

STRONG ESAGS – ESCOLA SUPERIOR DE ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

ARIANE RODRIGUES DA SILVA

**A FINANCEIRIZAÇÃO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO BRASIL A PARTIR
DOS ANOS 1990**

SANTO ANDRÉ

2020

ARIANE RODRIGUES DA SILVA

**A FINANCEIRIZAÇÃO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO BRASIL A PARTIR
DOS ANOS 1990**

Monografia apresentada como exigência para
obtenção do grau de Bacharel em Economia, à
Escola Superior de Administração e Gestão –
STRONG ESAGS

Orientador: Prof. Me. Raphael Bicudo

SANTO ANDRÉ

2020

Aos meus pais que contribuíram para a minha formação.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, pela saúde e disposição que me permitiu a realização deste trabalho.

A todos os meus professores, em especial, Prof. Lygia Gibb e Prof. Tharsila Medeiros que são exemplos de mulheres economistas, com um intelecto admirável.

Ao meu orientador Prof. Raphael Bicudo que apoiou e incentivou ao decorrer desta jornada, além de disseminar seu conhecimento de uma forma extraordinária.

E, a todos os meus colegas de classe que estiveram comigo neste período.

“Quando a maré sobe, não há prudência nem conselho capazes de resistir à liberação das forças da ambição”

(Beluzzo, 2010)

RESUMO

Este artigo analisa o impacto no crescimento econômico a partir da abertura financeira, entre 1990-2016, com base na literatura sobre financeirização e as transformações ocorridas na economia brasileira. A análise empírica mostra que a crise financeira internacional de 2008 resultou em um aumento na fragilidade financeira das empresas não financeiras (ENFs), o que explica em grande parte o quadro recessivo atual. A contribuição deste artigo é mostrar como os avanços do processo de financeirização impactou as instituições financeiras, as empresas não financeiras e no crescimento econômico, bem como, na economia brasileira.

Palavras-chave: Financeirização. Capital Fictício. Especulação. Instabilidade Financeira. Abertura Financeira. Economia brasileira. Instituições Financeiras. Empresas não-financeiras. Crescimento Econômico.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - BALANÇA COMERCIAL E SERVIÇOS - TRIMESTRAL - SALDO	24
GRÁFICO 2 – SALDO DA CARTEIRA DE CRÉDITO EM RELAÇÃO AO PIB	25
GRÁFICO 3 - DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (% PIB) - TOTAL - SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO	28
GRÁFICO 4 - PIB A PREÇOS DE MERCADO (1996- 2020) - TAXA ACUMULADA EM 4 TRIMESTRES	29
GRÁFICO 5- ÍNDICE DE PREÇOS AO PRODUTOR AMPLO (1995-2019) – VAR % MENSAL	29
GRÁFICO 6 - ÍNDICE DE LIQUIDEZ SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL X INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DE CONTROLE PRIVADO	34
GRÁFICO 7 - PIB A PREÇOS DE MERCADO (2005-10) – TAXA ACUMULADA EM 4 TRIMESTRES	35
GRÁFICO 8 - ÍNDICE DE INADIMPLÊNCIA DA CARTEIRA DE CRÉDITO- VARIAÇÃO PERCENTUAL	39

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	A FINANCEIRIZAÇÃO ATRAVÉS DAS INTERPRETAÇÕES DE MARX, KEYNES E MINSKY	11
2.1	O CAPITAL FICTÍCIO DE MARX	11
2.2	A ESPECULAÇÃO DE KEYNES	13
2.3	A INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY	17
3	PANORAMA GERAL DA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DE 1990	21
4	A ABERTURA FINANCEIRA NO BRASIL E SEU IMPACTO NA CRISE DE 2008	30
5	A INFLUÊNCIA DA FINANCEIRIZAÇÃO NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, NAS ENF's E PRINCIPALMENTE SEU IMPACTO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO	37
6	CONCLUSÃO	43
7	REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	45

1 INTRODUÇÃO

Desde a década de 1970 viabilizou-se novos investimentos devido a quantidade elevada de capital no mundo. Os fatores primordiais que possibilitaram essa ampliação do mercado financeiro se deram através da liberação econômica e a desregulamentação dos mercados que foram essenciais para propiciar o que chamamos hoje de “financeirização”.

O processo de financeirização das economias modernas é relativamente recente na literatura econômica internacional e tem sido descrita por diferentes correntes do pensamento heterodoxo, como por exemplo, marxista, pós-keynesiana, institucionalista e regulacionista. A financeirização manifesta-se pela vigência de um padrão de funcionamento das economias onde a acumulação de riquezas desenvolve-se, de forma preponderante, por canais financeiros e visualiza-se o aumento da importância dos mercados, das instituições e dos atores financeiros para transações econômicas. Por sua vez, as transações na economia real ficam em segundo plano.

É este processo, julgado como fundamental no capitalismo moderno, que o presente texto procura entender. Focando na economia brasileira, a abertura financeira é uma das frentes mais importantes das reformas liberalizantes a partir da década de 1990 e aprofundadas nos anos 2000. Com este processo de liberalização financeira, observou-se no Brasil a perda da autonomia da política econômica e a redução do espaço de política fiscal para promover o investimento na infraestrutura econômica e social. Logo, seus impactos influenciam não só as principais variáveis macroeconômicas – taxa de juros e taxa de câmbio -, mas também o funcionalismo do sistema financeiro doméstico. Com o aprofundamento da financeirização na economia brasileira desde a abertura econômica abriram-se novas possibilidades de acumulação de riqueza, contribuindo para alterar o comportamento de bancos e empresas.

Além disso, a codependência brasileira ao sistema financeiro resulta na baixa efetividade das políticas macroeconômicas, e de acordo com Ricardo Carneiro e Luiz Cláudio Marcolino (2010), com o adensamento das relações financeiras da

economia brasileira com a economia global, se materializa na volatilidade de variáveis macroeconômicas-chave, como câmbio e juros, e na instabilidade dos resultados das contas externas. Mais do que isso, o alto grau de abertura financeira tem tido reflexos negativos no financiamento da economia brasileira, no que tange ao mercado de capitais, em particular, ao mercado de ações, por acentuar seu caráter especulativo e também no que se refere ao mercado de crédito bancário, por transmitir ao custo do empréstimo a volatilidade das variáveis macroeconômicas, por meio dos altos spreads.

Logo, ao depender dessas variáveis como taxa de juros, taxa cambial, FBCF, entre outras, este processo impacta diretamente no crescimento econômico no país, no qual é objeto de análise neste artigo.

Para atingir tal objetivo, além desta introdução, o texto é composto por quatro capítulos e a conclusão. O primeiro capítulo apresenta a forma como é descrita o processo de financeirização na literatura passando por Marx, Keynes e por último Minsky, utilizada como escopo teórico neste estudo. Em seguida, é abordado brevemente o cenário econômico brasileiro desde a década de 1990, focando nas políticas econômicas nos governos FHC, Lula e Dilma. No terceiro capítulo, analisaremos como foi realizada a abertura financeira no Brasil, quais foram as primeiras medidas de desregulamentação, as transformações institucionais e as reformas, que ajudaram no aprofundamento deste processo. Em conjunto, vamos entender qual foi a correlação da abertura financeira com a crise de 2008.

No quarto capítulo, são apresentados os impactos da financeirização na economia brasileira, em um âmbito conjuntural, onde mostra seus efeitos nas oscilações cíclicas sobre as contas externas brasileiras, suas variáveis macroeconômicas e suas relações financeiras domésticas. Além de observar os impactos nas Instituições financeiras e nas empresas não financeiras.

