financeira, a qual levou ao crescimento da demanda de aplicação em ativos financeiros, resultando em uma alta do preço dos ativos e sua volatilidade.

2.2 Agentes e instrumentos da financeirização no Brasil

No Brasil, a consolidação do regime monetários financeiro dual e inflacionista, a partir das décadas de 1980 e 1990, criou um ambiente específico e confortável para a sobreposição das finanças, à medida que protegiam os agentes contra a inflação crescente e ao mesmo tempo a reproduzia por meio da institucionalização da moeda indexada. Para Araújo (2012), a moeda indexada foi fator decisivo para a expansão do setor financeiro e acumulação bancária. A dualidade gerada pela coexistência de duas moedas, uma que funcionava como unidade de conta e meio de pagamento e outra que era usada como reserva de valor e meio de valorização privada com base em ativos líquidos, rentáveis e de baixo risco com base na dívida pública, permitiu o início do processo de financeirização do Brasil por meio da inflação (BRUNO, 2009).

Após as Reformas Neoliberais realizadas pelo governo a partir do final da década de 1980, mas principalmente do início dos anos 1990, traduzidas principalmente em privatizações. Além da reforma administrativa, a abertura comercial e financeira com início durante o Plano Real teve influência na consolidação de um contexto com instituições favoráveis ao mercado financeiro brasileiro, nacional e internacional, ao promover maior integração com a economia global.

Entretanto, o fim do processo inflacionário não foi uma trava para a acumulação financeira brasileira, apenas uma alteração dos mecanismos de acumulação. A partir da estabilização alcançada após o Plano Real, aliada a liberalização financeira e de mercados globais, a financeirização alcança maiores patamares por meio de derivativos e títulos de renda ligados ao endividamento público sob altas taxas de juros (BRUNO, 2011).

2.2.1 Fundos de Pensão e Bancos

No Brasil, até o ano de 1977, os fundos previdenciários privados não tinham uma normatização, regulação ou fiscalização específica. Sendo assim, as decisões

de investimento sobre cada fundo eram resultado de um acordo entre as próprias empresas de um lado, principalmente as mais relevantes e de destaque para a economia nacional, e representantes dos trabalhadores do outro. Em 1977, é aprovada a lei 6.435, que enquadra os fundos de pensão como entidades previdenciárias de caráter privado e complementar ao Instituto Nacional de Previdência Social, com o objetivo de instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas sendo custeado pela contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos. Essa regulamentação pôde ser interpretada como fruto dos interesses do governo militar em estimular o mercado nacional, sobretudo a bolsa de valores, além de atender as necessidades fiscais do governo de diminuir gastos com aposentadoria dos funcionários públicos (JARDIM, 2009).

No final da década de 1970, iniciou-se a institucionalização dos fundos de pensão, com estruturação das entidades fechadas e abertas de previdência privada e diretrizes sobre os investimentos das carteiras desses agentes, movimento que ia de encontro com a Promulgação da Constituição Cidadã em 1988, que enquadra a seguridade social como direito, somada a eleições de presidentes alinhados com o neoliberalismo, adotando uma política de redução dos gastos públicos para atrair capitais privados estrangeiro e nacional (ALVES, 2022).

No Brasil, as grandes empresas estatais foram protagonistas no processo de constituição dos fundos de pensão. Em uma visão ortodoxa, o fato poderia levar a um afastamento desses agentes do capitalismo, como sugere Roberto Grun (2003), mas na verdade eles são hoje entidades essenciais para o capitalismo nacional.

Apesar de terem nascido a partir de empresas estatais, os fundos de pensão ganharam destaque durante o Programa Nacional de Desestatização, tornando-se agentes prioritários da viabilização das operações de privatização. No entanto, o sistema dos fundos de pensão só ganhou evidência quando passaram a ser compreendidos como política pública de Estado, em 2001, quando foram editadas as Leis Complementares 108/01 e 109/01, que estabeleceram um novo arcabouço legal capaz de incentivar a expansão da previdência complementar.

Para Silva (2020), os fundos de pensão são agentes importantes no capitalismo contemporâneo, pois além de concentrarem grande parte da poupança de trabalhadores, participam ativamente na mundialização financeira. Contudo, diferentemente do restante do mundo, na América Latina, a forte influência estatal alterou a trajetória dos fundos de pensão como investidores locais e participantes chave de uma ampla teia de investimentos.

No Brasil, a expansão dos fundos é uma forma de substituir o baixo índice de poupança nacional, visto que apresentam um passivo de longo prazo e por isso conseguem garantir liquidez e uma certa estabilidade em relação aos investimentos individuais. Esta visão é diferente para o papel dos fundos no exterior, principalmente em países desenvolvidos, que se tornam importantes agentes do mercado de capitais devido a capacidade de estabilizarem operações da bolsa de valores, financiarem e fortalecerem a indústria nacional, além de disseminarem um desenvolvimento sustentável a partir de práticas de governança corporativa (VACCARO, 2009)

Os fundos de pensão ganharam espaço ao serem percebidos como capazes de angariar uma estrutura interna de financiamento de longo prazo destinado a investimentos produtivos, devido a serem os maiores acumuladores de liquidez, sendo potencial financiados de infraestrutura e fortalecedor dos grandes grupos nacionais (FRACALANZA; SANTANA, 2019). Entretanto, ressalta-se que, apesar de atuarem como investidores de empresas, sejam elas privadas ou públicas, os fundos de pensão não devem ser diretamente ligados ao crescimento econômico nacional.

Estes agentes, enquanto acumuladores de poupança, procuram na verdade rentabilidade, e por isso, não direcionam capital apenas para investimentos produtivos, sendo necessário condições macroeconômicas para que isso aconteça. No caso brasileiro em específico, dado o alto nível da taxa de juros praticada em comparação ao retorno do investimento produtivo, é possível notar uma concentração das aplicações dos fundos em títulos governamentais, os quais conseguem balancear retornos e riscos, assim eles passam a ser maiores beneficiários da dívida pública, na qual os tributos são convertidos em juros remuneratórios (VACCARO, 2009).

No Brasil, três fundações representam 40% de todo o sistema de previdência privada: Previ (fundo do Banco do Brasil), Petros (Petrobras) e Funcef (Caixa), que juntas somaram aproximadamente R\$400 bilhões em investimentos em 2023. Estes são os maiores detentores de liquidez no Brasil.

Como grandes captadores de recursos, os fundos de pensão possuem relevância no cenário econômico, podendo influenciar tanto a esfera financeira, ao impactarem as expectativas do mercado com movimentação na bolsa, ou a esfera real, quando o financiamento de investimentos passa a compor sua carteira. Utilizando-se do Consolidado Estatístico divulgado pela ABRAPP, Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, é possível observar a maior parte dos recursos alocados em Títulos Públicos da Dívida.

Tabela 1 – Carteira consolidada por tipo de aplicação, 2016 – out.23.

