

Uma análise do processo de financeirização à luz da experiência brasileira no período 1990-2010

Júlia Leal¹
Mateus Coelho Ferreira²

Resumo: O presente artigo tem como objetivo fazer uma análise do processo de financeirização, em particular na sua forma subordinada, tendo como exemplo o caso brasileiro entre os anos de 1990 e 2010. Este período é significativo para compreender a financeirização da economia brasileira diante das diversas mudanças ocorridas na condução da política econômica e da introdução de reformas estruturais que tiveram como pontos de partida a renegociação da dívida externa no Plano Brady, o Plano Real de combate à inflação e, posteriormente, a implementação do tripé macroeconômico. Essas medidas fizeram o país entrar em um ambiente financeirizado, comprometendo o crescimento econômico e intensificando a vulnerabilidade da economia brasileira. Além disso, a autonomia de política econômica fica mais restritiva, visto que o Banco Central precisa manter juros elevados para atrair capitais externos e estabilizar a taxa de câmbio, mesmo com acúmulo relevante de reservas internacionais no período. Esse fato fica mais evidente na crise de 2008 dado que, apesar do governo ter realizado medidas contracíclicas no campo fiscal e de crédito direcionado, a política monetária foi mais restritiva para manter a taxa de câmbio diante de uma expressiva fuga de capitais.

Palavras-chave: Financeirização; financeirização subordinada; economia brasileira; autonomia de política econômica.

Abstract: This article aims to make an analysis of the financialization process, particularly in its subordinate form, taking as an example the Brazilian case between the years 1990 and 2010. This period is significant to understand the financialization of the Brazilian economy in the face of several changes occurred in the conduct of economic policy and the introduction of structural reforms that had as a starting point the renegotiation of the external debt in the Brady Plan, the Real Plan to fight inflation and, subsequently, the implementation of the macroeconomic tripod. These measures made the country enter a financialized environment, compromising economic growth and intensifying the vulnerability of the Brazilian economy. In addition, the autonomy of economic policy becomes more restrictive, since the Central Bank needs to maintain high interest rates in order to attract foreign capital and stabilize the exchange rate, even with the relevant accumulation of international reserves in the period. This fact is more evident in the 2008 crisis, given that, despite the fact that the government carried out countercyclical measures in the fiscal and targeted credit fields, monetary policy was more restrictive in order to maintain the exchange rate in the face of a significant capital flight.

Keywords: Financialization; subordinated financialization; Brazilian economy; economic policy autonomy.

¹ Doutoranda em Economia na UFRJ. Contato: juliaa.leal@hotmail.com

² Doutorando em Economia na UFRJ. Contato: mateuscf25@hotmail.com

1. Introdução

A difusão das políticas neoliberais e o avanço da globalização possibilitaram a soberania da lógica financeira na dinâmica econômica dos países, tanto desenvolvidos e em desenvolvimento, em face da evidência que os elevados retornos financeiros de curtíssimo prazo se tornaram cada vez mais atraentes em relação aos investimentos produtivos. O aumento da importância dos mercados financeiros despertou o debate sobre as consequências de sua ascensão, evidenciando como o conceito de financeirização passou a fazer parte da dinâmica das economias contemporâneas, que se abrange em três diferentes escolas do pensamento econômico. Sob o prisma pós-keynesiano, a financeirização representa um aumento dos investimentos especulativos em detrimento dos investimentos em capacidade produtiva, com impacto negativo sobre o crescimento econômico (PALLEY, 2007; STOCKHAMMER, 2010). Devido ao efeito multiplicador, o investimento produtivo é vital para uma economia alcançar taxas de crescimento elevadas e sustentáveis. Portanto, em um ambiente financeirizado, as decisões de portfólio dos agentes migram para o setor financeiro em busca de maior rentabilidade, comprometendo o a expansão da capacidade produtiva e do PIB. Assim, na visão pós-keynesiana, a financeirização representa um limitador ao crescimento econômico e as economias que são financeiramente integradas são mais vulneráveis a crises e bolhas especulativas (PALLEY, 2007).³

De todo modo, a financeirização modifica o comportamento dos agentes econômicos perante uma conjuntura econômica financeirizada. No caso das firmas não-financeiras, busca-se direcionar os seus investimentos para ativos mais líquidos que oferecem maiores retornos no curto prazo em relação aos ativos fixos com bens de capital, ou seja, ocorre uma realocação dos seus recursos para investir em ativos mais rentáveis e com retornos de curto prazo, diminuindo os investimentos em capacidade produtiva no longo prazo. Em relação ao comportamento do Estado, Karwowski (2019) aponta que a financeirização pode se manifestar através de uma reorientação das políticas públicas, isto é, o Estado passa a oferecer menos serviços públicos ou os oferece de forma precária, dando oportunidade para que o setor privado possa preencher essas lacunas. Além disso, implementa-se políticas econômicas restritivas, monetária e fiscal, para agradar as expectativas de mercado com vista a garantir a atração de capital externo. Por fim, as famílias são cada vez mais inseridas na dinâmica financeira por meio do endividamento para recorrer a serviços privados que antes eram oferecidos

³ Sob a ótica da escola Regulacionista Francesa, a financeirização é interpretada como um regime de acumulação guiado pelas finanças e que promove uma estrutura de governança produtiva voltada para a geração de valor ao acionista (*shareholder value*), com foco na distribuição de dividendos e aumento da taxa interna de retorno para cumprir as condições impostas pelos acionistas (AGLIETTA, 2000). Na teoria política marxista, a financeirização é analisada como um processo no qual o capital portador de juros aumenta significativamente sua participação nos circuitos de capital, acompanhado de mudanças econômicas e sociais, e esse processo está interligado ao regime de acumulação de uma nova fase do capitalismo, caracterizada pelo domínio dos mercados financeiros (FINE, 2014).

pelo governo, como saúde, educação e previdência (LAVINAS, 2018). Além disso, a desregulamentação dos mercados financeiros globais engendrou um aumento na geração de riqueza financeira sob a influência dos investidores internacionais e os países, especialmente os considerados em desenvolvimento, abriram suas economias para os fluxos de capital externo.

A financeirização se manifesta de maneira distinta entre os países devido à estrutura hierárquica do Sistema Monetário Internacional (SMI)⁴. Nos países desenvolvidos, este processo se desenvolve através de causas domésticas. Por outro lado, no caso dos países em desenvolvimento, como o Brasil, a financeirização está associada às circunstâncias internacionais e ocorre de forma subordinada em relação às decisões de política das economias desenvolvidas (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017; BORTZ e KALTENBRUNNER, 2017; LAPAVITSAS e SOYDAN, 2020). Outro componente que impacta a financeirização dos países em desenvolvimento é a hierarquia monetária, isto é, uma distribuição das moedas dos países de acordo com sua capacidade de exercer as funções básicas da moeda no plano internacional. As moedas dos países em desenvolvimento encontram-se nas posições inferiores da hierarquia, pois oferecem os menores prêmios de liquidez. Como são consideradas mais arriscadas e menos líquidas, precisam garantir rendimentos mais altos para atrair investidores internacionais. No topo da hierarquia está o dólar americano, ou seja, a moeda de maior liquidez e que possui elevado grau de conversibilidade. Com efeito, os agentes vão preferir liquidar seus contratos na moeda-chave, visto que ela é mais segura e plenamente conversível (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017; FRITZ et al, 2017).⁵

Isto posto, a inserção subordinada e a posição inferior na hierarquia das moedas impõem restrições ao espaço de política dos países em desenvolvimento. Suas decisões domésticas são moldadas para atender principalmente aos objetivos externos, como por exemplo, garantir um elevado diferencial de juros para atrair investimentos estrangeiros e compensar a baixa liquidez de suas moedas. Além disso, a entrada de capitais pró-cíclicos aprecia a taxa de câmbio e torna a economia mais vulnerável a choques externos. Isso acontece porque esses países estão mais sujeitos a sofrerem

⁴ Após o fim do sistema de Bretton Woods, o SMI passou a ser constituído por três elementos centrais: dólar americano como moeda-chave, câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. A paridade fixa foi substituída e os capitais puderam atuar em escala global. Os Estados Unidos, enquanto emissores da moeda-chave, buscavam garantir sua supremacia e promover o financiamento automático de seu déficit externo. Assim, a configuração mundial pós-Bretton Woods é caracterizada por um SMI assimétrico e que impõe aos países em desenvolvimento um papel subordinado em relação às decisões dos demais países centrais (PRATES, 2002).