2 A FINANCEIRIZAÇÃO ATRAVÉS DAS INTERPRETAÇÕES DE MARX, KEYNES E MINSKY

O processo de financeirização fez com que a importância dos mercados aumentasse de modo significativo, resultado de uma série de transformações no mercado financeiro, que por sua vez, aprofundou a acumulação de riquezas através dos canais financeiros, frente a diminuição da participação das transações na economia real. E essas novas transações econômicas passaram a ser remuneradas através da taxa de juros sobre capital, onde é explicado por Marx como acumulação fictícia do capital, a especulação financeira por Keynes e mais recentemente como instabilidade financeira por Minsky.

2.1 O CAPITAL FICTÍCIO DE MARX

Para a compor a primeira análise sobre a financeirização e sua forma desenvolvida nas economias modernas capitalistas, analisaremos o capital fictício onde Marx em sua época já descreve como a multiplicação ilusória da riqueza realmente existente, com base no capital portador de juros, por intermédio dos mecanismos monetários e financeiros. Marx apresenta as formas mais completas do capital tendo como bases as formas mais simples. Isso acontece numa sucessão de fases onde inicia-se como mercadoria ao dinheiro, capital em função, capital portador de juros, capital financeiro e por fim o capital fictício.

No capitalismo desenvolvido, dominado pela acumulação fictícia pressupõe a produção de mercadorias, a existência do dinheiro, a acumulação produtiva, a mobilização de capital financeiro, porém todos subordinados a forma mais simples.

No circuito mais simples que vão da mercadoria ao dinheiro (M-D-M) e do dinheiro ao dinheiro (D-M-D), o principal aspecto a destacar é que a repetição e o desenvolvimento das trocas, ou seja, a reiteração da produção de mercadorias leva necessariamente ao surgimento do dinheiro. Neste processo o dinheiro deixa de ser

apenas um facilitador, um intermediário das trocas, para virar um objeto em si mesmo, ou seja, produz mercadorias para se obter dinheiro e não a mercadoria em si.

O dinheiro passa-se da forma mais simples, para se tornar um objeto de desejo e de acumulação *per se*, onde não está referido direto e imediatamente a circulação de mercadoria. Como sintetiza Marx, no Capítulo 3 do livro O Capital, Marx (1971) “Com a extensão da circulação de mercadorias cresce o poder do dinheiro, da forma sempre pronta, absolutamente social, da riqueza”.

A segunda passagem é aquela que vai do dinheiro ao capital, expressa na circulação (D-M-D'), que é a fórmula do capital em função. Agora tanto a existência do dinheiro quando das mercadorias estão subordinadas ao capital, e a sua sede de valorização.

O capital em função não tem uma forma própria, distinta da mercadoria e do dinheiro. Ele é sobretudo, uma relação social de produção, a qual supõe o trabalho assalariado. Por sua vez, é também um processo de valorização que leva a outros proprietários de capital buscarem o mesmo, tornando assim a concorrência. A concorrência entre eles e a contraposição do trabalho ao capital, vão determinar a taxa de lucro, ou seja, a taxa de exploração do trabalho ou a taxa de mais valia, o montante e composição orgânica do capital e, a concorrência que se impõe de um modo imanente a todos os capitalistas, irá determinar a mais valia.

A concorrência impõe a cada capitalista as leis imanentes do modo capitalista de produção como leis coercitivas externas. Compele-o a expandir continuamente seu capital, para conservá-lo e só pode expandi-lo por meio da acumulação progressiva. (Marx 1971, p. 688).

Já nas formas superiores de acumulação de capital, tem-se também o capital portador de juros, onde Marx (2017, [1894]) distingue esta que é a forma geral do capital (D-D') da sua forma particular (D-M-D'). A primeira forma está ligada aos contratos, amparado juridicamente, por meio dos quais o proprietário do capital empresta seu valor de uso a terceiros, tendo como remuneração o juro, definido em cada momento de tempo de modo contingente, definido pela correlação de forças entre prestamistas e prestatários, como Ricardo Carneiro (2018) os define.

A centralização de crescentes massas de capital líquido (capital portador de juros) sob o controle de vários intermediários financeiros como bancos, financistas, capitalistas financeiros etc., origina-se o conceito que terá ênfase neste trabalho, o capital financeiro.

Para Marx, a um elemento crucial da formação da taxa de juros que se refere ao fato dela ser determinada na esfera da circulação do capital e não da produção, ou seja, a taxa de juros se forma independentemente da taxa de lucro. Além disso, com o desenvolvimento do capitalismo, o capital a juros se forma naturalmente, ou seja, o juro passa a se constituir como a remuneração da forma mais geral do capital e, portanto, um padrão mínimo para as demais formas. A consolidação do juro sustenta a existência de divergência sistemática entre o valor do capital em função e o capital portador de juros, que se dá origem a um processo crucial de cálculo do valor do capital por meio da capitalização, segundo Lapavistas (2009). A capitalização consiste em pegar o fluxo futuro dos rendimentos e trazê-lo a valor presente, utilizando a taxa de juros como parâmetro. Assim nasce o capital fictício como uma dinâmica própria da capitalização e se alimenta dos mercados secundários. O capital fictício assume em formas de títulos ou direitos sobre a produção futura, com remuneração fixa (títulos da dívida), ou variável (ações). As expectativas de variações dos rendimentos das ações por meio da taxa de juros corrente, são sancionadas por compra e venda de ações no mercado secundário, reduzindo ou ampliando o capital fictício em questão. Esses ciclos de preços desses ativos, na sua fase ascendente – como demonstrado por Marx nos capítulos finais do seu livro *O Capital*, exigem a ampliação do crédito direcionado para esses mercados para dar liquidez ao valor ampliado dos títulos, no que define um campo particular de acumulação de capital, a acumulação fictícia do capital que determina a esfera mais determinante da dinâmica capitalista. A intensificação deste processo gera mecanismos importantes de alavancagem, como por exemplo, o crédito e os derivativos. Este último não analisado por Marx, por conta de um condicionante histórico qual seja, o estágio do desenvolvimento bancário na sua época.

Todavia, na segunda parte desta pesquisa, veremos que na economia contemporânea a acumulação fictícia ganha muita elasticidade e descola de maneira significativa da acumulação produtiva e da financeira.

2.2 A ESPECULAÇÃO DE KEYNES

Keynes, diferentemente de Marx, tratou a acumulação e o capital fictício de modo substantivo. A terminologia utilizada em sua obra foi a especulação em uma economia capitalista, que no fundo é exatamente o que estamos explicando neste capítulo

Na obra de Keynes, o objeto central de análise, na economia monetária de produção, são as flutuações, a insuficiência da demanda efetiva e a propensão permanente do desemprego que derivam da especulação na circulação financeira.

A abordagem de Keynesiana se aproxima da análise de Marxista em três aspectos: na análise do dinheiro e sua centralidade; na determinação da taxa de juros e da taxa de lucro, separadamente; na centralidade dos mercados financeiros e da especulação, enquanto sinônimo da acumulação fictícia como elementos intrínsecos no capitalismo.

Na sua obra *Teoria Geral*, Keynes deixou claro a importância e a especificidade do dinheiro, e mais precisamente no capítulo 17, livro IV (1992,[1936]), chamou atenção ao discutir a centralidade da taxa monetária de juros, onde há duas especificidades da moeda comparada a outras mercadorias: elasticidades da produção e substituição iguais a zero. A primeira característica deve-se que a variação da quantidade de moeda precisa de validação social e a moeda é criada através do sistema financeiro e autoridade monetária mas sancionada por última instância pelo Estado, ou seja, a moeda criada está sujeita a validação social como por exemplo, quando a autoridade monetária cria mais moeda e esse adicional é “entesourado”. Ou quando não há demanda para empréstimos adicionais etc. A segunda característica é a elasticidade de substituição nula, no qual significa que a moeda não tem valor de uso intrínseco, mas apenas valor de troca e quando seu valor aumenta não a incentivo para trocá-la por outros bens.