Discriminação	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%	2020	%	2021	%	2022	%	out/23	%
Renda Fixa	546.624	72,4%	592.605	73,6%	635.029	73,4%	692.048	72,9%	733.960	72,6%	783.131	75,7%	859.584	78,2%	910.643	79,8%
Títulos públicos	131.273	17,4%	142.564	17,7%	155.420	18,0%	157.503	16,6%	155.595	15,4%	173.537	16,8%	212.221	19,3%	220.302	19,3%
Créditos Privados e Depósitos	23.843	3,2%	21.341	2,7%	17.897	2,1%	19.063	2,0%	18.982	1,9%	16.531	1,6%	13.675	1,2%	11.811	1,0%
Fundos de investimentos - RF ¹	391.508	51,8%	428.700	53,3%	461.712	53,4%	515.482	54,3%	559.383	55,3%	593.063	57,3%	633.688	57,6%	678.530	59,4%
Renda Variável	137.014	18,1%	142.703	17,7%	159.742	18,5%	186.531	19,6%	206.259	20,4%	163.260	15,8%	150.773	13,7%	131.259	11,5%
Ações	71.536	9,5%	66.706	8,3%	62.999	7,3%	74.668	7,9%	75.478	7,5%	87.319	8,5%	86.000	7,8%	79.604	7,0%
Fundos de investimentos - RV ²	65.478	8,7%	75.997	9,4%	96.743	11,2%	111.862	11,8%	130.781	12,9%	75.941	7,3%	64.772	5,9%	51.655	4,5%
Investimentos Estruturados	16.574	2,2%	13.116	1,6%	12.613	1,5%	12.756	1,3%	12.282	1,2%	14.910	1,4%	14.423	1,3%	16.176	1,4%
Investimento no Exterior	ND		ND		ND		ND		ND		16.402	1,6%	8.308	0,8%	9.272	0,8%
Imóveis	32.485	4,3%	31.740	3,9%	32.100	3,7%	32.061	3,4%	31.525	3,1%	31.558	3,1%	32.001	2,9%	35.705	3,1%
Operações com participantes	19.969	2,6%	20.105	2,5%	21.019	2,4%	21.220	2,2%	21.175	2,1%	21.707	2,1%	22.519	2,0%	23.983	2,1%
Empréstimo a Participantes	18.546	2,5%	18.746	2,3%	19.632	2,3%	19.882	2,1%	19.855	2,0%	20.285	2,0%	20.951	1,9%	22.277	2,0%
Financiamento imobiliário	1.424	0,2%	1.360	0,2%	1.387	0,2%	1.338	0,1%	1.320	0,1%	1.421	0,1%	1.568	0,1%	1.706	0,1%
Outros ³	2.429	0,3%	4.535	0,6%	4.688	0,5%	5.336	0,6%	6.161	0,6%	3.464	0,3%	12.052	1,1%	14.793	1,3%
Total	755.096	100,0%	804.803	100,0%	865.191	100,0%	949.953	100,0%	1.011.362	100,0%	1.034.431	100,0%	1.099.659	100,0%	1.141.830	100,0%

Notas: ¹ Inclui Renda Fixa, Fundo de índice de referência Renda Fixa (ETF), Multimercado e FIDC; ² Inclui Ações, Fundo de índice referenciado em ações (ETF) e Fama (Fundo de Investimento ações em mercado de acesso); ³ Outros, Empréstimos de cotas de fundos, Derivativos, Depósitos Judiciais/Recursais, Recursos a receber- Precatórios e Outros realizáveis.

Fonte: ABRAPP (2023)

Ao observar a composição de carteira desses agentes, é possível notar que a maior parte dos recursos estão alocados em renda fixa, parte em títulos da dívida pública e parte em fundos de investimento. Tal composição permite se beneficiarem de juros elevados, sobretudo quando fazem essa alocação em títulos da dívida pública obtendo uma remuneração segura e elevada.

Como apontado previamente, é impossível tratar da financeirização brasileira sem discutir o papel dos bancos comerciais nesse processo. Ao longo dos anos 1980, ao serem responsáveis pela gestão e emissão de uma moeda financeira indexada, apesar de ser lastreada pelos títulos públicos, os bancos já se apresentam como um dos agentes primários do processo de financeirização. A partir de uma análise econométrica, Miguel Bruno (2009) observa a evolução conjunta da taxa de inflação e da participação do setor bancário-financeiro no PIB, sendo que a partir de 1970, *“quanto maiores as taxas de inflação, maior a participação do sistema financeiro no valor adicionado total da economia”* (BRUNO, 2009, p.16).

Durante o regime monetário inflacionista, a política monetária contribuía para a reprodução dos fluxos de capitais por meio da criação de ativos que substituíssem a moeda em termos de liquidez, como aplicações de curto prazo em títulos federais com juros monitorados e sinalizados pelo Banco Central do Brasil, os overnights. Estes ativos faziam parte da estratégia de rentabilização dos bancos por meio da revenda desses títulos ao público e ainda tinham custos e riscos minimizados pelos próprio BCB (CARVALHO, 2003).

Apesar de alguns bancos terem sido levados a falência após o fim dos rendimentos pela inflação, o governo de novo apareceu em 1995 para garantir os

interesses do sistema financeiro por meio da injeção de liquidez na economia, promoção de privatizações, fusões e aquisições de bancos nacionais por grandes bancos nacionais ou até mesmo estrangeiros. A partir disso, é possível caracterizar a financeirização brasileira como um processo particular por taxa de juros muito elevadas ao padrão internacional, reproduzida por ativos de renda fixa e derivativos relacionados com o endividamento público (BRUNO, 2011).

2.2.2 Taxa de Juros e Dívida Pública

A submissão da política econômica brasileira às exigências dos credores foi a forma com que o país encontrou para acabar com a crise da dívida-alta inflação, que para atendê-los adotou a securitização da dívida, combinada com a abertura do mercado brasileiro de títulos privados e públicos e abertura financeira com retirada dos controles sobre o fluxo internacional de capitais (PAULANI, 2012).

Em 1995, a estabilização do processo inflacionário após o Plano Real, somada a outras medidas tomadas pelo Estado, como isenções tributárias, concessão de ganhos financeiros aos não residentes, garantias aos direitos dos credores do estado, reforma da previdência com corte de gastos públicos e abertura desse mercado ao capital privado, caracterizam, segundo Paulani (2012), o momento em que o Brasil adotou uma postura ativa em relação a financeirização, com o Estado contribuindo ainda com uma política monetária de juros elevadíssimos e um rígido controle fiscal. Esse ambiente de liberalização mais intensa e mercados globais acarretaram mudanças na estrutura até então observada do sistema bancário brasileiro, que apesar de manter os ganhos conectados com o endividamento público, a relação desses ganhos com a inflação é substituída por ganhos com taxas de juros reais elevadas para os padrões internacionais através de derivativos e títulos de renda fixa.

No período que sucede a implantação do Real, como forma de se prevenir uma nova inflação por demanda depois de uma valorização do real e estabilização dos preços, observa-se a combinação da âncora cambial, somada a de juros e a fiscal. Esse movimento causou, como esperado, o aumento das importações nacionais e acabou por reforçar uma necessidade de atração de capitais externos para suprir a poupança brasileira, sendo isso feito por meio de privatizações e manutenção de uma elevada taxa de juros (MODENESI, 2012). Além disso, crises externas acabaram por causar ataques especulativos na moeda brasileira, o que fez com que fosse necessário utilizar das reservas para sustentar a âncora cambial até 1998.

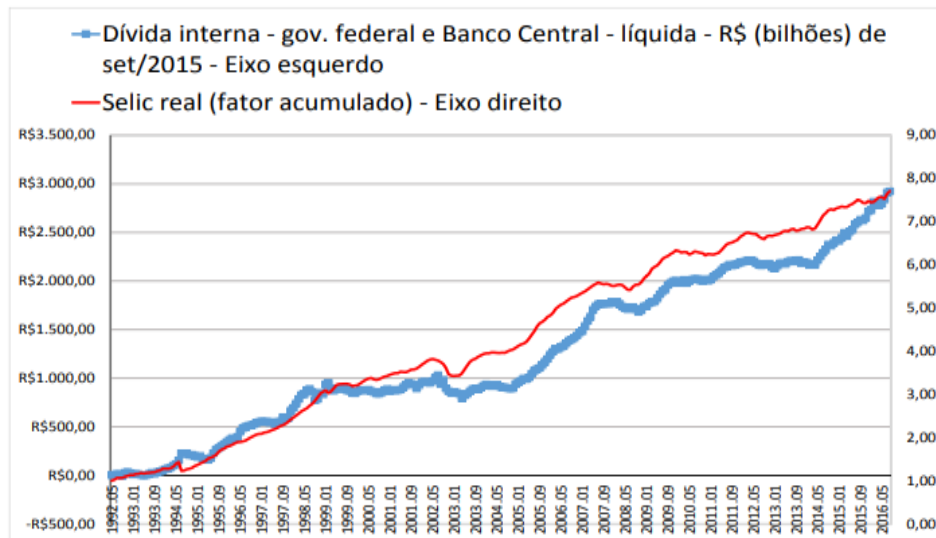
Em 1999, a crescente dificuldade de manter a âncora cambial e a necessidade da poupança externa fez com que o governo adotasse o câmbio flutuante, alinhado com superávits primários e metas de inflação, dando forma ao chamado “Tripé macroeconômico” (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005). Esse comportamento já demonstra uma forte característica do país em sua inserção no circuito financeiro globalizado, em um plano que subordina a política monetária ao controle das reservas internacionais.