⁵ No contexto histórico, esse fato se insere dentro do âmbito do Consenso de Washington e de instituições como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial que passaram a orientar os países em desenvolvimento a seguir uma agenda liberalizante com o objetivo de facilitar a entrada de investimentos externos. Dentre as suas recomendações de políticas econômicas, estavam a adoção de práticas de desregulamentação bancária, eliminação completa de controles de capitais, ampla agenda de privatizações de empresas estatais e programas de austeridade fiscal. Ademais, a liberalização financeira permitiu a entrada de volumosos fluxos de capital em busca de rendimentos de curto prazo, porém, os países em desenvolvimento ficaram mais vulneráveis a choques externos e volatilidade do câmbio, consequentemente, afetando sua autonomia de política econômica (FRITZ et al, 2017).

uma fuga enorme de capital, que desvaloriza fortemente o câmbio no curto prazo, diante de uma reversão do ciclo de liquidez global. Vale destacar que a maioria dos países em desenvolvimento possui uma elevada propensão a importar de bens intermediários, ou seja, existe uma tendência a terem um impacto maior dessa desvalorização sobre a inflação, efeito denominado *pass-trough*.

Ainda, esses países tendem a acumular volumosas reservas internacionais para se protegerem de possíveis ataques especulativos e choques externos. Esse mecanismo é normalmente chamado de ‘esterilização’ e ocorre quando o banco central precisa intervir para manter a sua autonomia de política monetária devido a um grande fluxo de entrada de capital. Logo, esse estoque de moeda estrangeira funciona como um sinalizador de liquidez no futuro para os investidores internacionais em momentos crise, pois mostra que o banco central poderá canalizar as reservas para o mercado e garantir a liquidez e a estabilidade da taxa de câmbio. As reservas, enquanto necessárias na estratégia de inserção internacional, representam na prática que um país com escassez de capital tem de manter reservas ‘ociosas’ como garantia para responder a ataques especulativos à sua moeda, porém, correndo um ‘custo de carregamento’, dado que as nações em desenvolvimento precisam manter um diferencial de juros positivo em relação ao piso internacional (determinado pela taxa do Federal Reserve dos Estados Unidos). Portanto, as decisões dos países desenvolvidos impactam significativamente na conjuntura doméstica das economias em desenvolvimento, independentemente do regime cambial adotado. Diante de uma conjuntura internacional caracterizada pela globalização financeira, o regime cambial flutuante não garante a autonomia de política, principalmente dos países em desenvolvimento, que enfrentam uma ‘dualidade impossível’ (FLASSBECK, 2001) ou um ‘dilema’ (REY, 2013), em oposição à trindade impossível (ou trilema macroeconômico).

A economia brasileira, na década de 1990 em diante, é um exemplo importante que demonstra como a financeirização é aprofundada com o processo de abertura comercial, da conta capital e financeira e da estratégia para negociar a dívida externa junto ao FMI e controlar a inflação. Entretanto, a preferência pelo crescimento através da dependência do financiamento pela poupança externa, deixou a economia brasileira mais vulnerável e dependente de altas taxas de juros para atrair investimentos internacionais. Nos anos 2000, do ponto de vista da financeirização na vida cotidiana, no caso do Brasil observa-se um vigoroso processo de inclusão financeira, com aumento da oferta de microcrédito, crédito consignado, crédito estudantil, entre outros. As famílias passaram a ter mais acesso a fontes financeiras para gastos com saúde, previdência e formação acadêmica. Entretanto, este esquema foi responsável pelo aumento do endividamento das famílias e o processo de financeirização continuou amparado pelas elevadas taxas de juros.⁶

⁶ Lavinias et al (2020) dividem a financeirização no Brasil em três fases. A primeira teve início nos anos 1980 e foi baseada nos ganhos relacionados aos mecanismos de correção monetária e indexação de preços e salários. Ou seja, a financeirização era baseada nos ganhos inflacionários e nas elites, dado que havia pouca inclusão financeira. A estabilização da inflação após o Plano Real, em um contexto de liberalização financeira, provocou um deslocamento da

O objetivo deste artigo é apresentar os aspectos da financeirização, em particular da sua característica subordinada, por meio de uma avaliação histórica da economia brasileira entre 1990 e 2010, de forma a demonstrar que o aumento do grau de integração financeira do Brasil no começo desse período reduziu em parte o espaço de autonomia de política econômica nos anos seguintes, no sentido de tornar a economia brasileira mais vulnerável a choques externos e dependente de elevadas taxas de juros para controlar a saída de capitais e a inflação. Para atender a estes objetivos, além desta introdução e das considerações finais, o artigo possui mais duas seções. A segunda seção apresenta a anatomia da financeirização no Brasil na década de 1990, com as medidas implementadas no Plano Real e a adoção do tripé macroeconômico. A terceira seção discute a financeirização no Brasil na década de 2000, com a maior inserção das famílias na dinâmica financeirizada, os efeitos da crise de 2008 e um breve comentário sobre como a crise da COVID-19 consolidou o mercado de ações como a principal remuneração do capital financeiro⁷. Por fim, a conclusão irá sintetizar as questões levantadas ao longo do artigo.

2. Financeirização no Brasil na década de 1990

2.1. Medidas adotadas no âmbito do Plano Real

Segundo a análise de Bruno et al (2011), antes da estabilização dos preços promovida pelo Plano Real, o Brasil possuía um ‘regime monetário-financeiro dual e inflacionista’, caracterizado por um processo de financeirização vinculado às altas taxas de inflação. A coexistência da moeda oficial e da moeda lastreada aos títulos públicos fornecia a dualidade do sistema. Após a estabilização da inflação, promovida pelo Plano Real, a financeirização se caracterizou por um ‘regime monetário-financeiro não inflacionista’, tendo as elevadas taxas de juros como principal eixo de remuneração do capital financeiro. Como mostra Bin (2016), o Plano Real implementou uma política monetária restritiva e o aumento das taxas de juros e da dívida pública no Brasil moldaram um panorama favorável para os investidores estrangeiros ao proporcionar retornos financeiros elevados. O Plano Real também buscou criar um cenário vantajoso para atrair investimentos internacionais, que seriam a força motriz utilizada pelo governo brasileiro para promover o crescimento de longo prazo. De fato,

acumulação via ganhos inflacionários para uma forma baseada em derivativos e títulos de renda fixa. Neste caso, as elevadas taxas reais de juros substituíram os ganhos inflacionários. Essa segunda fase também foi caracterizada pelo alto nível de inclusão financeira e bancarização. A terceira fase da financeirização no Brasil tem início após 2016 com a queda das taxas de juros, isto é, o mercado de capitais passa a ser a força motriz da financeirização. Essa tendência continua até os dias atuais, pois a crise da COVID-19 evidenciou que o mercado de ações vai se mantendo como o principal canal de lucratividade do capital financeiro.