Resumidamente, Keynes discute porque há retorno da moeda, ou seja, a taxa monetária de juros é mais rígida do que a dos outros bens e, no fundo, porque a

moeda é uma reserva de valor por excelência, que é uma ligação com a especulação.

Já na análise da demanda por moeda, é distinguida em duas partes: demanda por moeda por transações reais (circulação industrial) e riqueza (circulação financeira). Na Teoria Geral, Keynes, desdobra a demanda para transações no motivo transação e no motivo precaução. Introduce, de forma mais claro, o motivo especulativo. Os dois primeiros são relacionados com a renda, já o segundo está associado à riqueza e na preferência por liquidez, ou seja, a preferência por deter riqueza na sua forma monetária. Segundo Keynes (1936, p. 168), a uma definição mais precisa de preferência pela liquidez:

A preferência por liquidez é uma potencialidade ou tendência funcional, que fixa a quantidade de dinheiro que o público manterá quando a taxa de juros for dada; de modo que, se r é a taxa de juros, M é a quantidade de dinheiro e L é a função da preferência pela liquidez, temos $M = L(r)$.

A forma líquida de riqueza é muito importante porque permite a flexibilidade e a expectativa quanto a alteração dos rendimentos, ou seja, quanto as taxas de juros. Isso é o que faz as pessoas preferirem a moeda, ao invés de títulos. Quando o possuidor de riqueza acredita na subida das taxas de juros – e queda dos preços dos títulos – tende a permanecer na moeda. Já quando acredita na baixa das taxas de juros – e aumento dos preços dos títulos – tende a comprar títulos. De acordo com Keynes (1936, p. 173):

Pois enquanto se espera um aumento na quantidade de dinheiro, *cet. par.*, para reduzir a taxa de juros, isso não acontecerá se as preferências de liquidez do público estiverem aumentando mais do que a quantidade de dinheiro; [...].

Para Keynes (1936, p. 201-202):

[...] incerteza quanto ao curso futuro da taxa de juros é a única explicação inteligível do tipo de preferência de liquidez L_2 que leva à manutenção do caixa M_2 . Segue-se que um dado M_2 não terá uma relação quantitativa definida com uma determinada taxa de juros de r ; - o que importa não é o nível absoluto de r , mas o grau de sua divergência em relação ao que é considerado um nível razoavelmente seguro de r ; em relação aos cálculos de probabilidade em que se baseia. No entanto, existem duas razões para esperar que, em qualquer estado de expectativa, uma queda em r seja associada a um aumento em M_2 . Em primeiro lugar, se a visão geral sobre o que é um nível seguro de r é inalterada, toda queda em r reduz a taxa de mercado relativamente à taxa 'segura' e, portanto, aumenta o risco de iliquidez; e, em segundo lugar, cada queda em r reduz os ganhos atuais com a falta de liquidez, disponíveis como uma espécie de prêmio de seguro

para compensar o risco de perda na conta de capital, em um valor igual à diferença entre os quadrados da antiga taxa de juros e o novo.

Considerando uma oferta fixa de moeda, a taxa de juros é determinada pela interação entre os criadores de moeda – banco central e instituições financeiras – e os agentes privados detentores de riqueza e a composição de seu portfólio. Em todo momento da sua obra, Keynes considera a taxa de juros de curto prazo. Ao pontuarmos isto, a uma ênfase na política monetária, porque acredita que uma alteração na taxa de juros de curto prazo, faz com que os agentes privados alterem a taxa de juros de longo prazo, por meio das expectativas.

Vale pontuar também que ao se aprofundar em estudar a liquidez por moeda, Keynes desenvolve o conceito de armadilha da liquidez, onde é consequência da polarização radical das posições, no qual, uma ampliação na oferta de moeda, não induzirá os agentes privados a se desprenderes da liquidez, porque creem que poderão fazê-lo com melhores condições no futuro.

No que diz respeito à interação entre a oferta e demanda de fundos, para ele, o essencial para a determinação da taxa de juros é a forma pela qual os detentores de poupança decidem mantê-la sob forma mais ou menos líquida, como estoque de capital fictício, como diria Marx, pensando no longo prazo.

Keynes também desenvolve o conceito de eficiência marginal do capital (EMGk), que nada mais é que uma taxa de retorno calculada como uma taxa de desconto que igualaria o preço da demanda – valor presente da série de rendimentos – ao preço de oferta. Mas o ponto mais importante a se destacar é que a taxa de juros está determinada num plano inteiramente distinto do retorno do investimento, ou da EMGk, no qual a última explica o retorno dos fundos de investimento.

Esses dois parâmetros, a taxa monetária de juros e a Emgk são cruciais para a visão de Keynes da dinâmica capitalista e do que era sua preocupação central à época que escreveu a Teoria Geral, a tendência ao desemprego e do potencial do crescimento em geral. Todavia, essa análise só se pode dar em mercados organizados e desenvolvidos. O crescimento e a liquidez desses mercados introduzem uma escolha crucial e que vai além daquela expressa pela dicotomia

taxa de juros \times EMGk e que diz respeito a escolha entre riqueza velha e riqueza nova, postulando o tema da acumulação fictícia, como a especulação.

Além disso, para que um indivíduo que poupa possa atingir o seu fim, que é o de adquirir riqueza, não é necessário que um novo bem de capital seja produzido para satisfazê-lo... Cada ato de poupança implica transferência forçada inevitável de riqueza a quem poupa, embora este, por sua vez, possa sofrer as consequências da poupança dos outros. Essas transferências de riqueza não requerem a criação de riqueza nova – na realidade, como vimos, podem ser ativamente antagônicas (Keynes (1936), p.168).

Keynes trata no plano dos fluxos de nova poupança, a acumulação fictícia de riqueza, que pode condicionar movimentos de estoque de riqueza. Entre os elementos da acumulação fictícia estão a organização dos mercados e sua crescente liquidez, e por outro, a prevalência da lógica especulativa dos ganhos patrimoniais em detrimento da lógica do empreendimento ou dos ganhos com rendimentos. Mas entre esses elementos, talvez o mais óbvio para o autor, porém não dito de forma clara, está o crédito. Se o crédito não financiasse a especulação, a acumulação fictícia dependeria dos fluxos periódicos de nova poupança para sustentar processos de valorização. O crédito libera tanto o investimento instrumental quanto a especulação da poupança.

Mas, veremos a frente que Minsky trabalha melhor este tema, fazendo uma ligação de forma mais clara entre liquidez, mercados financeiros e especulação.

2.3 A INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

Diferentemente de Marx e Keynes que deixam o crédito em segundo plano, Minsky traz como seu tema central (1977,1992,1993) por meio de uma análise da instabilidade financeira. Ele interpreta a instabilidade financeira de forma inerente do sistema capitalista, e enfatiza as relações financeiras e as variáveis reais do capitalismo.

Todavia, em sua análise de crédito, Minsky traz com ele uma grande referência no Schumpeter, que dizia que:

O crédito é essencialmente a criação do poder de compra com o propósito de transferi-lo ao empresário, mas não simplesmente a transferência de poder de compra existente. A criação de poder de compra caracteriza em princípio, o método pelo qual o desenvolvimento é levado a cabo num sistema com propriedade privada e divisão de trabalho. Através do crédito os empresários obtêm acesso a corrente social dos bens antes que tenham adquirido o direito normal a ela. Ele substitui temporariamente, por assim dizer, o próprio direito por uma ficção deste (p.24, 1982[1934]).