Dessa forma, pode-se dizer que a adoção de elevadas taxas de juros pelo país se deu em resposta a uma necessidade de rápido acúmulo de reservas e para estabilizar o processo inflacionário pela contenção da demanda que se traduziu na adoção de políticas econômicas voltadas para o curto prazo e autonomia reduzida (BRUNO, 2011). Forma-se, assim, um cenário em que a formatação das políticas econômicas se volta para uma macroestrutura institucional, que apoia o comportamento dos rentistas e valorização de capitais.

Contudo, os juros altos aumentam o serviço da dívida e, conseqüentemente, o superávit fiscal demandado para estabilizá-la. Na visão de Bresser-Pereira (2007), diferente do esperado (que o desajuste fiscal acabasse por fazer com que os credores pedissem juros cada vez maiores para financiar o governo fazendo com que o ajuste fiscal levasse naturalmente a uma queda dos juros), no Brasil os juros elevados não se devem a uma relação dívida/PIB elevada, mas é na verdade uma consequência dos juros que o Estado paga em comparação ao PIB, os quais são muito elevados, ou seja, a causalidade é invertida, sendo então os juros altos que determinam o desajuste fiscal (BRESSER-PEREIRA, 2007).

Um estudo econométrico realizado por Bruno (2017) evidencia essa relação anteriormente observado por Bresser-Pereira. Durante o período de 1992 a 2016, é possível observar, por meio do gráfico 1, uma tendência comum de evolução entre a taxa Selic real capitalizada e a evolução do estoque da dívida pública interna do Estado, o que expressa, segundo Bruno, o vínculo estrutural e de equilíbrio de longo prazo entre as variáveis consideradas. Nesse estudo, o teste de causalidade realizados pelo autor expõe uma relação de causalidade em que os aumentos das taxas de juros Selic provocam o crescimento da dívida pública interna.

Gráfico 1: Renda de juros reais capitalizados e estoque de dívida pública interna (1992 – 2016)

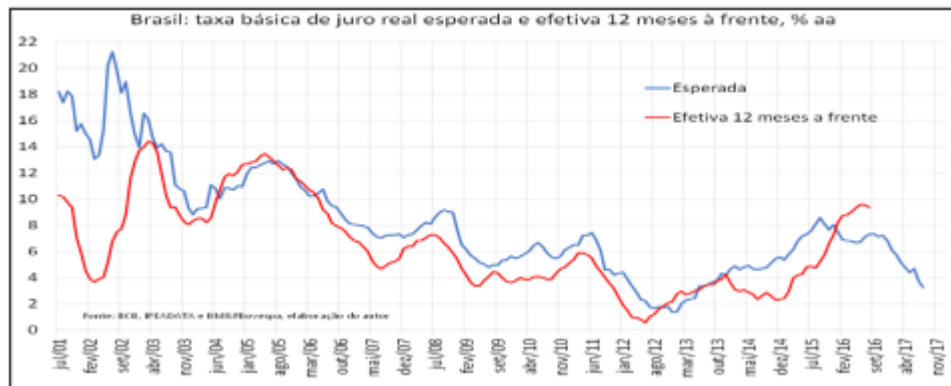


Fonte: Banco Central do Brasil apud. Bruno (2017)

Assim, de acordo com Bruno (2017), no padrão de financeirização brasileiro “o endividamento público é a variável endógena, pois as autoridades monetárias têm controle sobre as taxas básicas de juros, variável exógena, representada pela Selic, mas não dispõem de controle direto sobre a circulação financeira dos títulos da dívida que estão em poder do mercado bancário-financeiro” (p.1043).

Bresser-Pereira, de Paula e Miguel Bruno (2020) identificam ainda dois canais pelos próprios agentes da esfera financeira podem acabar por afetar a taxa de juros no Brasil. Um deles se relaciona com o Relatório Focus do BCB, no qual o mercado ao enviar suas expectativas no que diz respeito a inflação e a taxa de juros pressionam o Banco Central a acatá-las. Entretanto, essas expectativas podem não refletir a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços, mas sim de próprios analistas do mercado financeiro (OREIOS, PASSOS, 2015, apud BELUZZO, 2020).

Gráfico 2: Expectativas da taxa Selic (Focus) e SELIC efetiva



Fonte: Barbosa (2017), a partir de dados do BCB, IPEADATA e BM&Bovespa.

O outro canal é referente a relação entre mercado financeiro e o Tesouro Nacional. O processo de negociação dos títulos públicos tornar-se-ia refém do mercado para fazer a emissão e rolagem da dívida pública, principalmente em momentos de instabilidade econômica. Com uma dívida pública elevada e uma estrutura pouco saudável, o mercado consegue colocar pressão no Tesouro para vender os títulos em condições que lhe são favoráveis. Bresser-Pereira, de Paula e Bruno (2020) apresentam a conclusão ao observarem que, no período de 2004 a 2014, predominam os títulos públicos prefixado e nos momentos de maior estresse aumenta a emissão de títulos indexados à Selic. Por sua vez, no período de crescimento inflacionário, se observou o aumento da emissão de títulos indexados ao IPCA, mostrando que os detentores da dívida pública – fundos de investimento, instituições financeiras e fundos de previdência, conseguem pressionar o Tesouro Nacional (BELUZZO, 2020).

Tabela 1: Dívida pública federal por indexador (% do total)

	Câmbio	TR	IGP	IPCA	Selic	Prefixado
--	--------	----	-----	------	-------	-----------

2002	22,4	2,1	11	1,6	60,8	2,2
2003	10,8	1,8	11,2	2,4	61,4	12,5
2004	5,2	2,7	11,8	3,1	57,1	20,1
2005	2,7	2,1	8,2	7,4	51,8	27,9
2006	1,3	2,2	7,2	15,3	37,8	36,1
2007	1	2,1	6,5	19,8	33,4	37,3
2008	1,1	1,6	5,7	23,6	35,8	32,2
2009	0,7	1,2	5	23,6	35,8	33,7
2010	0,6	0,8	4,8	23,3	32,5	37,9
2011	0,6	0,8	4,2	25,4	30,8	38,3
2012	0,6	0,6	4,1	31,4	22,2	41,2
2013	0,6	0,5	4,1	32	19,5	43,3
2014	0,6	0,5	4	32,7	19,2	43,1
2015	0,7	0,4	3,7	30,6	23,6	41
2016	0,5	0,4	3,7	29,4	29,1	36,9
2017	0,4	0,3	2,9	27,6	32,4	36,3
2018	0,5	0,2	2,9	26,4	36,4	33,5

Fonte: Banco Central do Brasil (2018)

A partir disso, Barbosa (2006) desenvolveu a ideia de contaminação da política monetária pela dívida pública, visto que títulos públicos indexados pela taxa do Banco Central se tornam substitutos de reservas bancárias e vice-versa. Esse efeito contágio acabar por gerar um viés de alta na taxa de juros impactando os custos financeiros de emissão e rolagem da dívida (BRUNO et al., 2020).

3 CAPÍTULO 3: IMPACTO DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO NO CRESCIMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DO BRASIL

O objetivo deste capítulo é mostrar como as políticas econômicas passaram a ser submetidas ao mercado financeiro, mesmo quando medidas heterodoxas são trazidas aos planos como no caso daquelas adotadas durante os governos Lula, as quais uniram ao fortalecimento da financeirização, o crescimento econômico. Entretanto, também se fez necessário discutir a estabilidade e força que tem um crescimento econômico baseado no mercado financeiro. Por isso, ao fim deste capítulo serão trazidos dados que relacionem o crescimento, buscando observar se, e como, a alocação do dinheiro no mercado financeiro pode impactar qualidade de vida e o crescimento e desenvolvimento socioeconômico do Brasil.