⁷ Apesar do período analisado estar compreendido entre 1990 e 2010, o artigo irá fazer uma breve seção sobre uma possível nova fase da financeirização no Brasil pós-2016, no sentido de contextualizar com o período atual de crise da COVID-19.

dados do Banco Central do Brasil mostram que em 1995 o volume de entrada de Investimento Direto no País (IDP) era US\$ 5.475, passando para US\$ 31.372 em 1999. Os formuladores do plano acreditavam que os capitais na forma de IDP ajudariam a economia brasileira a se modernizar, permitindo o aumento da competitividade e da produtividade. Ademais, esses fluxos externos ajudariam a financiar déficits no balanço de pagamentos. Ou seja, a estratégia de crescimento era baseada na absorção da poupança externa diante da abertura da conta capital e financeira. Além disso, a liberalização permitiu que os ativos financeiros externos constituíssem uma nova forma de rendimento.

O processo de liberalização ocorrido no Brasil possibilitou um maior movimento de capitais através da redução das barreiras aos investimentos internacionais de portfólio e da permissão ao acesso dos agentes econômicos domésticos a modalidades de financiamento externo. Como observam Freitas e Prates (2001), o mercado secundário de ações atraiu parte significativa dos investimentos de portfólio, enquanto o mercado de crédito bancário recebeu títulos de renda fixa emitidos pelas instituições financeiras no exterior. Outras medidas foram adotadas no primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998) para dar continuidade ao processo de abertura financeira. Como observa Paulani (2013), foram concedidas isenções tributárias aos lucros financeiros de não residentes, aumento das garantias dos credores do governo e reforma no sistema previdenciário visando reduzir os gastos e facilitar a participação de capital privado.

Além disso, um amplo programa de privatizações foi adotado que incluiu grandes empresas estatais como a Vale do Rio do Doce, a Embraer, o sistema Telebrás, entre outros. Nesse sentido, em relação ao sistema bancário foi realizado uma liquidação dos bancos estatais como o Banespa e Banerj por meio de fusões e aquisições por capital privado através do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e também com um incentivo para entrada daqueles com participação majoritária de capital estrangeiro. Com o avanço da financeirização, as empresas do setor produtivo passaram a utilizar ativos financeiros para gerar mais riqueza, reduzindo a parcela destinada para investimentos futuros em capital fixo (BRUNO et al, 2011). A abertura financeira favoreceu a participação do capital estrangeiro na composição de investimentos e financiamento das empresas produtivas do Brasil. Bruno e Caffé (2015) apontam que a redução da alocação produtiva, observada na dinâmica econômica brasileira, reflete a preferência das empresas em adotar a estratégia de geração de valor ao acionista denominado *shareholder value*.

No campo externo, no início da década de 1990, o governo brasileiro buscou atrair capitais internacionais através da negociação da dívida externa e do controle da inflação. O Plano Brady foi uma alternativa encontrada pelos países em desenvolvimento para reestruturar suas dívidas externas. A adoção do Plano Brady exigiu que esses países abrissem suas economias para a entrada de fluxos de capital externo, permitindo descontos no pagamento da dívida externa e extensão de prazos.

Porém, na segunda metade da década de 1990, a economia brasileira tornou-se menos atrativa para os investimentos estrangeiros em razão dos ataques especulativos ocorridos no México (1994), Leste Asiático (1997) e na Rússia (1998), gerando uma fuga de capitais em outros mercados considerados emergentes devido ao efeito contágio. No Brasil, os efeitos foram sentidos no final de 1997, com a fuga de capitais e a redução no nível de reservas internacionais, que foram utilizadas para proteger o real dos ataques especulativos. As taxas de juros domésticas também se elevaram numa tentativa de conter as saídas de capital estrangeiro e a aplicação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) sobre as operações de câmbio reduziu a compra de ações brasileiras na Bovespa (FREITAS e PRATES, 2001).

Como observam Becker et al (2010), a crise cambial asiática ocorrida em 1997 aprofundou as vulnerabilidades externas enfrentadas pelo Brasil, culminando em uma crise financeira no ano seguinte e na desvalorização do Real. Os títulos públicos indexados ao dólar americano pressionaram as contas do governo, enquanto o setor privado não experimentou grandes perdas devido à desvalorização. Em relação aos impactos da crise na Rússia, Rocha (2002) afirma que o nível de reservas acumuladas pelo Brasil sofreu uma forte redução na tentativa de conter a desvalorização do real, além de um aumento das taxas de juros para tentar impedir uma fuga ainda maior de capitais estrangeiros. Ademais, o Brasil firmou um acordo com o FMI, que disponibilizou US\$ 41,5 bilhões para que o governo brasileiro pudesse resgatar a confiança internacional, com a contrapartida de políticas mais austeras. Nesse sentido, a liberalização da economia brasileira, juntamente com um programa de privatizações, ajuste fiscal e adoção de medidas para controlar a inflação, ajudaram a engendrar a acumulação financeira junto com as elevadas taxas de juros praticadas no período. No entanto, a entrada de recursos internacionais nos anos 1990 não promoveu as mudanças estruturais para que a economia brasileira pudesse crescer de forma sustentável.

As elevadas taxas de juros e o câmbio supervalorizado e volátil culminaram em um espaço reduzido de políticas macroeconômicas. Isso ficaria evidente com a crise da desvalorização em 1999, quando do rompimento da âncora cambial adotada durante Plano Real. Segundo Barbosa-Filho (2008), a crise cambial enfrentada pelo Brasil no início de 1999 provocou uma intensa desvalorização do real, que resultou no aumento da taxa básica de juros pelo BCB para evitar uma maior saída de capitais.

A estratégia de adotar uma âncora cambial para estabilizar preços é que quando a inflação é controlada, o diferencial da taxa de juros pode diminuir em razão da queda dos juros domésticos. Neste caso, é de se esperar que o custo da economia que adotou a âncora se aproxime do internacional (DE SOUZA, 1999). No caso do Brasil, a âncora cambial foi utilizada como estratégia para controlar a inflação crônica, mas as taxas de juros permaneceram elevadas mesmo depois da estabilização. O regime de câmbio fixo com âncora cambial permitiu o controle da inflação, no entanto, também

provocou, como seria inevitável, a deterioração do saldo em transações correntes devido à apreciação do câmbio. As taxas de juros domésticas permaneceram elevadas, principalmente para conter as saídas de capitais no âmbito dos ataques especulativos nos mercados emergentes. Desta forma, a estratégia de crescimento via poupança externa tornou a economia brasileira mais vulnerável e dependente de altas taxas de juros para atrair capitais externos. Os juros altos impactaram negativamente os investimentos produtivos e o crescimento econômico. A política econômica perdeu autonomia e o crescimento foi pífio durante o regime de câmbio fixo.