Assim, Minsky define o investimento produtivo como uma variável de suma importância no capitalismo, onde necessita da intermediação dos mercados financeiros, que por sua vez, distorcem e modificam através do acesso ao crédito. Ou seja, o acesso ao crédito leva necessariamente a decisão de escolher entre a compra de ativos, tornando o financiamento como parte do processo.

Além disso, tanto para Keynes como para Minsky a decisão de investir implica na análise dos espectros de taxas de juros segundo seus prazos e riscos, ou seja, depende da relação entre preços dos ativos instrumentais e preços da produção corrente, no qual o primeiro são precificados através do mercados financeiros e o segundo pelo custo de produção do mesmo ativo instrumental. Assim a taxa de juros de longo prazo impacta na decisão da precificação do ativo financeiro, que se dá pela capitalização dos rendimentos. E a taxa de curto prazo define o preço corrente do ativo instrumental, porque impacta sobre os custos de produção.

As preferências de portfólio e as ofertas relativas determinam os preços dos vários ativos de capital e financeiros, que diferem quanto aos seus rendimentos esperados, seus custos, e sua liquidez. A moeda é um ativo com rendimentos próprio, custos e liquidez características, cujo preço é sempre unitário. O valor monetário dos outros ativos é determinado por suas características especiais e sua relativa escassez.

Assim, a moeda afeta diretamente o preço dos vários ativos de capital e financeiros – e não diretamente o preço do produto. O mais forte determinante do preço do produto é o salário nominal e, *grosso modo*, o peso da renda disponível advinda da atividade governamental e da produção de bens de investimento na renda disponível agregada. Desta forma, os mais próximos determinantes dos dois níveis de preços são muito distintos. (Minsky, 1977, p.141)

Com isso a decisão de investimento é dada pela relação dos preços do ativo instrumental, preços financeiros e preços correntes, e pelas expectativas sobre o

comportamento futuro dessa relação, condicionada ainda pela disponibilidade de financiamento. Ou seja, para realizar os investimentos, os capitalistas necessitam de crédito e acessam esses recursos via contratos, no qual é promessa de pagamento no futuro. Porém esses contratos têm um custo ou o custo do financiamento, porque este depende da disponibilidade do fluxo de caixa resultante do investimento para transformar em financiamento. Com isso, cabe a decisão de investir ou não, comparando o preço da demanda, que é igual ao fluxo de rendimentos esperados capitalizado à taxa de juros corrente de longo prazo; ao preço da oferta, que é igual o custo de produção de um novo bem de capital, o qual computa a taxa de juros de curto prazo.

Para Minsky, o investimento é o gasto central que gera lucros e via multiplicador, a renda, e exclui por simplificação o componente gasto dos capitalistas, pois ambos supõem ao crédito que os liberta dos lucros acumulados, porque segundo ele isto não só se prende aos determinantes distintos e à natureza do gasto – empresariais versus pessoais – mas a dupla natureza do investimento que é ao mesmo tempo ampliação da demanda efetiva e da capacidade de produção e que conduz, à medida em que avança, à ociosidade da estrutura produtiva e redução da taxa de lucro.

Além disso, Minsky a partir de uma análise kaleckiana do ciclo das condições de financiamento, propõe a Hipótese da Instabilidade Financeira, no qual é a fragilidade devido a duas características inerentes do capitalismo: o aumento da alavancagem no financiamento da aquisição dos ativos e o crescente descasamento de prazos e taxas (mismatch) entre posições ativas e passivas. Enfatiza também, o caráter míope do mercado na avaliação das condições econômicas e destaca a natureza intrínseca do crédito e o relaxamento das margens de segurança.

Segundo Ricardo Carneiro (2018):

Dado um investimento inicial financiado por uma determinada relação de recursos próprios/terceiros (alavancagem), e relação entre juros curtos e longos (curva de juros) e estrutura de balanço (descasamento), seu sucesso ou validação, por período de tempo relevante, induz tanto aos empresários quanto aos financiadores, bancos e intermediários financeiros, a intensificar a alavancagem e eventualmente o descasamento.

Isto posto, torna o sistema frágil, implicando assim em uma crise financeira devido a redução do investimento decorrente da redução da lucratividade corrente, que implicará na não validação das estruturas financeiras construídas na etapa de expansão. Vale ressaltar o papel dos bancos neste processo, que são por natureza especulativos, obtendo lucro justamente através da concessão de empréstimos a longo prazo, na base de empréstimos de curto prazo (depósitos).

Os bancos e outras instituições financeiras são mercadores de débitos. Comercializam seus débitos com detentores de ativos e financiam vários tipos de atividades. Saldos monetários ociosos ou excessivos nos portfólios constituem matéria-prima potencial para suas concessões de empréstimos. A troca do endividamento de longo prazo pelo de curto prazo no financiamento da posse de ativos de investimentos em maturação constitui o mercado para esses empréstimos. Assim, os bancos e outras instituições financeiras são estimuladas a induzir financiamentos especulativos e Ponzi.” (Minsky, 1928^a, p.26)

O aprofundamento da fragilidade financeira é causado pelas alterações de taxas, curvas de juros e condições de financiamentos. Como por exemplo, uma elevação da taxa de juros de longo prazo reduzirá a demanda efetiva, e um aumento das taxas de curtas ampliam a oferta do ativo. A variação dessas taxas definirá o impacto sobre o investimento, os lucros e a validação dos financiamentos.

Minsky então procurou indicar o grau de fragilidade das empresas às mudanças inerentes ao ciclo econômico-financeiro, e pela própria natureza pró-cíclica da oferta e demanda de crédito, conclui pela necessária redução das margens de segurança das empresas e seu deslocamento para posições mais frágeis.

Diferentemente de Keynes, que deixou uma lacuna na Teoria Geral sobre o crédito, Minsky deixa de lado a especulação. A hipótese da fragilidade econômica considera apenas a acumulação de ativos instrumentais. Essa perspectiva diz muito sobre o período histórico do autor, onde era marcado por uma forte regulamentação do capitalismo, mormente dos mercados financeiros. E lançou então outras dimensões sobre a instabilidade e as crises financeiras.

3 PANORAMA GERAL DA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DE 1990

Na economia brasileira, ao processo de financeirização deu início a partir dos anos de 1990, porém muitos autores apontaram que o processo iniciou a partir dos anos 1970 com a “hiperinflação”. De acordo com Bruno e Caffé (2015), antes mesmo do processo de desregulamentação e abertura financeira e comercial era possível constatar acumulação rentista-financeira via ganhos inflacionários, com os altos spreads bancários via inflação, o que caracterizou a primeira fase do processo. Todavia, focalizaremos na segunda fase, que verdadeiramente intensificou a financeirização na economia brasileira, onde ocorreu a estabilização financeira após o Plano Real e a abertura financeira, nos governos de Fernando Collor e Fernando Henrique Cardoso.