3.1 Políticas Econômicas submetidas ao mercado financeiro e os Governos Lula (2003-2010)

Adotou-se neste trabalho o conceito de financeirização como uma norma sistêmica de riqueza que produz uma dinâmica estrutural articulada de acordo com os princípios da lógica financeira (BRAGA, 1985). Sendo assim, é possível considerar, como afirma Becker (2010), que a autonomia dos Estados nacionais é reduzida durante esse processo, seja para formular estratégias de longo prazo consistentes, simultaneamente, com as condições de produção e os interesses dos setores não-financeiros.

Dessa forma, o Brasil, desde seu processo de financeirização, apresenta essa mesma característica, de políticas formadas não mais tendo como objetivo único o crescimento econômico de longo prazo, mas também submetidas à lógica do capital financeiro.

Como já adiantado no capítulo 2 deste trabalho, uma política monetária que mantém uma taxa de juros elevada favorece a acumulação financeira e atende aos interesses da classe rentista-financeira. Observa-se que, nesse movimento, o próprio Banco Central apresenta vantagens, por favorecer sua reputação de conservador e focado unicamente no controle da inflação e estabilidade financeira.

Para Keynes (1936: 1996), a taxa de juros é um fenômeno predominantemente convencional, ao invés de essencialmente psicológico, uma vez que é determinada pelo valor que se espera que ela tenha no futuro. Portanto, uma política monetária vinculada a lógica do capital financeiro deve dar sinais claros aos agentes, os quais

precisam considerá-la razoável e compatível com o interesse público, promovida por uma autoridade que não corre risco de ser suplantada.

A permanência de taxas de juros reais elevadas, por longo período, contribuiu para a convenção de que a combinação de altos juros e o câmbio valorizado fosse a situação caracterizada como segura em um contexto de existência e manutenção de overnights - modalidade de aplicações de curto prazo com rendimento de juros diários que como uma alternativa frente a desvalorização acelerada da moeda - os quais favoreceram fortemente para o processo de financeirização.

Ao longo dos dois primeiros mandatos do governo Lula da Silva (2003-2010), é possível perceber a coalizão de dois grupos que divergiam das vantagens extraídas da financeirização no Brasil. Um deles se trata dos rentistas, que unifica os detentores do capital financeiro e a classe média, e o outro, formado por empresários industriais, compõe o grupo dos produtivistas, cujo objetivo principal era acelerar o crescimento por meio da reindustrialização, em parte induzida pelo Estado e com alguma distribuição de renda (BRESSER-PEREIRA; PAULA; BRUNO, 2020).

Apesar da conturbada eleição do governo Lula da Silva em 2002, a parcela dos agentes econômicos que tinham receio do seu governo, assim como aqueles que ansiavam por ele, observaram a manutenção das políticas macroeconômicas neoliberais que tiveram início no governo de Fernando Henrique Cardoso, pautadas no tripé de uma política monetária determinada pela meta de inflação, câmbio flutuante e uma política fiscal baseada na busca do superávit primário (MORAIS; SAAD-FILHO, 2011).

Não é de se espantar que esse posicionamento do governo abrisse espaço para críticas. Se, de um lado, ele ganhou a linha ortodoxa e conteve o ânimo do mercado financeiro que recebeu com insegurança o início do governo, de outro a continuidade dessas políticas macroeconômicas causou estranheza para a linha heterodoxa. Paulani (2003), por exemplo, aponta a sobrevalorização da moeda como uma das consequências de uma política monetária que tem como objetivo a meta de inflação e como instrumento a regulagem da taxa de juros devido, a entrada de capitais de curto prazo, impactando também a conta corrente do Balanço de Pagamentos. Entretanto, a política monetária brasileira do período compreendia que a alta dos preços era fruto de uma inflação por demanda, causando a queda permanente do investimento, sem considerar choques externos, problemas na oferta ou o alto custo fiscal causado pelas próprias taxas de juros elevadas.

Todavia, se o primeiro governo Lula surpreendeu por ter mantido políticas macroeconômicas neoliberais, no segundo governo há uma maior adoção de políticas monetárias, cambiais e fiscais agora subordinadas a um projeto nacional para o Estado brasileiro, visando buscar estabilidade monetária em conjunto com o desenvolvimento e maior equidade social. A partir de 2006, observa-se resultados macroeconômicos positivos em termos de crescimento do PIB, que permaneceu em patamares superiores a 4% até 2009, com fortalecimento de grandes empresas nacionais, estatais e privadas, e melhoria na distribuição de renda e redução da pobreza, que em números divulgados pela FGV (2018), teve seu menor patamar alcançado em 2014 – com uma taxa de pobreza de 8,4%, desde a queda que teve início em 2003 quando essa taxa era de 28,2% (GOMES; DA CRUZ, 2019). Para Morais e Saad-Filho (2011), a adoção de propostas novo-desenvolvimentistas são as responsáveis por esse período de inflexão na economia brasileira.

O novo desenvolvimentismo pode ser entendido por meio de quatro teses: não há mercado forte, sem um Estado forte; não há um crescimento sustentado sem o fortalecimento do Estado e do Mercado sem implementação de políticas; estas políticas precisam compatibilizar crescimento e equidade social; não é possível reduzir desigualdade sem um crescimento elevado e continuado (MORAIS; SAAD-FILHO, 2011). Nessa perspectiva, não é possível alcançar o desenvolvimento buscando apenas a estabilidade monetária, sendo necessário buscar um ambiente propício ao investimento privado a partir da redução das incertezas e estabilidade da demanda.

Durante esse período foram adotadas medidas temporárias de estímulo fiscal e monetário, aumento das transferências de renda, com a adoção do Bolsa Família, e elevação do salário-mínimo e aumento do investimento público articulado com o investimento de empresas estatais e privadas nos setores, principalmente, de energia e infraestrutura, fruto do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), por meio de concessões e expansão do crédito para investimento (MORAIS; SAAD-FILHO, 2011).

Em um contexto favorável de um ambiente internacional de liquidez e expansão da demanda interna e externa até 2008, os resultados dessa política evidenciaram seu sucesso. A receita tributária e o PIB evoluíram, sendo que a primeira passou de uma representação de 34,9% para 35,8% do PIB após mudanças na base de arrecadação, principalmente para pessoas jurídicas, e aumento de alíquotas e o segundo indicador apresentou crescimento médio de 4,1% do período entre 2003 e 2008, e conseqüentemente a dívida pública se reduziu em proporções do PIB, saindo de 57,2% para 36% no mesmo período (IBGE 2018, apud GOMES 2019).

Os resultados positivos nesse período permitiram que o Brasil tivesse um impacto doméstico menor como efeito do choque contracionista da época, que só começou a apresentar desaceleração no crescimento no último trimestre de 2008, quando o PIB saiu de um crescimento de 1,1% para uma queda de 2,9%. Durante esse período, a inflação no mercado brasileiro, observada devido a subida, principalmente, dos preços internacionais das commodities e o choque de oferta de alimentos, foi respondida com medidas para recuperação da liquidez da economia, garantia da confiança no setor bancário, contenção da crise cambial e estímulos fiscais, podendo citar as desonerações tributárias, ampliação do crédito e a redução do compulsório e crescimento real do salário-mínimo.

Entretanto, a implementação destas políticas anticíclicas não excluía as políticas macroeconômicas liberais adotadas no primeiro momento. Na política fiscal, manteve-se a meta de resultado primário, mas com ajustes em seu conceito, passando a ser entendida como resultado primário em despesas correntes, excluindo os investimentos públicos e as contas de algumas grandes empresas estatais, disponibilizando maiores recursos para investimentos no setor público.

O conjunto de políticas heterodoxas resultou na elevação dos ativos brasileiros no exterior, principalmente de investimentos diretos e créditos comerciais - mostrando que o Brasil passou a financiar parte de suas exportações -, na estabilidade do passivo externo líquido total como porcentagem do PIB, no crescimento das reservas internacionais, no aumento do passivo estrangeiro em portfólio, na posição credora externa que depende da capacidade do sistema financeiro em manter elevada a oferta de crédito em reais e na redução da pobreza absoluta, dado o aumento da oferta de crédito interno por bancos privados e estatais.