Em síntese, a estratégia adotada por FHC de crescimento via poupança externa deixou o Brasil vulnerável aos choques externos e os ataques especulativos ocorridos nos mercados emergentes evidenciaram a fragilidade financeira da economia brasileira que não conseguiu sustentar um crescimento robusto, a despeito da estabilização de preços. Ademais, a âncora cambial para controlar a inflação, que levou à apreciação da moeda brasileira, expôs a vulnerabilidade das contas externas que culminaram com o ataque especulativo em 1998 e o abandono do regime de câmbio fixo em janeiro de 1999. O aumento das taxas de juros, único instrumento de defesa do câmbio, foi, na verdade, um sinalizador para os investidores internacionais de que os custos da dívida pública interna iriam crescer e o Brasil poderia não honrar os pagamentos com juros.

2.2. Um novo arranjo macroeconômico: a política econômica do tripé

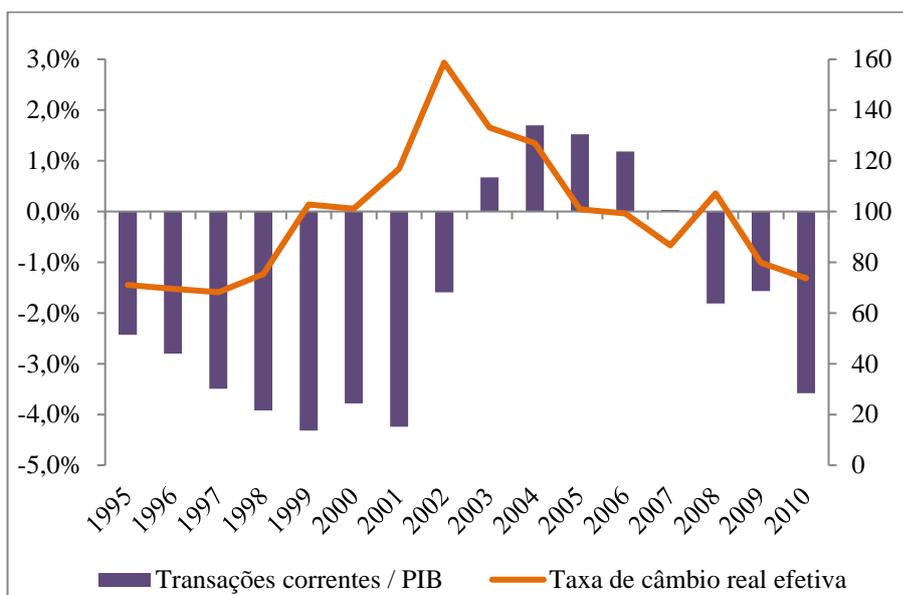
Com as crises especulativas, o governo FHC teve de abandonar o regime de câmbio fixo e a âncora cambial. Passou a adotar, a partir de junho de 1999, o regime de metas de inflação como âncora para controle da inflação. Quando a taxa de câmbio foi estabilizada, o governo anunciou que iria adotar o regime de metas de inflação (junho de 1999). O regime de metas de inflação como praticado no Brasil utiliza a taxa de juros como único instrumento de política monetária. O regime de metas de inflação compõe o tripé macroeconômico, isto é, taxa de câmbio flutuante⁸, regime de metas de inflação e metas de superávit primário. Ao adotar o regime de metas de inflação, o governo brasileiro buscou ganhar autonomia de política monetária. O início do regime do tripé macroeconômico foi marcado pela crise energética em 2001 - uma seca inesperada que afetou as usinas hidrelétricas e restringiu o fornecimento de energia elétrica - e a crise cambial argentina. A crise energética representou um choque de oferta de custos na economia brasileira, e a crise na Argentina provocou a desvalorização da taxa de câmbio brasileira e fuga de capitais.

No ano seguinte, as eleições presidenciais e uma possível vitória de Luiz Inácio Lula da Silva provocaram muitas instabilidades e incertezas no espaço macroeconômico brasileiro. Como

⁸ Apesar da adoção do câmbio flutuante, pode-se dizer que o Brasil apresenta um sistema cambial de 'flutuação suja', visto que o Banco Central faz intervenções no mercado de câmbio.

resultado, a taxa de câmbio sofre uma forte desvalorização e a inflação se elevou novamente. Mais uma vez as taxas de juros foram elevadas e o governo brasileiro assinou outro acordo com o FMI para evitar um colapso maior. De acordo com Barbosa-Filho (2008), entre 1999 e 2006, a inflação brasileira esteve atrelada à taxa de câmbio, ou seja, a meta de inflação acabou sendo uma meta (implícita) de taxa de câmbio. Nesse sentido, a apreciação do câmbio foi determinante para manter a inflação dentro dos limites estipulados pelo governo brasileiro. As altas taxas de juros, mantendo elevado o diferencial de juros em relação ao do mercado internacional, continuaram atraindo capitais externos. A moeda apreciada por longo período levou a um aumento dos déficits em conta corrente. O mesmo argumento é apresentado por Paulani (2013), que mostra como as altas taxas de juros adotadas provocaram a revalorização do real e foram utilizadas como estratégia para atrair capitais externos, pressionando o saldo em transações correntes.

Gráfico 1: Saldo em Transações Correntes/ PIB (em %) e Taxa de câmbio real efetiva (eixo da direita) - Brasil (1995-2010)



Fonte: Banco Central do Brasil (DSTAT – série 23839 e Depec – série 11752). Elaboração própria.
 Nota: Saldo em Transações Correntes acumulado em 12 meses.
 Índice da taxa de câmbio real efetiva (IPCA) - Jun/1994=100.

O gráfico 1 mostra a relação entre o saldo em transações correntes em relação ao PIB e a taxa de câmbio real efetiva para o Brasil, entre 1995 e 2010. O aumento da taxa de câmbio em 1999 mostra a desvalorização sofrida pelo real devido às crises especulativas que atingiram o México, leste Asiático e Rússia. Como resultado, a saída de capitais deu continuidade à trajetória de déficits em transações correntes.

Em relação ao espaço de políticas macroeconômicas, mesmo diante de um regime de taxa de câmbio flutuante, o Brasil não foi capaz de aumentar sua autonomia frente aos movimentos externos

e continuou utilizando a taxa de juros como principal componente da política monetária. Em outras palavras, a financeirização subordinada implicou na perda de autonomia de política econômica, principalmente pela adoção do regime de metas de inflação e a contínua necessidade de elevadas taxas de juros para atrair capitais externos. Ainda, a ausência de medidas de controle de capitais comprometeu a adoção de políticas de desenvolvimento autônomas, pois as taxas de câmbio e de juros ficam dependentes das condições externas ligados aos movimentos dos investidores internacionais. Em suma, os altos níveis de taxas de juros praticados durante a vigência do RMI, foi utilizado para atrair capitais externos, provocando também a apreciação do câmbio, conseqüentemente, controlando a inflação via canal de custos (FERREIRA e ALVES, 2019). Por outro lado, os déficits crescentes no saldo de transações correntes resultantes deste esquema deixaram a economia brasileira mais vulnerável aos choques externos, devido ao maior endividamento das firmas não financeiras em moeda estrangeira (CORRÊA et al, 2017).