O primeiro governo do FHC tinha como objetivo principal a estabilização devido ao processo superaquecimento da economia enfrentava, em memória dos planos fracassados anteriormente, que deixava um boom de consumo mal administrado causando um colapso na estabilidade; e o efeito combinado do crescimento da demanda agregada com a redução da entrada de capitais associada ao ambiente externo —, as reservas internacionais do Brasil começaram a cair. O primeiro período foi marcado pelo Plano Real em 1994-96, quando a âncora cambial possibilitou o fim do longo período de inflação e contribuiu para aceleração do PIB, que teve crescimento médio de 4,0% a.a. Nesse período a política fiscal foi relativamente expansionista, houve aumento do déficit em conta corrente e dependência crescente da entrada de capitais externos para manter o plano real, que lançado em junho de 1994 com US\$43 bilhões de reservas internacionais, e em abril de 2015 diminuiu para US\$32 bilhões.

Com a pressão inflacionária, com a economia superaquecida e com uma deterioração rápida do balanço de pagamentos, foram feitas um conjunto de medidas como a desvalorização da taxa de câmbio com microdesvalorizações administradas pelo Bacen e aumento da taxa de juros nominal atraindo liquidez e buscando a atratividade dos mercados emergentes, logo a política monetária foi um fator fundamental para o êxito do Plano e a para a estabilidade dos preços. Porém, paralelamente com este êxito, a gestão macroeconômica deixava dois flancos expostos, que estavam se agravando: um desequilíbrio externo crescente e uma séria crise fiscal.

Os efeitos dessas medidas, tanto positivos como negativos, não demoraram a aparecer. Logo ficou claro — fato facilitado pela rápida recomposição da liquidez internacional poucos meses depois da crise mexicana — que o governo estava firmemente empenhado em defender a nova política cambial e que não contemplava novas desvalorizações. Assim, atraídos pela rentabilidade elevada das aplicações em moeda local, os investidores retornaram ao país e as reservas internacionais fecharam 1995 em US\$52 bilhões. Ao mesmo tempo, a inflação começou a ceder e daí em diante a taxa anual caiu ao longo de quatro anos consecutivos. Pode-se concluir que, nas difíceis circunstâncias de 1995, o Plano Real foi salvo por dois fatores: a política monetária, pois sem os juros altos daquela época dificilmente ele teria escapado de sofrer o mesmo destino que os planos que o antecederam; e a situação do mercado financeiro internacional, pois se este não tivesse retornado à ampla liquidez e busca pela atratividade dos mercados emergentes, a política monetária por se provavelmente teria sido incapaz de assegurar o êxito do Plano. (Gianbiagi, 2011, pg. 167)

Com esse progressivo desgaste da âncora cambial - instrumento básico da política monetária - estava gerando um aumento acelerado dos passivos externos do país assim deteriorando a conta corrente, além de gerar uma despesa financeira significativa pela necessidade de compensar o déficit externo mediante a entrada de capitais atraídos pelas elevadas taxas de juros oferecidas no mercado.

O segundo período, em 1997-99, foi marcado pela crise do Plano Real, devido às contradições internas da política econômica daquela época e aos efeitos das crises do Leste Asiático (em 1997) e da Rússia (em 1998) sobre o balanço de pagamentos brasileiro. O Brasil viveu sua própria crise cambial em 1999 e a política restritiva necessária para mudar o regime cambial e monetário contribuiu para a desaceleração do PIB, para 1,4% a.a., mas manteve a tendência de queda da inflação, que foi de 5,2% a.a. no triênio.

Na fase seguinte do governo FHC, entre 2000-2002, o governo conseguiu um acordo com o FMI com financiamento de US\$ 42 bilhões, e em conjunto tomou diversas medidas de austeridade. Essa fase foi marcada pela consolidação do atual sistema de política macroeconômica, quando o regime de metas de inflação e câmbio flutuante em face ao desaparecimento da âncora cambial, complementado pelas metas de resultado primário e demais regras criadas pela LRF. Fez também diversas reformas liberais para retomada do crescimento, como: privatizações; abertura financeira; saneamento do sistema financeiro; reforma da previdência; ajustes fiscais; entre outras. O PIB acelerou para 3,0% a.a., mas a inflação também aumentou significativamente, para uma média de 8,7% a.a. O choque inflacionário

decorreu da combinação de restrições de oferta (o racionamento de energia elétrica de 2001) com a fragilidade externa da economia (reservas internacionais reduzidas e maxi-depreciação cambial em 2002). Em contrapartida as medidas implementadas acima, Gianbiagi ressalta que:

[...] FHC ficou devendo a reforma tributária, o desenvolvimento de um mercado de crédito (ainda atrofiado pelos juros altos quase 10 anos depois do Plano Real) e a superação duradoura da vulnerabilidade externa do país, problema antigo que, inclusive, se agravou no seu primeiro mandato. (Gianbiagi, 2011, pg. 193)

Focando neste processo de abertura financeira que ocorreu no governo FHC, tema central deste trabalho e que será tratado no decorrer deste capítulo com ênfase na economia brasileira, observou-se no Brasil a perda da autonomia da política econômica e a redução do espaço de política fiscal para promover o investimento na infraestrutura econômica e social, logo porque com a liberalização financeira, a economia fica dependente de uma alta taxa de juros para atrair investimentos, no qual impacta em uma apreciação cambial, que corre o investimento produtivo e a demanda interna. Além disso, o aprofundamento da financeirização da economia brasileira desde a abertura econômica abriu novas possibilidades de acumulação de riqueza.

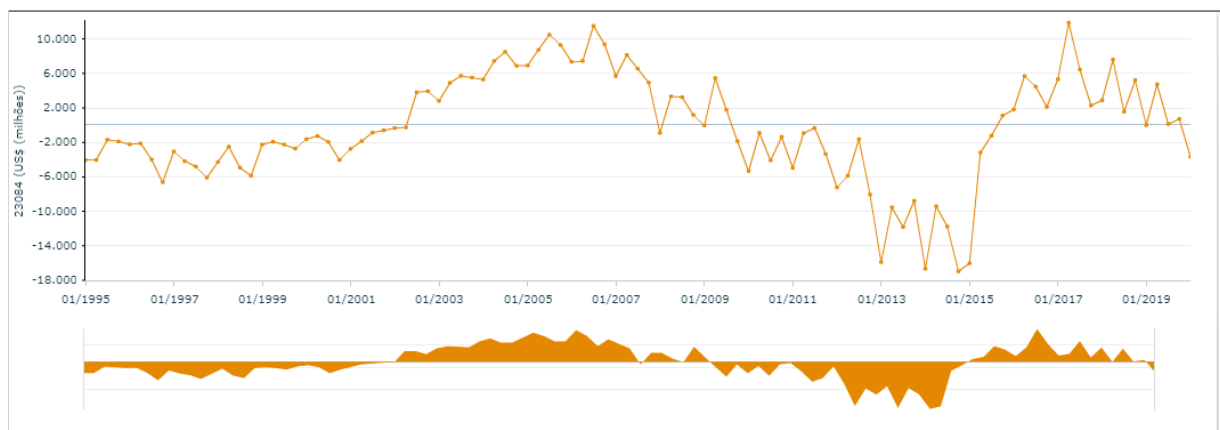
Já na primeira fase do governo Lula, em 2003-05, a política econômica foi claramente orientada para o controle da inflação e a redução da dívida pública, por meio de medidas fiscais e monetárias bem restritivas, com metas de superávits fiscais altas, apreciação da taxa de câmbio e uma continuidade da agenda de reformas estruturais. O ajuste funcionou na direção correta, mas com resultados macroeconômicos inicialmente moderados: houve aceleração do PIB, para 3,3% a.a., e queda da inflação, para 7,5% a.a.