Porém, continuam os problemas frutos de políticas neoliberais: sobrevalorização do real que acaba por reduzir a competitividade internacional (déficit em transações correntes); pressão fiscal devido ao alto custo de uma política de meta inflacionária, simultânea com uma conta de capitais aberta. Essa pressão influencia a decisão entre sustentar ao mesmo tempo a crescente reservas de divisas, as políticas monetárias e cambiais, e os programas de investimento público e transferência de rendas.

Nesse sentido, é possível observar que, em paralelo as medidas que concederam crédito à população, junto a um cenário internacional que contribui para o crescimento do PIB com o impacto no preço das commodities e exportações, o governo Lula também atuou de modo a fortalecer o mercado financeiro.

No Brasil, como o mercado de capitais é pouco desenvolvido, a financeirização se expressa também na indexação dos títulos de dívida pública e no próprio endividamento interno do setor público, em um contexto de juros altos e distribuição de riqueza que beneficia os detentores da dívida (BRUNO, 2011). Por isso, considera-se que a gestão da dívida pública é um dos fatores a serem evidenciados e que demonstram ao mesmo tempo a relevância e o impacto da esfera financeira na economia real, devido aos efeitos nas políticas econômicas, fiscais e sociais do país.

O governo Lula não corroborava de forma explícita com a lógica ortodoxa de que políticas de estímulos à demanda agregada são causadoras de instabilidade econômica e que o orçamento público deveria permanecer em um equilíbrio estático. No entanto, observando suas políticas e planos propostos, é evidente que, em um contexto de liquidez internacional, diferencial de juros reais, avanço da liberalização financeira e predomínio das finanças, as políticas econômicas seguiram com uma inclinação pró-mercado, evidenciada com a continuação da austeridade fiscal, da abertura comercial, das altas taxas reais de juros e intensificação da liberalização financeira aos capitais de natureza especulativa.

Nesse contexto, a Dívida Pública Federal possui papel fundamental na política econômica, ao financiar o déficit público, propiciar instrumentos adequados à realização de políticas monetárias, criar um referencial de longo prazo para financiamento do setor privado ao servirem de referência para a precificação da dívida privada e propiciar a alocação de recursos entre gerações.

O desenvolvimento de um mercado de títulos públicos visa a obtenção de recursos não inflacionários para a cobertura dos déficits orçamentários da União, assim como para a realização de investimentos específicos não contemplados no orçamento, consolidação das operações de mercado aberto e o giro da Dívida Pública Mobiliária Interna da União.

Com relação a gestão dessa dívida, o governo Lula apresentou suas principais intenções ao elaborar o Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública, tendo como meta melhorar sua composição, além de manter uma gestão transparente, dando privilégios aos títulos pré-fixados e atrelados a índices de preços em detrimento dos títulos indexados ao câmbio e à Selic. Nesse cenário seria possível maior previsibilidade em relação aos custos de serviço da dívida e proteção contra aumentos inesperados nas taxas de juros, volatilidade nas taxas de câmbio, obtendo maior flexibilidade fiscal.

Com o objetivo de alterar a composição da dívida pública, constituída em 2002 por um estoque de títulos indexados à Selic e ao câmbio com um prazo de 12 meses, o governo passou a adotar medidas com o objetivo de aumentar a liquidez dos títulos, reduzir os custos de emissão, melhorar a composição da dívida e diversificar a base de investidores.

Títulos públicos passaram a ser emitidos em datas específicas, gerando estabilidade das emissões e resgates no longo prazo. Ainda, para que não houvesse uma concentração dos resgates destes títulos, o que poderia gerar maiores custos para a rolagem da dívida, o Tesouro Nacional adotou medidas de resgates antecipados e de trocas de títulos.

Em relação a tributação, esta passou a ser decrescente sobre as aplicações financeiras adotada em 2005, visando o fortalecimento do mercado de ações e estimulando a poupança em longo prazo essa tributação é relacionada ao prazo de permanência dos recursos investidos, incidindo sobre os rendimentos inerentes aos recursos aplicados nos fundos de investimento e aplicações de renda fixa (relacionados com os títulos da dívida).

O programa Tesouro Direto se tornou popular no governo Lula ao democratizar o acesso à títulos públicos. Em busca de uma maior diversificação da base de investidores, o Tesouro Nacional apostou em mercado específicos de títulos, se aproximando de entidades públicas e de privadas de previdências complementares, que demandam títulos mais longos e garantem a reposição da inflação acrescida de uma taxa de rentabilidade.

Dessa forma, conclui-se que, mesmo que a política econômica seja direcionada por um governo que adote políticas fiscais de incentivo a demanda agregada, o aspecto da financeirização da economia ainda se destaca. Sendo a política econômica regida pelo tripé macroeconômico, câmbio flutuante, meta de inflação e meta fiscal, a gestão da dívida pública se coloca em um patamar ainda mais elevado, de importância, mas também de complexidade.

A dívida pública, ao ser minimamente remunerada pela taxa de juros, ao mesmo que proporciona ganhos no mercado financeiro, atua de modo a controlar a inflação a partir do uso da taxa de juros para coordenar a demanda agregada da economia. Entretanto, uma elevação da taxa de juros para melhor remuneração desses títulos impacta a política fiscal que deverá gerar um superávit ainda maior para cumprir com o pagamento dos juros mais elevados, além do que uma maior taxa de juros pode aumentar a riqueza dos detentores de títulos impedindo um impacto maior

da política monetária sobre a inflação (ROCHA, 2017; ARESTIS 2009, apud BRITO, ARAÚJO, 2019).

3.2 Financeirização e seus impactos sobre os indicadores macroeconômicos do Brasil

Este item seguirá com observações dos indicadores macroeconômicos brasileiros de 2002 a 2022 em uma comparação e relação para uma tentativa de expressar o impacto da financeirização na esfera real da economia, ou seja, a influência da esfera financeira para o crescimento e desenvolvimento econômico.

O primeiro impacto a ser evidenciado, e que já foi citado anteriormente, é a influência da financeirização na gestão das empresas, em que a estratégia sai do campo do investimento para aumento da produção e passa a ter foco na distribuição dos lucros para os acionistas e redução do custo de agências. Para Dore (2008), o direito de propriedade que confere ao acionista o direito de poder por meio da governança é uma das formas de dominância das finanças sobre o setor produtivo. Nesse caso, os resultados de curto prazo são priorizados em detrimento dos de longo prazo, podendo-se observar por isso o aumento da posse de ativos financeiros e das atividades financeiras como fontes de geração de riqueza (MARTINS, 2022). Em contrapartida, ao mesmo tempo que a distribuição de dividendos aumenta como estratégia para manter o preço das ações, observa-se também a contração das empresas através da redução da força de trabalho e outros ativos fixos.

Os trabalhos que analisam empiricamente o impacto da financeirização no investimento produtivo das empresas apontam que as empresas consideradas não financeiras tem aumentado suas atividades financeiras, aderindo a uma governança corporativa que maximiza a riqueza do acionista, diminuindo a taxa de retenção do lucro e a disponibilidade de recursos para a compra de novas máquinas e equipamentos e investimento em P&D. Além disso, o capital de terceiros captado no mercado pela venda de ações não é utilizado para financiamento de investimento produtivo, mas sim para expansão das atividades financeiras e remuneração de capital próprio. Nesse sentido, observou-se uma redução do lucro operacional sobre o lucro total, acompanhado de um aumento no lucro financeiro e do endividamento das empresas, impactando negativamente o crescimento de longo prazo das empresas e da economia (ORHANGAZI, 2008, DEMIR, 2009, DAVIS, 2018).

A estratégia adotada pelas empresas, que evidencia a prioridade na valorização da riqueza de seus acionistas frente a expansão produtiva, afetou o

conceito de taxa de retorno e a estabilidade dos salários. A mudança pressionou a racionalização dos gastos públicos, fazendo com que a política monetária não tivesse mais como objetivo fim apenas a garantia de crescimento e controle da inflação, mas também o desenvolvimento do mercado financeiro, tornando o investimento produtivo mais cauteloso à medida que os gestores se comprometeram com uma contínua taxa de lucro (BOYER, 2000 apud MARTINS, 2022).