3. Financeirização no Brasil na década de 2000

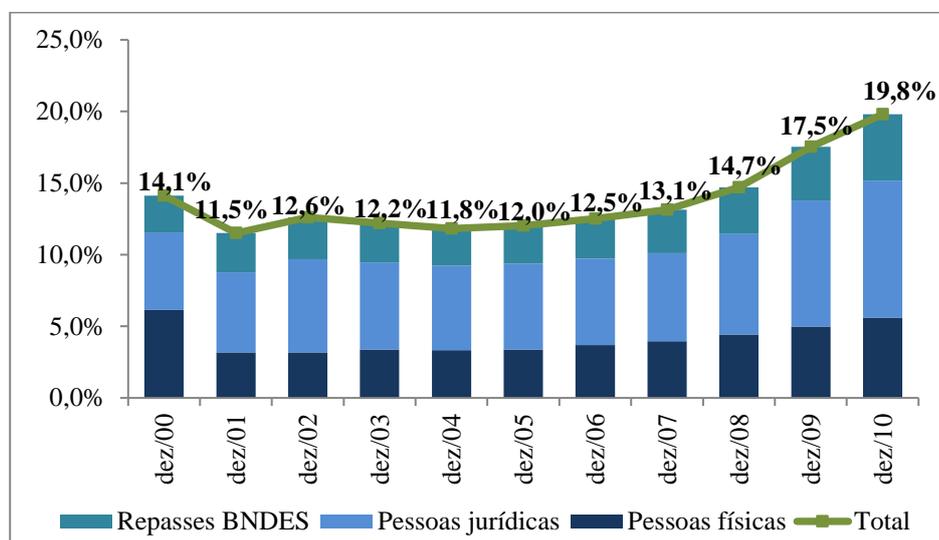
A partir de 2003, os juros internacionais caíram o que, junto com o aumento do preço das *commodities* ampliaram a liquidez da economia e permitiram a formação de um cenário externo favorável. Os impactos na economia brasileira foram a valorização cambial, a redução da taxa de juros doméstica e taxas de inflação estáveis, estimulando o crescimento econômico. Com o aquecimento da economia, houve uma expansão na demanda por crédito e observou-se um aumento na participação determinante dos bancos privados na oferta de empréstimos (OLIVEIRA e WOLF, 2016).

De acordo com Carvalho e Rugitsky (2015), a estratégia de crescimento do primeiro governo Lula (2003-2006) foi liderada pela ampliação do acesso ao crédito que possibilitou um quadro de ‘consumo em massa’ ao inserir famílias antes excluídas do processo econômico. Ademais, houve uma política, mantida até o governo Dilma Rousseff, de valorização real do salário mínimo, elevando o salário médio. A valorização do salário mínimo, as transferências de renda via Bolsa Família junto com a expansão do crédito ao consumo possibilitaram, a partir de 2004, a redução da pobreza e a expansão do consumo. O *boom* das *commodities* e o cenário externo favorável contribuíram ainda mais para o aumento do emprego e da taxa de crescimento da economia brasileira. Na segunda parte da gestão de Lula (2007-2010), a política de expansão do crédito continuou com bancos públicos, como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, com importante participação através da oferta de crédito para consumo, habitação e agricultura.

Os dados corroboram a argumentação de expansão do crédito durante os governos de Lula. Em 2003, o volume total de crédito era 24,3% do PIB, passando para 44,1% em 2010. De acordo com

Mora (2015), inicialmente, a expansão ocorreu através do crédito livre oferecido pelo setor privado. Depois, através do crédito direcionado e com uma intensiva participação dos bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica e BNDES). O crédito livre é oferecido pelos bancos sem um destino obrigatório, enquanto o crédito direcionado exige uma finalidade específica. Sobre a expansão do crédito livre, Mora (2015) aponta que ocorreu através da utilização do cartão de crédito, crédito pessoal, crédito consignado, crédito estudantil e financiamento de automóveis⁹. A análise do gráfico 2 permite compreender a distribuição dos recursos direcionados, que apresentou uma trajetória crescente entre 2000 e 2010. O gráfico mostra que houve um aumento do crédito direcionado tanto para pessoas físicas quanto para jurídicas e repasses do BNDES.

Gráfico 2: Crédito direcionado para pessoas físicas, jurídicas e repasses do BNDES (em % do PIB) – Brasil (dez/2000-dez/2010)



Fonte: Banco Central do Brasil (Depec – série 4382, DSTAT – séries 20020, 20021 e 7521).
Elaboração própria.

3.1. A ascensão da financeirização das famílias

Outro aspecto importante do crescente processo de financeirização da economia brasileira, deve-se ao que é ressaltado na literatura como a financeirização da vida cotidiana e que tem um importante componente cultural pois representa a inserção da lógica financeira na rotina de boa parte dos trabalhadores, isto é, parte da sociedade passou a ter acesso a uma gama de produtos e serviços financeiros que antes era desconhecida por eles no passado. Portanto, a democratização do acesso ao sistema financeiro expandiu o conceito de financeirização para além das elites (VAN DER ZWAN,

⁹ Mora (2015) destaca que também houve aumento na produção e venda de veículos, estimulando a aquisição principalmente a partir de 2004 e impactando positivamente na produção e venda no mercado doméstico. As mudanças institucionais e nos mecanismos de alienação fiduciária permitiram a evolução do crédito e a inclusão de mais famílias nesse mercado.

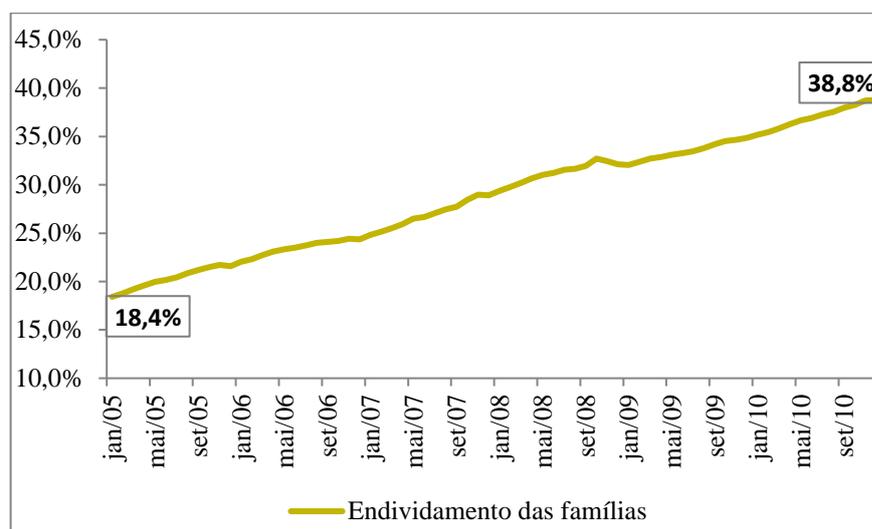
2014). No caso do Brasil observa-se um vigoroso processo de inclusão financeira a partir dos anos 2000.

A inclusão financeira promovida pelo governo brasileiro engendrou um processo de ‘bancarização’ das camadas mais pobres (LAVINAS, 2018), ou seja, beneficiários de programas sociais foram inseridos no sistema bancário através da abertura de contas individuais e acesso a produtos financeiros. Assim, a financeirização das famílias se iniciou mediante a expansão de linhas de crédito e do mercado de seguros. Como apontam Paiva et al (2016), a combinação entre estabilização dos preços, programas de transferência de renda e aumentos reais no salário mínimo possibilitaram o aumento da renda familiar, redução da pobreza e melhora nos indicadores de bem-estar. Com o avanço da financeirização nos anos 2000 ocorreu também que o Estado brasileiro foi se afastando de suas funções básicas - como provedor de serviços à população. Consequentemente, famílias de renda média e baixa, agora inseridas no mercado consumidor via políticas sociais e de valorização do salário mínimo e de aumento do emprego formal, começaram a utilizar serviços financeiros para elevar o padrão de vida. Este cenário seria sustentável enquanto a economia conseguisse manter ritmo elevado de crescimento. O surgimento de uma ‘nova classe média’ - embora não seja um consenso na literatura- engendrou um processo de aumento do consumo, que se tornou um dos pilares essenciais do crescimento econômico durante os governos do presidente Lula.