Na segunda fase, corresponde à “inflexão da política econômica do governo Lula”, em 2006-08. Nessa fase também houve um ambiente externo extremamente favorável, que contribuiu para que o governo acumulasse mais reservas internacionais e reduzisse a taxa real de juro devido ao efeito do aumento dos preços de commodities sobre a taxa de câmbio (apreciação do Real). O governo adotou uma política fiscal expansionista com orçamento equilibrado, direcionando o

aumento de arrecadação principalmente para transferência de renda (salário mínimo) e investimentos (o Programa de Aceleração do Crescimento). O PIB de fato se acelerou, para o ritmo mais alto dos últimos vinte anos, 5% aa, enquanto a inflação caiu para o seu nível também mais baixo das últimas décadas, 4,5% a.a.

A característica mais importante desta recuperação, no entanto, não foram os valores, mas sim, seus motores e consequências. A forte demanda externa puxou a economia nos primeiros anos de mandato, e contribui para o crescimento da demanda doméstica, consequentemente para o crescimento do PIB a partir de 2004. Logo o principal componente deste dinamismo foi o consumo em massa como estimulador da atividade econômica.

Gráfico SEQ Gráfico * ARABIC 1 - Balança Comercial e Serviços - Trimestral - Saldo



Fonte: Bacen. Autoria: Própria.

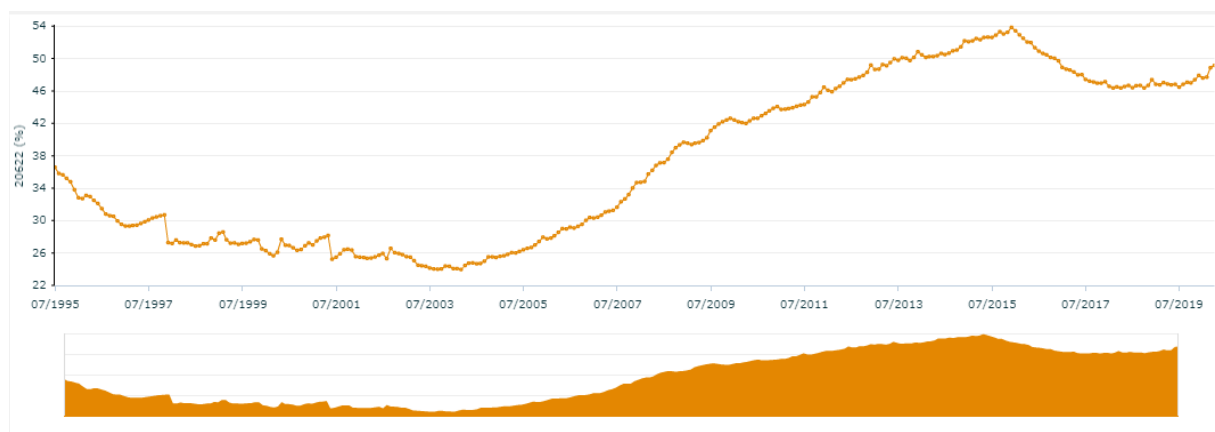
A fase seguinte de política econômica, de 2009-11, foi marcada pelos efeitos da crise financeira internacional de 2008 e pelas ações anticíclicas adotadas pelo governo brasileiro. Em 2009 e 2010 houve redução dos depósitos compulsório dos bancos, corte da taxa básica de juro, criação linhas especiais de empréstimos das reservas internacionais, expansão do crédito direcionado via BNDES, desonerações tributárias temporárias e aumento do investimento público, sobretudo em habitação (via o programa Minha Casa Minha Vida).

É justo considerar que o inicial conservadorismo econômico do governo Lula foi sendo gradualmente substituído, especialmente em uma dimensão estrutural, por uma concepção diferente sobre o papel do Estado, o

tamanho e a importância dos bancos públicos e outras empresas estatais, por mecanismos de planejamento central, revalorização do investimento público. (Biancarelli, 2014, p. 276)

Assim como Biancarelli (2019) pontuou, o governo lula iniciou seu mandato com políticas ortodoxas que foi se afrouxando ao longo do período. Muitos autores denominam as políticas como “social- desenvolvimentista” devido o foco na estabilidade macroeconômica e na crescente importância dada aos aspectos sociais do desenvolvimento, como na ampliação do mercado consumidor. No que tange a esta ampliação houve também, além do cenário externo favorável e da estabilidade macroeconômica, políticas de transferência de renda; sistema de proteção social; política de valorização do salário mínimo; e diminuição do desemprego. Junto com esses processos, ligados a outros fatores também, teve a ampliação do crédito interno, no qual desempenhou um papel importante, estimulado por algumas medidas regulatórias (com destaque para garantias relacionadas ao crédito habitacional), por uma importante inovação financeira (o crédito consignado) e pelas melhorias no mercado de trabalho e na renda que fizeram com que os bancos expandissem a concessão de crédito tanto para PF quanto para empresas. A relação entre crédito total e PIB, que havia iniciado 2003 em apenas 25%, terminou 2010 acima de 45% (ainda abaixo dos padrões internacionais), mostrado no Gráfico XX abaixo:

Gráfico 2 – Saldo da carteira de crédito em relação ao PIB



Fonte: Bacen. Autoria: Própria.

Passados os efeitos mais agudos da crise, em 2011, o governo iniciou uma consolidação fiscal e monetária, revertendo parte dos estímulos dos anos anteriores. Considerando os três anos como um todo, o crescimento do PIB desacelerou para 3,7% a.a. enquanto a inflação aumentou para 5,6% a.a. Todavia a economia brasileira teve um crescimento anual de 7,5%, movida por todos esses processos.

O primeiro governo Dilma foi marcado pela deterioração da política econômica, e no cenário externo houve uma mudança a partir de 2012, com queda dos preços de commodities e desaceleração do comércio mundial. Os primeiros movimentos macroeconômicos foram corte de gastos (que afetaram o investimento público), aumento das taxas básicas de juros e medidas macro prudenciais para controlar o crédito. Os efeitos contracionistas se acentuaram e perduraram: o PIB cresceu 2,7% em 2011, apenas 0.9% em 2012 e 2,3% em 2013.

O excesso de conservadorismo no início do governo, fizeram com que as medidas macroeconômicas começassem a mudar. Houve uma redução nas taxas de juros até o piso histórico de 7,25% em termos nominais, e um maior controle sobre a taxa de câmbio, neutralizando as pressões de apreciação, mas essas medidas trouxeram problemas fiscais. Com a queda ascendente na curva de investimento público, o governo optou pelo incentivo ao investimento privado por meio de uma série de isenções fiscais descoordenadas para setores específicos. Porém tais medidas não foram suficientes para reacelerar a economia e a produção industrial como um todo, e sim, apresentou um efeito positivo na rentabilidade das empresas.

A falta de coordenação entre as políticas monetária e fiscal ao longo do governo Dilma agravou-se após 2013. Com o anúncio do FED (Federal Reserve) de eliminar gradualmente o QE (Quantitative Easing) a partir daquele ano, houve fuga de capitais dos países emergentes, e novamente o Brasil, cuja taxa de câmbio mantivera-se sobrevalorizada desde abril de 2009, foi um dos países que apresentou maior nível de depreciação de sua moeda. A partir daí, a política econômica passou a ter comportamento esquizofrênico. Se, por um lado, a depreciação cambial, ao levar a inflação para níveis bem superiores ao centro da meta, fez com que o Copom iniciasse novo ciclo de aumento das taxas de juros básicas entre março de 2013 e dezembro de 2014 (de 7,25% para 11,75%), levando a taxa de juros real para um patamar em torno de 5% (contra o “piso” de 1% na

situação anterior), por outro lado, a equipe econômica procurava acentuar medidas de incentivo ao crédito e medidas de expansão fiscal voltadas para o lado da oferta (supply-side).