A comparação entre união da alta rentabilidade, elevada liquidez e baixo risco proporcionada pelo setor bancário-financeiro e o investimento produtivo promove o comportamento rentista e aumenta a influência desse setor na condução da política econômica em um cenário em que a economia se torna mais instável, a renda passa a ser transferida do setor real para o financeiro e a desigualdade aumenta (BRUNO; CAFFE, 2015).

Um estudo realizado por Miranda e Matos (2016) concluiu, por meio da análise qualitativa comparativa para identificar as combinações causais que provocam um baixo nível de investimento, (método utilizado para compreensão de causalidade complexas), que a presença de aplicações financeira elevadas em empresas não-financeira causou um baixo nível de investimento no ano analisado. O estudo foi realizado tendo como conjunto resultado o investimento baixo e como condições o lucro baixo, dívida baixa, juros altos, dividendos altos, receita financeira baixa e aplicação financeira baixa sendo empiricamente relevantes para explicar o baixo nível de investimento. Em seu resultado, a condição de elevadas aplicações financeiras poderia ter sido caracterizada como uma condição necessária, que tem que estar presente para que o resultado ocorra. Os autores não corroboram com o resultado, pois na prática o investimento produtivo pode ser baixo, mesmo que a empresa não apresente elevadas aplicações financeiras. Os autores chegaram em quatro configurações de combinação das condições consideradas, que explicam o baixo nível de investimento, tendo cerca de 76% das empresas que apresentam uma baixo nível de investimento apresentando alguma das combinações causais analisadas expostas na tabela 3: aplicação financeira alta, ausência de dividendos altos e ausência de baixo endividamento; aplicação financeira alta, receita financeira baixa e dívida alta; aplicação financeira alta, receita financeira baixa e lucro baixo; por fim, o último cenário se traduz na combinação de aplicação financeira alta, dividendos altos, juros altos, dívida baixa e receita financeira baixa.

Nesse sentido, a presença de aplicações financeiras elevadas é condizente com a tese defendida a respeito do desvio dos recursos de investimento produtivo para aplicações na esfera financeira.

Tabela 3: Combinações de condições causais que levam a um baixo nível de investimento.

Condições	Combinações causais suficientes para um baixo nível de investimento ¹			
	A	B	C	D
Lucro baixo			●	
Dívida baixa	○	○		●
Juros altos				●
Dividendos altos	○			●
Receita financeira baixa		●	●	○
Aplicação financeira alta	●	●	●	●
Cobertura bruta	0,6264	0,4513	0,3917	0,0355
Cobertura única	0,2272	0,0404	0,0468	0,0334
Consistência	0,8807	0,8552	0,8726	1,0000
Consistência global da solução	0,8867			
Cobertura global da solução	0,7600			

Fonte: elaboração própria utilizando o software fsQCA 2.5.

¹Solução Intermediária, com nível de corte da frequência = 2 casos, e nível de corte da consistência igual a 0,8571.

Legenda: ● presença da condição causal

○ ausência da condição causal

Células brancas: a condição pode estar presente ou ausente na configuração.

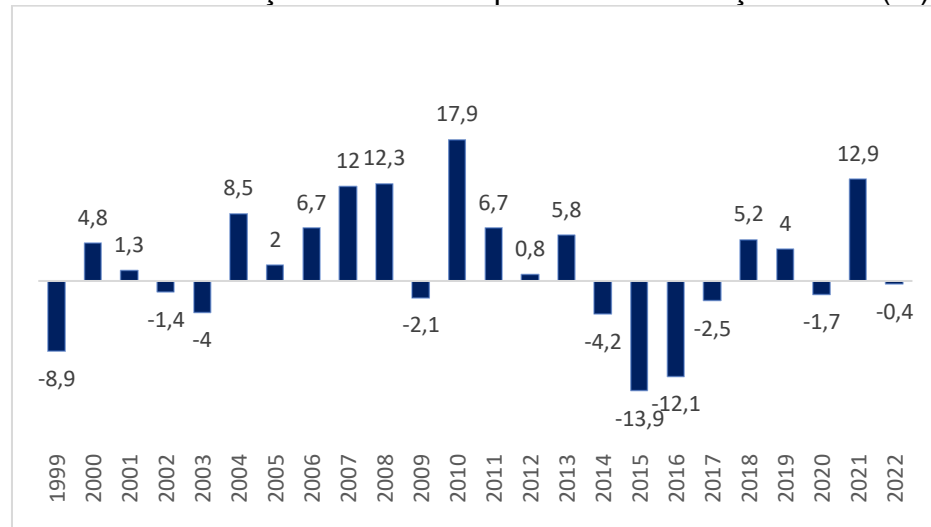
Fonte: Miranda, Matos (2016).

Atílio e Cavalcante (2019) também buscam entender o impacto da financeirização na economia real. A fim de verificar as consequências da distribuição e dividendos sobre o emprego, desenvolveram um modelo econométrico que confirmou o impacto negativo do aumento da distribuição de dividendos sobre o investimento produtivo e, conseqüentemente, sobre o nível de emprego. Entretanto, no estudo, a hipótese de obtenção de receita por meio da especulação nos mercados financeiros se enfraquece, à medida que se nota que as despesas financeiras são maiores que as despesas, sendo o setor produtivo o protagonista na geração de receitas e viabilidade econômica das empresas (ATTILIO, CAVALCANTE, 2019). No desenvolvimento do estudo, os autores observaram que a financeirização da amostra de empresas brasileiras selecionadas não tem indícios de busca por ativos financeiros de especulação para geração de receita, sendo que “os dados indicaram na verdade que as operações financeiras tiveram como objetivo incrementar o financiamento das atividades produtivas” (ATTILIO, CAVALCANTE, 2019, p.201). Os autores ainda destacam a particularidade da financeirização dessas firmas no ambiente institucional brasileiro, em que possuem parcelas de receitas operacionais mais significativas que receitas financeiras, sempre apresentando prejuízos financeiros no período observado.

Por fim, em uma pesquisa empírica realizado por Martins (2021) sobre os efeitos da financeirização sobre o investimento produtivo, a partir de evidências de empresas brasileira não financeiras no período de 2010 a 2016, chegou-se também à conclusão da relação negativa existente entre essas duas variáveis. Destacou-se que, quanto maior o lucro operacional do período anterior, maior o investimento em capital fixo do período atual, o qual também é afetado negativamente pelo próprio custo do capital de terceiros, taxa de endividamento e taxa de pagamento financeiro, tornando mais caro investir em imobilizado e sugerindo que os recursos captados não são para alocação em capacidade produtiva. Para Martins (2021), o efeito negativo da governança que prioriza a maximização da riqueza dos acionistas se evidencia na relação inversa entre o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio, o qual diminui a disponibilidade de recursos para o investimento produtivo, e acaba por determinar a preferência das empresas por retornos de curto prazo.

Estas conclusões podem ser trazidas a luz quando observamos alguns dos principais indicadores macroeconômicos brasileiros. A Formação Bruta de Capital Fixo é o principal indicador da magnitude do investimento produtivo no país. Como demonstrado no gráfico 3, a partir do fim do primeiro governo Lula e início do segundo mandato (2006 e 2007), é possível observar o crescimento do investimento produtivo no Brasil.

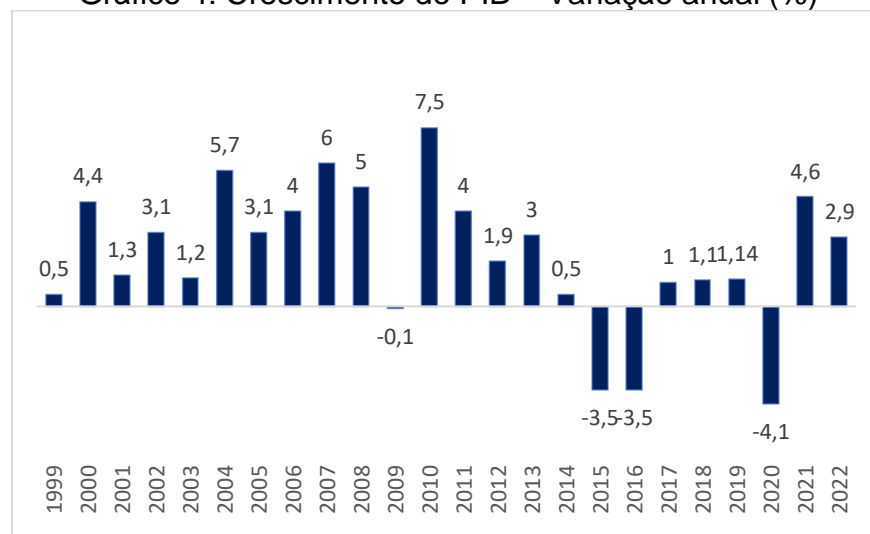
Gráfico 3: Formação Bruta de Capital Fixo – Variação anual (%)



Fonte: IBGE apud Gomes (2019).