Por exemplo, o crédito consignado, modalidade criada no Brasil pela Lei nº 10.820 de 2003, é uma forma de empréstimo cujo desconto ocorre de maneira automática na folha de pagamentos de funcionários públicos e privados, aposentados e pensionistas. Nesse sentido, o setor financeiro é beneficiado pela garantia de segurança do recebimento dos fluxos monetários, visto que a renda de grande parte do público-alvo é paga pelo Estado. Lavinas (2018) afirma que a renda paga pelo Estado serve de ‘colateral’ para a expansão do crédito consignado. Ou seja, o Estado assume uma posição fiadora do processo de financeirização da renda das famílias, mitigando possíveis riscos aos bancos.

Carvalho e Rugitsky (2015) argumentam que a estratégia de crescimento baseada na oferta ativa de crédito para as famílias deve ser utilizada com parcimônia e de forma temporária. A finalidade deve ser apenas a de atenuar as desigualdades, ou seja, o acesso das famílias aos produtos de consumo deve ser através da redução das desigualdades, e não via endividamento. O gráfico 3 ilustra a elevação do grau de endividamento das famílias entre 2005 e 2010.

Gráfico 3: Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses (em %) – Brasil (jan/2005-dez/2010)



Fonte: Banco Central do Brasil (DSTAT – série 19882). Elaboração própria.

O Brasil possui um padrão de consumo inspirado no padrão das elites e dos países desenvolvidos, como observam Ferreira e Lima (2014). O consumo das classes de baixa renda possui um importante componente cultural, pois as famílias que pertencem a esse estrato social tendem a ‘copiar’ o modelo de consumo das classes mais altas denominadas como ‘efeito demonstração’. A estrutura econômica cada vez mais financeirizada sustenta esse esquema ao permitir maior acesso ao crédito, que muitas vezes esconde elevadas taxas de juros sobre empréstimos, contribuindo para o endividamento pessoal. No entanto, em relação à financeirização da economia brasileira, Becker et al (2010) ressaltam que, apesar de o presidente Lula no período 2003-2010 ter promovido o fortalecimento da demanda doméstica, redução da pobreza e o aumento do salário mínimo e da cobertura dos programas sociais, o processo de financeirização continuou amparado pelas elevadas taxas de juros que permitia elevados ganhos as instituições financeiras. Em outras palavras, esse cenário proporcionou elevadas taxas de rentabilidade para os bancos e instituições financeiras, intensificando o processo de financeirização e criando uma estrutura econômica precária para as famílias brasileiras que possuem uma parte significativa da sua renda comprometida com empréstimos.

3.2. A crise financeira de 2008 e seus desdobramentos

Kaltenbrunner (2011) aponta que antes da crise financeira de 2008, capitais internacionais de curto prazo entraram no Brasil atraídos pelo diferencial de juros e em busca de maior liquidez, provocando uma valorização da taxa de câmbio brasileira. Os investidores internacionais foram beneficiados por essa valorização cambial e pelas altas taxas de juros reais e, assim, puderam desfrutar de elevados retornos em dólares. Porém, com a chegada da crise, houve uma volumosa saída desses capitais e a taxa de câmbio sofreu uma grande desvalorização (*overshooting*). Após a crise de 2008,

o governo brasileiro continuou adotando a estratégia de elevadas taxas de juros para atrair capitais externos.

A economia brasileira não foi severamente afetada pela crise financeira de 2008 devido às políticas anticíclicas adotadas. Os superávits em conta corrente ocorridos desde 2003, a queda da dívida externa e o volume considerável de reservas internacionais foram essenciais para que a economia não ficasse tão vulnerável. Inicialmente, houve a saída de investidores externos que tinham aplicações na Bolsa, além da elevação de remessas de lucros e dividendos e menor oferta de crédito doméstico e externo com resposta, o Banco Central atuou de forma ativa, fazendo intervenções no mercado de câmbio para manter a liquidez e continuar atraindo capitais externos. Como mostram Kaltenbrunner e Paineira (2017), dentre as ações do BCB destacam-se as operações compromissadas casadas de moeda estrangeira, uso de derivativos chamado de ‘*swaps*’ cambiais, redução dos depósitos compulsórios e venda de moeda no mercado à vista.

Segundo Paineira (2010), os títulos da dívida pública brasileira são a principal fonte de remuneração dos capitais externos de curto prazo. Durante a crise, as ações do BCB na gestão de liquidez foram delineadas de acordo com os vencimentos de curto prazo das operações compromissadas. As operações de esterilização monetária foram responsáveis pelo aumento do nível de reservas e da dívida pública interna. No caso do Brasil, entretanto, Kaltenbrunner (2011) aponta que as intervenções do Banco Central não foram suficientes para conter a valorização do real pós-crise de 2008, pois, ao fornecerem liquidez à economia brasileira, atraíram volumosas entradas de capitais externos de curto prazo. Esse paradoxo evidencia as dificuldades enfrentadas pelas economias altamente liberalizadas e integradas financeiramente em atuar de forma autônoma no sistema financeiro internacional. Além disso, observa-se que dívida pública elevada e o alto diferencial da taxa de juros oneram as operações de esterilização, gerando um significativo custo de carregamento, e reduzem o espaço de manobra do banco central na determinação da taxa de câmbio.

Segundo Prates e Cintra (2007), ao intensificar a integração financeira, o governo brasileiro desconsiderou o controle de capitais como forma de resgatar a autonomia de política macroeconômica e reduzir a vulnerabilidade em relação aos choques externos. Neste sentido, a acumulação de reservas internacionais, num contexto de elevada abertura financeira, mostrou-se uma estratégia pouco eficaz no sentido de que o alívio que pode oferecer em caso de ataque especulativo é momentâneo e apenas no curto prazo. Kaltenbrunner e Paineira (2017) concluem que a acumulação de reservas reflete a integração financeira subordinada do Brasil: apesar do aumento dos ativos denominados em real, esses capitais continuam sendo de curto prazo e voláteis, o que aumenta a vulnerabilidade da economia brasileira.

Sobre as empresas do setor produtivo, Corrêa et al (2017) mostram que, diante de perspectivas otimistas e de um panorama favorável durante os anos 2000, as empresas buscaram financiar seus

investimentos em capacidade produtiva através do crédito, com o objetivo de gerar excedentes capazes de garantir o pagamento dos custos operacionais e financeiros. Com a chegada da crise de 2008, houve uma reversão nesse cenário e as empresas passaram a enfrentar problemas em seus balanços. Desta forma, após a crise de 2008, o governo Lula adotou medidas anticíclicas como resposta a uma possível queda do PIB e, mais uma vez, a expansão do crédito foi utilizada para apoiar o crescimento, principalmente, com participação dos bancos públicos e do BNDES. Observa-se que a política creditícia foi utilizada para exaurir os possíveis efeitos adversos sobre a macroestrutura brasileira, evitando um caos sistêmico.¹⁰ Além disso, houve aumento do investimento público e manutenção dos programas sociais como forma de garantir a unidade econômica (CARVALHO e RUGITSKY, 2015; MORA, 2015).