Com isso, a deterioração das contas correntes, a taxa de inflação rondando os limites superiores da meta oficial e a piora nas contas fiscais, ajudaram a espalhar uma convenção pessimista sobre a macroeconomia brasileira. E fez com que surgisse um novo debate de uma visão heterodoxa sobre as questões macroeconômicas, apresentada como uma estratégia de desenvolvimento, chamada “novo desenvolvimentismo”. Essa estratégia de crescimento do governo Dilma, tinha como propósito o aumento da poupança externa e a apreciação da taxa de câmbio, com uma preocupação com a desindustrialização. A desvalorização da moeda nacional, estratégia de crescimento por meio do export-led, corte nas taxas de juros e políticas de ajuste fiscal são as principais propostas objetivas. E no fim, essa “nova matriz macroeconômica” provocou efeitos contrários: num contexto de baixo desemprego, acelerou a demanda agregada pelo lado do consumo, mas, devido ao aumento da incerteza, pouco efeito produziu sobre os investimentos e a oferta agregada. Laura Carvalho (2018) em seu livro, cita o que seria denominado “Nova Matriz Econômica”:

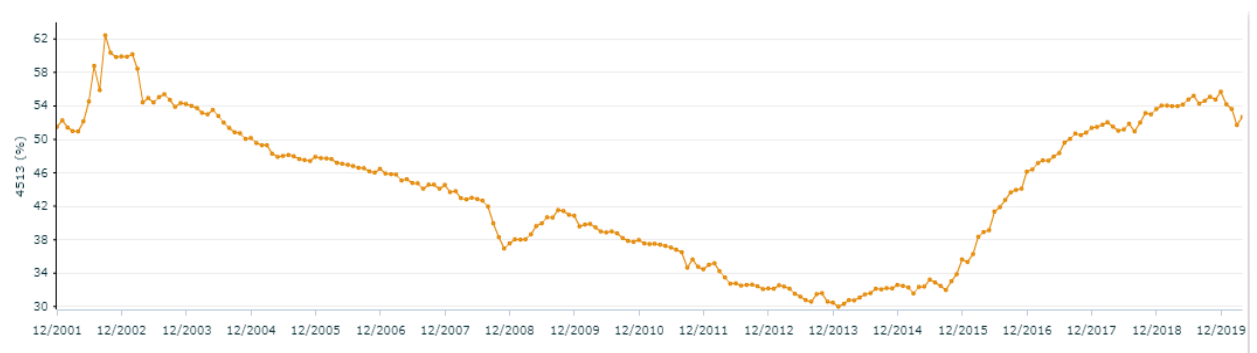
[...]o então secretário de Política Econômica, Márcio Holland, atribuiu o baixo crescimento da economia no ano de 2012 ao que seria uma fase de transição do país, o que chamou de “Nova Matriz Econômica”. De acordo com Holland, “essa matriz combina juro baixo, taxa de câmbio competitiva e uma consolidação fiscal ‘amigável ao investimento’”, o que, junto com uma “intensa desoneração dos investimentos e da produção”, garantiria a retomada do crescimento. (Carvalho (2018), p.45)

E, ainda ressalta os resultados dessa estratégia econômica:

“Essa agenda envolveu a redução de juros, a desvalorização do real, a contenção de gastos e investimentos públicos e uma política de desonerações tributárias cada vez mais ampla, além da expansão do crédito do BNDES e o represamento das tarifas de energia. Pode-se dizer com segurança que os resultados de sua adoção foram desastrosos. A desaceleração da economia e a deterioração fiscal que se seguiram acabaram criando as condições para uma segunda mudança de modelo a partir de 2015, desta vez levando ao abandono do pouco que havia sobrado dos pilares de crescimento do Milagrinho.” (Carvalho, 2018. p. 45)

O curto período do segundo mandato de Dilma Rousseff, em 2015-2016, foi marcado, mesmo em contexto fortemente recessivo, pelo drástico corte de despesas no orçamento público em 2015, acabou contribuindo para deteriorar ainda mais as condições fiscais, que já vinham sendo pressionadas pelo impacto do aumento das taxas de juros sobre as despesas financeiras do Tesouro. Com a situação econômica drástica e com uma fragilidade dos argumentos jurídicos – ancorados em alegada irresponsabilidade fiscal – levou o impeachment da presidente.

Gráfico SEQ Gráfico * ARABIC 3 - Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) - Total - Setor Público Consolidado



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

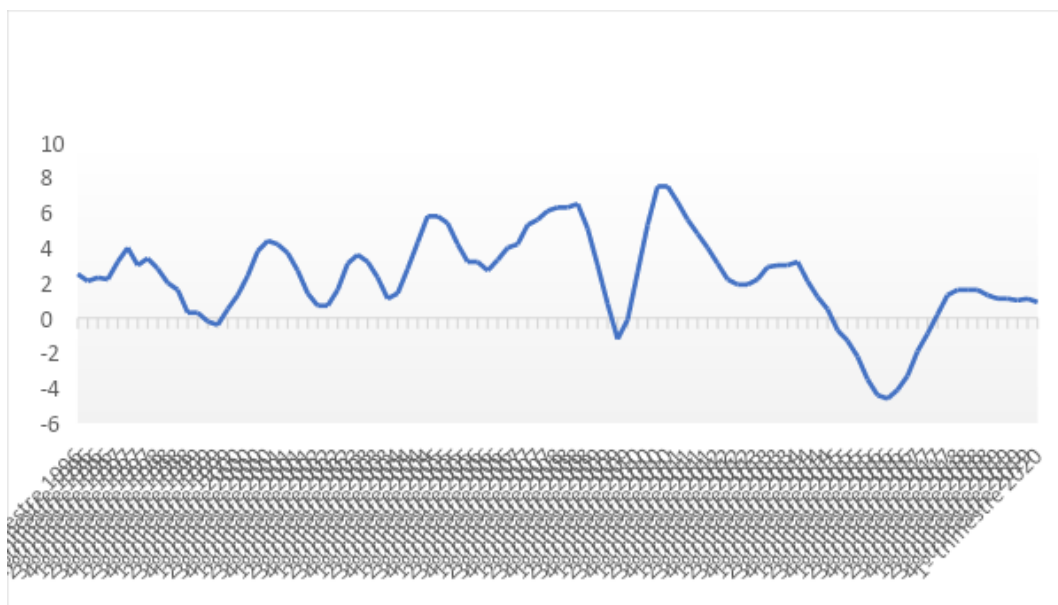
Com a entrada do governo Temer, houve uma piora ainda mais nos resultados fiscais, e aprofundou a recessão iniciada no primeiro trimestre de 2015. As medidas econômicas do então novo governo foram totalmente contracionistas, e foi aprovado a Emenda Constitucional n. 95 (Emenda do Teto de Gastos, promulgada em 15/12/2016), que passou a limitar o crescimento das despesas primárias, nos próximos 20 anos (com possibilidade de revisão daqui a 10 anos), à taxa de inflação

do ano anterior – o que significou, na prática, o total congelamento dos gastos primários totais em termos reais.

Com respeito à política monetária teve elevação das taxas básicas de juros, alcançando 14,25% a.a. em maio de 2016, ficou mantida nesse elevado patamar até outubro deste mesmo ano. Em março de 2017, quando o Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil informava que as expectativas de inflação do mercado eram de 4,1% para aquele ano (logo, abaixo da meta de inflação anual, de 4,5%) e 4,5% para 2018 (equivalente meta anual), a taxa básica de juros só havia sido reduzida para 13%, correspondente a uma taxa real ex-ante em torno de 8,5% a.a., uma das mais elevadas taxas de juros reais do mundo, com o agravante de vigorar em pleno contexto recessivo. Considerando o triênio 2015-17 de crise econômica-política-institucional, o PIB caiu 2,1%a.a. e a inflação subiu para 6,6%, em grande parte devido à liberação dos preços monitorados e ao choque climático adverso em 2015.