Apesar deste trabalho não ter o objetivo de avaliar diretamente a relação entre os programas adotados durante o governo e o crescimento deste indicador, fica claro a evolução do período podendo-se usar de um arcabouço teórico para justificá-la quando se observa que ela vem em paralelo ao crescimento do PIB, como exposto no gráfico 4. Considerando que o investimento é um fator determinante para o aumento da demanda agregada da economia, em um cenário de expectativas positivas, assim como descrito na Teoria Geral de Keynes, o crescimento do PIB que observamos durante os anos de 2004 a 2010 podem refletir uma relação causal entre os dois indicadores.

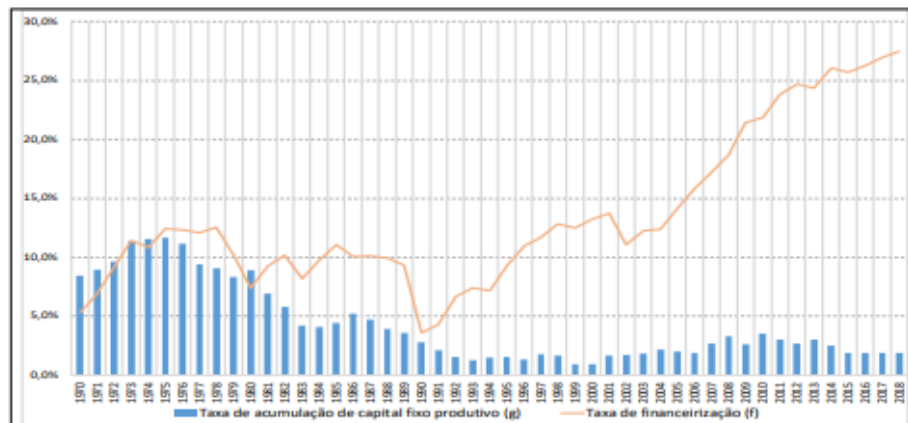
Gráfico 4: Crescimento do PIB – Variação anual (%)



Fonte: IBGE apud Gomes (2019).

Beluzzo (2020) mostra a evolução do processo de financeirização e o impacto deste no indicador da taxa de acumulação do capital, ao comparar este último com o índice de financeirização, calculado por meio da relação entre estoque total de ativos financeiros não monetários e estoque total de capital fixo da economia. No período de 1970/1980, o índice de 1,06 não era capaz de sustentar ainda um processo de financeirização. No entanto, no período seguinte, já apresenta uma evolução durante o regime de “financeirização por ganhos inflacionários” com uma média de 2,04 reais aplicados no mercado financeiro para cada real alocado em investimento produtivo. Porém, é no período de 1995 até 2018, durante a “financeirização pelos ganhos de juros” que se obtém o maior nível de financeirização, com média em 8,63. A partir do gráfico 5 é possível observar um aumento no deslocamento entre acumulação rentista – financeira e a taxa de acumulação de capital fixo produtivo, sendo razoável admitir um período de maior maturação do processo de financeirização brasileiro a partir de 2001.

Gráfico 5: A acumulação rentista – financeira versus a acumulação de capital fixo (1970 – 2018)



Fonte: Morandi (2015) e Banco Central do Brasil (apud BRUNO, 2019).

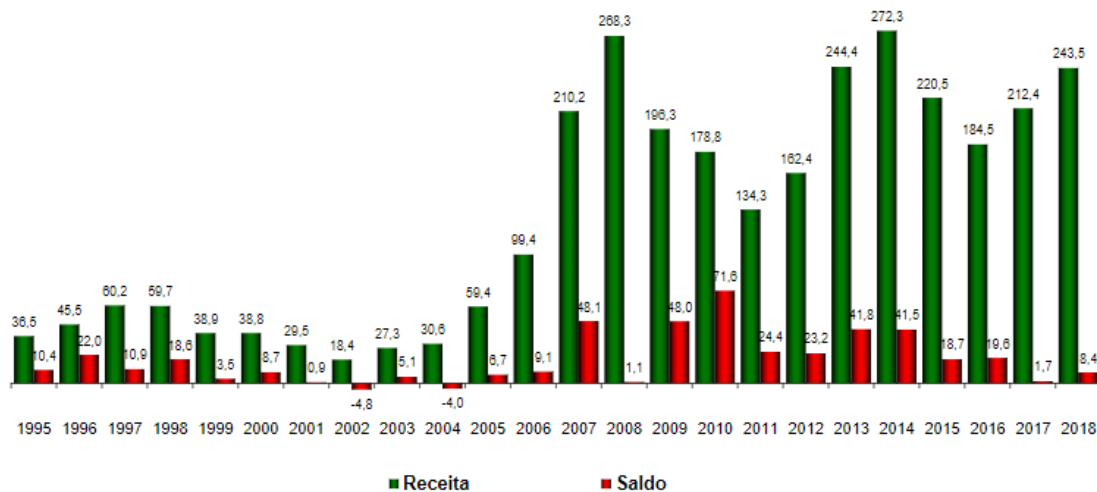
O período de 2004 a 2014 pode ser caracterizado como Regime Finance-led growth (BOYER, 2000) caracterizado pela expansão das operações de crédito ao consumo e investimento, apoiados pela Estado, que acabam por favorecer uma expansão dos níveis de atividade econômica – mesmo sob dominância financeira a economia apresenta taxas de crescimento (baixas ou moderadas).

Já o período de 2015 a 2017 retrata o chamado Regime Finance- blocked growth (BRUNO, 2008), marcado pela falta de estímulos externos ou internos para investimentos produtivos e do consumo, o que faz com que a tendência recessiva se prolongue por conta das várias alternativas de revalorização dos capitais em ativos

líquidos, prevalecendo ainda políticas recessivas de ajuste fiscal e queda nas exportações das commodities.

Apesar de não poderem ser considerados como sinônimos ou mesmo ser uma consequência evidente direta da financeirização, é possível perceber o aumento da participação dos derivativos e títulos da dívida pública no Balanço de Pagamentos do Brasil a partir da evolução do investimento em carteira. Utilizando de Kaltenbrunner e Paineira (2018, apud Belluzo 2020) isso pode ser explicado através do que os autores denominam como “integração financeira subordinada”. Trata-se de um processo que relaciona a financeirização interna com fluxos de capitais internacionais, sendo essa uma das características do processo de financeirização brasileiro. Investidores estrangeiros exploram o diferencial das taxas de juros, aproveitando das elevadas taxas brasileiras. Como apresenta o gráfico 6, a intensificação desse movimento pode ser percebida a partir de 2008, mas a continuação dela está presente até os dias atuais, evidenciando a entrada do capital estrangeiro também nas aplicações financeiras em detrimento do investimento produtivo.

Gráfico 6: Investimentos estrangeiros em carteira (US\$ Bilhões)



Fonte: BCB apud Gomes (2019).

Nesse ambiente de financeirização, o desenvolvimento socioeconômico, que tem no crescimento das capacidades de produção e de distribuição equitativa da renda sua condição necessária de realização, é comprometido. Reduzem, ainda, os efeitos positivos das políticas sociais distributivas implementadas pelo Estado (BRUNO, 2017).

4. CONCLUSÃO

Este trabalho buscou investigar e analisar os impactos da financeirização sobre a economia real brasileira, focando especialmente na forma como esse processo afeta os níveis de investimento produtivo no país.