Em relação à autonomia das políticas macroeconômicas, Kaltenbrunner (2011) ressalta que a internacionalização do real ficou evidente durante a crise financeira de 2008. Ao analisar as estratégias de investimento dos investidores internacionais, a autora identifica que a internacionalização da moeda brasileira teve início em 2003, porém, realizada de forma incompleta. Esse processo refere-se ao movimento de maior utilização das moedas dos países em desenvolvimento pelos agentes financeiros internacionais como estoque de riqueza e forma de ativos especulativos. Num primeiro momento, os investidores estrangeiros aumentaram suas negociações utilizando ativos denominados em real. Posteriormente, o real passou a ser negociado como um ativo de proteção internacional (*hedge*), ou seja, tornou-se uma moeda de especulação nos mercados financeiros internacionais. Esse esquema impactou a taxa de câmbio do Brasil e os movimentos tanto de desvalorização quanto de apreciação foram mais intensos. Além disso, os movimentos da taxa de câmbio passaram a reproduzir mais as condições econômicas internacionais do que as domésticas. Como muitos investidores estrangeiros possuíam ativos de curto prazo vinculados ao real, a saída maciça desses capitais provocou uma forte desvalorização do câmbio brasileiro, mesmo o cenário doméstico sendo, de certa forma, favorável em relação a outros países. Esse panorama representa uma das principais especificidades da economia brasileira devido à sua inserção subordinada no sistema financeiro internacional e seu elevado grau de integração financeira. De fato, o aumento da utilização do real nos mercados internacionais não provocou uma melhora na posição da moeda brasileira na hierarquia. Apesar do aumento dos ativos denominados em real, esses capitais continuam sendo de curto prazo e voláteis, o que aumenta a vulnerabilidade da economia brasileira.

Em síntese, a dependência de fluxos de capital externo para manter a estabilidade macroeconômica acabou tornando a economia brasileira vulnerável a crises especulativas e cambiais. As medidas adotadas pelo governo Lula foram capazes de melhorar a condição de vida da população

¹⁰ Os bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica) foram utilizados para esterilizar os efeitos da crise nos âmbitos produtivo e financeiro.

através da redução da pobreza, da desigualdade, do desemprego, aumento do trabalho formal e valorização do salário mínimo. No entanto, a economia brasileira continuou com um espaço de políticas reduzido, fato evidenciado principalmente pela internacionalização do real. As conquistas como queda da taxa de desemprego, aumento da renda familiar e redução da pobreza durante o governo Lula devem ser reconhecidas e valorizadas, porém, a estratégia de crescimento adotada provocou o aumento do endividamento das famílias e uma reorientação dos investimentos produtivos para atividades especulativas e com retornos de curto prazo.

3.3. Mercado de capitais como nova força motriz

A elevada remuneração das taxas de juros e a segurança fornecida pelos títulos do governo impediram, durante algum tempo, a ascensão do mercado de ações como nova forma de lucratividade. Como mostram Oreiro et al (2021), para conter a queda da produção industrial do Brasil e o baixo desempenho do PIB após 2011, o governo decidiu flexibilizar a política monetária numa tentativa de impulsionar a demanda agregada e conter a sobrevalorização da taxa de câmbio. O processo de financeirização até então caracterizado pelos ganhos em aplicações de renda fixa, ancorados pelas altas taxas de juros, foi substituído por um novo eixo: o mercado de capitais.

Lavinas et al (2020) apontam que, entre 2016 e 2017, o índice Bovespa e a taxa Selic apresentaram trajetórias opostas. Enquanto a taxa de juros caía expressivamente, as transações no mercado de ações alcançavam níveis elevadíssimos. Este cenário evidencia as novas preferências dos investidores diante de uma nova configuração macroeconômica da economia brasileira. De acordo com os dados apresentados por Lavinas et al (2020), em 2003 o nível de ativos financeiros negociados na Bolsa de Valores brasileira (B3 S.A.) era de R\$ 186 bilhões, passando para R\$ 1,2 trilhões em 2007 e atingindo a marca de R\$ 3,6 trilhões em 2019.

Mesmo com a eclosão da crise da COVID-19 no Brasil, em março de 2020, o mercado de capitais continuou sendo o principal destino do capital financeiro. De acordo com Lavinas et al (2020), isso se deve às baixas taxas de juros de curto e longo prazos do Brasil no período recente, que também serviram como incentivo para que empresas tomassem empréstimos para aplicar no mercado de capitais, recomprando as próprias ações e/ou buscando investir em ações de outras companhias. O cerne dessa nova fase de financeirização está no fato de as baixas taxas de juros não terem incentivado as empresas a investirem em capacidade produtiva, pois os ganhos com as operações no mercado de capitais se tornaram mais atrativos, prejudicando uma possível recuperação da economia brasileira.

Portanto, a evolução da financeirização no Brasil mostra que, independentemente das condições macroeconômicas domésticas, a acumulação financeira sempre encontra uma nova forma de remuneração. Infelizmente, os efeitos negativos permanecem os mesmos e a economia brasileira

ainda apresenta baixas taxas de crescimento, setor industrial estagnado e forte dependência de capitais externos.

4. Considerações finais

Este artigo buscou fazer uma análise sobre o processo de financeirização da economia brasileira entre as décadas de 1990 e 2000. No caso das economias em desenvolvimento, como o Brasil, a financeirização ocorre de maneira subordinada e compromete a autonomia de políticas macroeconômicas. Como estão inseridos de forma subordinada no SMI e ocupam as posições inferiores da hierarquia das moedas, estes países aumentam constantemente suas taxas de juros e ficam sujeitos à volatilidade do câmbio. Portanto, a estrutura assimétrica do SMI garante aos países desenvolvidos a plena capacidade de exercerem suas políticas monetária, fiscal e cambial. Suas decisões impactam diretamente na macroestrutura dos países em desenvolvimento.

O fortalecimento da liberalização na década de 1990 deixou a economia brasileira mais vulnerável às instabilidades externas e reduziu a autonomia das políticas macroeconômicas necessárias para promover o crescimento. A âncora cambial foi um instrumento eficaz para estabilizar a inflação e um dos seus pilares era a apreciação do câmbio, o que acabou gerando sucessivos déficits em transações correntes. A adoção do tripé macroeconômico se mostrou ineficaz no resgate do espaço para implementar políticas voltadas para a expansão da capacidade produtiva, isto é, viabilizar o crescimento da economia brasileira através de mudanças estruturais. A ausência de medidas de controle de capitais e o papel atuante do Estado culminaram na perda de autonomia das políticas macroeconômicas, pois as taxas de juros e de câmbio tornaram-se subordinadas às necessidades de revalorização dos capitais especulativos. As crises ocorridas no México, leste Asiático e Rússia no final dos anos 1990 evidenciaram o precário modelo de crescimento adotado pelo Brasil, através da necessidade constante de investimentos estrangeiros.

O panorama favorável dos anos 2000 também contribuiu para que os bancos privados expandissem o crédito para pessoas físicas e a financeirização brasileira foi caracterizada pela maior oferta de microcrédito e outras modalidades, que engendrou um vigoroso aumento no endividamento das famílias. A decisão de portfólio das firmas não financeiras também foi afetada pois os retornos elevados e de curto prazo tornaram-se mais atraentes em relação aos investimentos produtivos. Assim, esses fatores foram responsáveis por aprofundar a financeirização no Brasil, provocando efeitos deletérios nas taxas de crescimento e na autonomia das políticas macroeconômicas. As políticas anticíclicas adotadas, juntamente com os superávits em conta corrente e um nível robusto de reservas internacionais, foram vitais para que a economia brasileira não fosse severamente afetada pela grande crise de 2008. Em contrapartida, a internacionalização do real ficou evidente e não foi possível

resgatar a autonomia das políticas macroeconômicas, visto que as elevadas taxas de juros continuaram sendo utilizadas.

Apesar das significativas melhoras nos indicadores sociais, a política econômica adotada pelo governo brasileiro nos anos 2000 deu continuidade à valorização dos capitais. A economia brasileira continuou dependente de altas taxas de juros para garantir os retornos dos investidores internacionais. Após a crise de 2008, as baixas taxas de juros não lograram os efeitos esperados, pois ao invés de estimularem o investimento produtivo, acabaram abrindo o caminho para um novo eixo de acumulação financeira, isto é, o mercado de capitais. A despeito dos efeitos deletérios da crise da COVID-19, a Bolsa de Valores do Brasil passou a ser a principal fonte de remuneração do capital financeiro, inclusive por parte de investidores individuais.

Isto posto, o controle da conta capital e financeira pode ser uma boa estratégia para controlar a entrada e saída de capitais. Os países em desenvolvimento, como o Brasil, devem buscar desenvolver seu setor produtivo para garantir um crescimento econômico robusto e sustentável no longo prazo. É de suma importância que os objetivos domésticos prevaleçam em relação às decisões internacionais, para tentar reduzir a dependência de investimentos externos, que engendram vulnerabilidade e perda de autonomia das políticas macroeconômicas.

5. Referências bibliográficas

AGLIETTA, Michel. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/>>.

BARBOSA-FILHO, Nelson H. Inflation targeting in Brazil: 1999–2006. *International Review of Applied Economics*, v. 22, n. 2, p. 187-200, mar. 2008.

BECKER, Joachim. et al. Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition and Change*, v. 14, n.3-4, p. 225–247, dez. 2010.

BIN, Daniel. The politics of financialization in Brazil. *World Review of Political Economy*, v. 7, n. 1, 2016.

BORTZ, Pablo; KALTENBRUNNER, Annina. The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. International Institute of Social Studies. *Development and Change*, n. 49(2), pp. 375–393, 2017. DOI: 10.1111/dech.12371.

BRASIL. Lei n. 10.820, de 17 de dezembro de 2003. Dispõe sobre a autorização para desconto de prestações em folha de pagamento, e dá outras providências. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Brasília, 18 dez. 2003. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2003/L10.820.htm>. Acesso em: 20 fev. 2021.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores Macroeconômicos de Financeirização: Metodologia de Construção e Aplicação ao Caso do Brasil. In: BRUNO, Miguel (Org.). *População, Espaço e Sustentabilidade: Contribuições para o Desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas (ENCE/IBGE), 2015, cap. 2, p. 35-61.

BRUNO, Miguel; et al. Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista Economia Política*, São Paulo, v. 31, n. 5, 2011.

CARVALHO, Laura; RUGITSKY, Fernando. Growth and distribution in Brazil the 21st century: revisiting the wage-led versus profit led debate. *Working Paper Series*, n. 2015–25. 2015.

CORRÊA, Mariana F.; LEMOS, Pedro M.; FEIJÓ, Carmem. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1127-1148, dez. 2017.

DE SOUZA, Francisco E. P. A política de câmbio do Plano Real (1994-1998): Especificidades da âncora brasileira. *Revista de Economia Contemporânea*, n. 5, jan-jun. 1999.

FERREIRA, Hugo C. B.; LIMA, João P. R. A insustentável leveza do ter: crédito e consumismo no Brasil. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, n. 38, pp. 59–88. 2014.

FERREIRA, Mateus C.; ALVES, Vitor L. Juros, hiato do produto, câmbio, inflação: uma análise empírica do regime de metas de inflação brasileiro (1999-2018). *Cadernos do Desenvolvimento*, v.14, n. 25, p.11-38, 2019.

FINE, Ben. Financialization from a Marxist Perspective. *International Journal of Political Economy*, v. 42, n. 4, p. 47–66, 2014.

FLASSBECK, Heiner. The exchange rate: economic policy tool or market price? UNCTAD, *Discussion Papers*, n. 157, nov. 2001.

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, p. 81-111, dez. 2001.

FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela; PAULA, Luiz Fernando. Keynes at the Periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy for emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 3, p. 1-20, mai. 2017.

KALTENBRUNNER, Annina. *Currency Internationalisation and Exchange Rate Dynamics in Emerging Markets: A Post Keynesian Analysis of Brazil*. 2011. 394 f. Tese (Doutorado em Economia) - School of Oriental and African Studies (SOAS), Universidade de Londres, Londres.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 2017.

KARWOWSKI, Ewa. Towards (de-)financialization: the role of State. *Cambridge Journal of Economics*, v. 43, n. 4, p. 1001-1027, 2019.

LAPAVITSAS, Costas; SOYDAN, Aylin. Financialisation in Developing Countries: Approaches, Concepts, and Metrics. SOAS – Department of Economics, *Working Paper*, n. 240, dez. 2020.

- LAVINAS, Lena. The Collateralization of Social Policy under Financialized Capitalism. *Development and Change*, International Institute of Social Studies, p. 1–16, 2018.
- LAVINAS, Lena; ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel. Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória. *Texto para Discussão*, n.03. Instituto de Economia, UFRJ. Rio de Janeiro, 2017.
- LAVINAS, Lena; ARAÚJO, Eliane; GENTIL, Denise. Revisiting financialization drives in Brazil: the rise of stock markets. UFRJ – Instituto de Economia. *Texto para discussão*, n. 029, out. 2020.
- MORA, Mônica. A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010. *Texto para Discussão*, n. 2022, IPEA, jan. 2015.
- OLIVEIRA, Giuliano.; WOLF, Paulo José. A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015). *Texto para Discussão*, n. 2243, IPEA, 2016.
- OREIRO, José Luis; et al. Peripheral Financialization and Premature Deindustrialization: A Theory and the Case of Brazil (2003-2015). *Post-Keynesian Economics Society*, Working Paper n. 2027, fev, 2021.
- PAINCEIRA, Juan Pablo. The Financial Crisis of 2007–09 and Emerging Countries: The Political Economy Analysis of Central Banks in the Brazilian and Korean Economies. *Competition and change*, v. 14, n. 3–4, p. 271-295, dez. 2010.
- PAIVA, Guilherme. F. S.; SILVA, Denise B. N.; FEIJÓ, Carmem A. Nota explanatória sobre o consumo e a classificação socioeconômica no Brasil baseada em evidências da Pesquisa de Orçamento Familiar. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 20, n. 2, pp. 207-228, 2016.
- PALLEY, Thomas. Financialization: What it is and why it matters. *Working Paper*: The Levy Economics Institute of Bard College, n. 525, dez. 2007.
- PAULANI, Leda Maria. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 27, n.77, 2013.
- PRATES, Daniela M. *Crises financeiras dos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. 2002. 206 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp, Campinas.
- PRATES, Daniela M.; CINTRA, Marcos Antonio M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. *Texto para Discussão*, IE/UNICAMP, n. 137, out. 2007.
- REY, Hélène. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *London Business School, CEPR e NBER*, ago. 2013.
- ROCHA, Geisa Maria. Neo-dependency in Brazil. *New Left Review*, n. 16, jul-ago. 2002.
- STOCKHAMMER, Engelbert. Financialization and the Global Economy. *Working Paper Series*: Political Economy Research Institute, n. 240, p. 1-17, nov. 2010.
- VAN DER ZWAN, Natascha. Making Sense of Financialization. *Socio-Economic Review*, v. 12, p. 99-129, 2014.