A desregulamentação observada a partir do século XX contribuiu para a emergência dos novos agentes que estenderam sua influência para além da economia financeira a partir do momento que impactam decisões de investimento e políticas econômicas em um capitalismo. Na expressão microeconômica deste processo, observa-se a mudança de gestão das empresas, que passa a ser baseada na governança corporativa, na transparência, na democracia e no poder dos investidores institucionais, contribuindo para a manutenção do nível de investimento inferior ao necessário para melhorar condições de vida da população, onde a queda do faturamento é compensada com os lucros não operacionais advindos de alocações financeiras. O quadro obtido é, então, de uma economia brasileira na qual a esfera financeira não apenas cresce em tamanho e influência, mas também impõe limites ao próprio desenvolvimento econômico sustentável.

Com tudo que foi apresentado no capítulo 2, fica notável a diferença do processo de financeirização da economia brasileira quando comparada com as economias centrais. Enquanto a ascensão do mercado financeiro em países da Europa e Estados Unidos se deu por meio do ganho de valor de empresas dentro da Bolsa de Valores, em um mercado em que o centro era o crédito, no Brasil esse processo teve como base o que hoje podemos considerar como uma trava para o próprio crescimento: endividamento público sob elevadas taxas de juros.

As análises feitas podem confirmar a tese de que a financeirização da economia brasileira tem um impacto substancial no desenvolvimento econômico, principalmente pelo seu efeito sobre a formação bruta de capital fixo. Como abordado no capítulo 3, a partir da observação de gráficos e estudos trazidos no item 3.2, é possível uma comparação entre os períodos de maior incentivo ao desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro e a queda na taxa de investimento produtivo, bem como o deslocamento entre o resultado destas duas fontes de deslocamento. A preferência crescente pela alocação de capital no setor financeiro, em detrimento do setor produtivo, revela uma reorientação de recursos que poderiam ser destinados à produção de bens e serviços, infraestrutura e inovação tecnológica impactando positivamente no desenvolvimento econômico a partir da geração de emprego e renda para a alocação em aplicações financeiras e distribuição de dividendos aos acionistas.

Apesar de o movimento contribuir para empresas mais valiosas no mercado, quando este conceito é utilizado em termos de volume e preço de ações de empresas no mercado financeiro, esse fenômeno, na verdade, contribui para uma economia marcada por baixas taxas de crescimento econômico, aumento das desigualdades e vulnerabilidade externa, à medida que o real valor, em termos de realização do trabalho não são realocados em investimentos para aumento do ciclo de produção através de máquinas e emprego.

Fica evidente, a partir do segundo capítulo, que apesar da manifestação do processo de financeirização estar muito relacionado a desregulamentação e a liberdade das finanças e do mercado, no Brasil este processo está diretamente ligado a presença do Estado e da Dívida Pública, sendo necessário considerar as altas taxas de juros para compreender o impacto dessa esfera na economia real.

Sendo assim, a partir dos autores trazidos neste trabalho, concorda-se que essa realocação de recursos, em que o capital busca retornos mais rápidos e elevados na esfera financeira, se descoloca das necessidades de longo prazo necessárias para o desenvolvimento, assim como a influência dos mercados financeiros na definição de políticas econômicas favorecem a especulação em relação a produção. Soma-se a isso, o papel limitado de intervenção do Estado, em um ambiente em que as necessidades do setor financeiro precisam ser sempre atendidas para manutenção da estabilidade econômica, devido à pressão de um grupo que apresenta grande influência na formulação e gestão da política monetária e fiscal.

REFERÊNCIAS

- ATTILIO, L. A influência da financeirização sobre a taxa de juros real brasileira. **Revista da Economia Contemporânea**, 2020 p.1-29. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/198055272431>. Acesso em: 25 out. 2023.
- ATTÍLIO, L; CAVALCANTE, A. Empresas não financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value sobre o Emprego no Brasil. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v.37, n73, p.175-209, jun 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.22456/2176-5456.74059>. Acesso em: 25 out. 2023.
- BARBOSA, F. Financeirização da Dívida Pública: um exame sobre a reprodução do capital na contemporaneidade. **Revista Pesquisa e Debate**. v.33, n 2(58), 2020.
- BELLUZO, L; COUTINHO, L. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, nº11. P.137-150, dez. 1998.
- BRESSER-PEREIRA, L.C; BRUNO, M. PAULA, L. F. Financeirização e Política Monetária no Brasil. In: ALMADA, J; JABBOUR, E (org). **Repensar o Brasil**. Rio de Janeiro: AMFG, 2020.
- BRESSER-PEREIRA, L; DE PAULA, L; BRUNO, M. Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil. **Instituto de Economia, UFRJ**. Texto para Discussão nº 22. out. 2019.
- BRITO, M. **Dívida Pública: a base da financeirização no Brasil**. Porto Alegre, 2021. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2021.
- BRUNNO, M; CAFFE, R. Estado e Financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**. Campinas, v.26, p.1025 -1062, dez. 2017.
- BRUNO, M. et al. **Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas**. Texto para discussão. IPEA. Nº 1455. Brasília, DF, IPEA 2009.
- BRUNO, M. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. **ComCiência**, Campinas, nº128, mai.2011.
- BRUNO, M; CAFFÉ, R. Estado e Financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**. Campinas, v.26, Número Especial.
- CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã. 1996.
- CHESNAIS, F. Mundialização: o capital financeiro no comando. **Outubro Revista**, n.5, p.7-28, fev.2001.
- CHICOSKI, D. Aspectos da financeirização da economia brasileira. **Revista Pesquisa e Debate**, São Paulo, v.27, n.1, p.156-172, mar.2016.

CORREA, M. F; FEIJÓ, C; LEMOS, P. M. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, Unicamp. IE, v.26, Numero Especial, p.1127 – 1148, dez 2017.

FERRREIRA, A. Fundos de Investimento no Brasil: Institucionalidade e decisões de alocação de riqueza (2008 – 2014). In: Santos, C,H.(org). **Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro: um registro da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015**. IPEA, 2017. CAP 6, p.277 – 341.

GUTTMANN, R. Uma Introdução ao Capitalismo Dirigido pelas Finanças. **Novos Estudos**. CEBRAP, 2008. P. 11-33, nov.2008.

KEILA, I. Financeirização e Acumulação de Capital no Brasil: 1995 – 2007. Porto Alegre, 2010. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Faculdade de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2010.

LAPYDA, I. **A “financeirização” no capitalismo contemporâneo**: Uma discussão das teorias de François Chesnais e David Harvey. Dissertação (Pós-Graduação em Sociologia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo, 2011. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8132/tde-30092011-095732/publico/2011_IlanaLapyda.pdf. Acesso em: 24 mai. 2023.

MARQUES, R. O Capitalismo Contemporâneo e a Financeirização. *Jornal dos Economistas*, nº 339, nov. 2017.

MATOS, M.C et al. Efeitos da Financeirização sobre o investimento produtivo: evidências para as empresas brasileira não-financeiras de capital aberto (2010 a 2016). **Revista de Economia Contemporânea**, 2022, p.1-24. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/198055272604>. Acesso em: 10 fev. 2024.

MATOS, M.C; MIRANDA, P. B. Financeirização e investimento produtivo: uma análise das empresas não financeiras do Novo Mercado da Bovespa. **Revista Econômica**, vol. 18, n.2, dez.2016.

MATTOS, B. A Desregulamentação dos Mercados Financeiros e a Crise Global: Lições e Perspectivas. **Senatus**, Brasília, v.8, n.2, p.14-28, out.2010.

MORAES E SILVA, F. O processo de financeirização da economia brasileira no período de 1995 e 2014.

PAULANI, L. Brazil in the Crisis of the Finance-Led Regime of Accumulation. **Review of Radical Political Economics**. Connecticut, v.42, n.3, jun. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-40142009000200003>. Acesso em: 10 jun. 2023.

PAULANI, L. M. A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história. **Boletim de Economia e Política Internacional**, IPEA. nº 10, abr./jun.2012.

SAAD-FILHO, A; MORAIS, L. Da economia política à política econômica: o novo desenvolvimentismo e o governo Lula. **Revista de Economia Política**, vol. 31, nº4 (124), p.507 – 527 out/dez 2011.