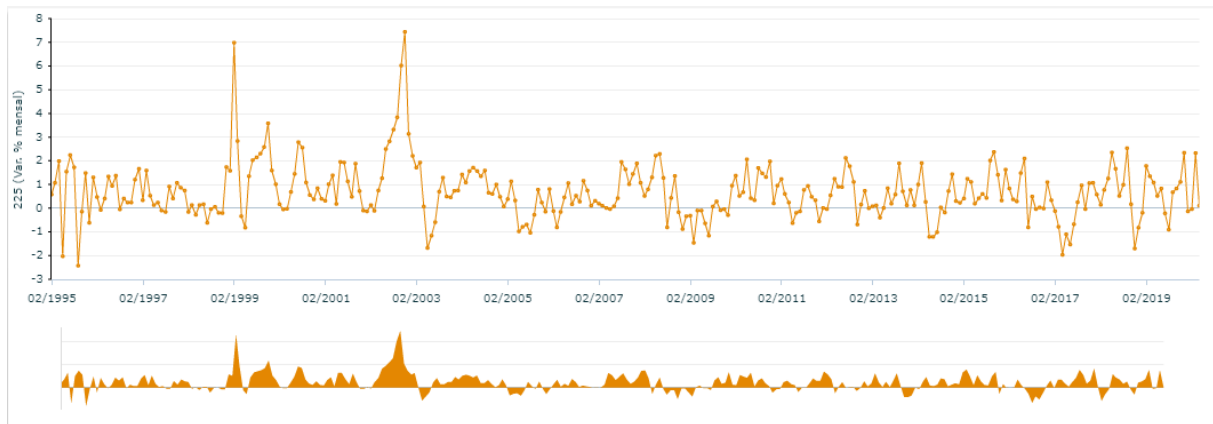
Resumindo o que foi tratado neste capítulo, segue um demonstrativo consolidado do crescimento do PIB e Inflação no período de 1995 e 1996, respectivamente, no Gráfico 4 e 5.

Gráfico 4 - PIB a preços de mercado (1996- 2020) - Taxa acumulada em 4 trimestres



Fonte: IBGE. Elaboração Própria.

Gráfico 5- Índice de preços ao produtor Amplo (1995-2019) – Var % Mensal



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

4 A ABERTURA FINANCEIRA NO BRASIL E SEU IMPACTO NA CRISE DE 2008

Ao decorrer deste capítulo vamos descrever o processo de abertura financeira no Brasil, recuperando o processo de alterações na legislação desde o início dos anos 1990 até recentemente, bem como os contornos institucionais e o debate sobre as reformas.

Como vimos, a abertura financeira é entendida como a eliminação progressiva de restrições à livre movimentações dos fluxos financeiros por entre as fronteiras nacionais, facilitando assim o processo da “financeirização”.

Em termos mais detalhados, as transformações institucionais definidoras da abertura financeira se dão em três níveis, segundo Akyus (1993): i. inward transactions; ii. outward transactions e iii. Conversibilidade da moeda. O primeiro

nível se refere ao ingresso de recursos externos no país, como captação de recursos no exterior pelos residentes e a entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico. O segundo nível, no sentido oposto, se refere à posse de ativos externos e às transferências de capital ao exterior por parte de residentes, e às emissões de passivos e o endividamento de não residentes no mercado doméstico. Por fim, o terceiro nível é o da conversibilidade interna da moeda, relativo à posse e às relações de débito e crédito em moeda estrangeira entre residentes no país.

No Brasil, o primeiro nível de abertura iniciou-se no governo Collor com a liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo: diversificação dos instrumentos (comercial papers, bônus e notes), ampliação das possibilidades de repasse interno dos recursos captados e a regulamentação do lançamento de papéis em bolsas estrangeiras (DRs). Junto com outras vantagens tributárias para facilitar a emissão de todos esses instrumentos no exterior. No primeiro governo FHC, esse movimento se acentua quando as categorias disponíveis para captação com fins de financiamento ou repasse internos são ampliados (as empresas exportadoras também passam a ser candidatas aos repasses) e a aplicação dos recursos ainda não repassados em depósitos não remunerados é revogada, permitindo-se que sejam aplicados em contas de depósitos do Banco Central no exterior. Por fim, amplia-se para instituições financeiras com sede no país a possibilidade do lançamento de Depositary Receipts (DRs) em Bolsas do exterior.

O aprofundamento de medidas estruturais de liberalização neste nível é retomado após a mudança do regime cambial em janeiro de 1999, avança-se então decisivamente na direção da abertura total, deixando o espaço aberto apenas para o controle indireto, através da tributação. As instituições financeiras são autorizadas a captar recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico e, finalmente, a revogação de todos os instrumentos normativos que disciplinavam as emissões de títulos de renda fixa no exterior, e a eliminação da distinção entre investidor residente e não residente.

Já no segundo governo FHC, depois de consolidado o novo regime de flutuação cambial e a nova diretoria do Banco Central, são adotadas medidas que

aprofundam e levam a um ponto final a liberalização da entrada dos investidores estrangeiros no mercado local. Os investimentos no país passam a ser permitidos também para pessoas físicas (não mais apenas para investidores institucionais) e os estrangeiros passam a ter acesso às mesmas opções de aplicação disponíveis aos residentes.

Assim o primeiro nível da liberalização financeira no país se consolidou nos governos Collor e FHC. Chegava-se, em relação à captação de recursos no exterior e à entrada de investidores no mercado local, a uma situação de abertura consolidada, com a abolição de controles diretos, vinculações de aplicação e prazos mínimos. Mas preservou-se o espaço para manipulações conjunturais via controles indiretos, principalmente por meio da tributação dos recursos ingressantes.

No segundo nível (outward transactions) que se refere à posse de ativos externos, transferência de capital e ao endividamento interno de não residentes, as mudanças mais significativas foram implementadas no governo Lula, aprofundando a partir de 2005. Porém o primeiro avanço nessa direção se dá a partir do mercado de câmbio com taxas flutuantes e depois em 1996 com a forte entrada de recursos externos, nova desregulamentação no mercado flutuante eliminando a exigência de registros para diversas operações de remessa, permanecendo a notificação apenas para valores superiores a US\$ 10.000.

Houve também medidas em outras frentes nas primeiras etapas. As remessas de divisas ao exterior foram sendo incentivadas, primeiro pela redução de impostas e outras facilidades burocráticas sobre a remessa de lucros e dividendos entre matrizes e filiais. Ao mesmo tempo, procurou-se fomentar o investimento brasileiro no exterior e por meio dos quais os residentes poderiam investir em títulos de dívidas negociadas no exterior e em aplicações em renda variável, com a regulamentação dos investimentos em ações no exterior através de BDRs.

No governo Lula, os dois segmentos do mercado cambial foram unificados: as pessoas físicas e jurídicas passam a poder comprar e vender moeda estrangeira para fins de aplicação no exterior, sem limitação de valor, diretamente da rede bancária, além da liberalização totalmente das aplicações de PF e PJ em mercado de capitais no exterior. Na mesma direção, foram sendo tomados passos decisivos

em relação à liberdade de alocação das receitas de exportação no exterior (que, anteriormente deveriam ser integralmente internalizadas).

O objetivo da facilitação da saída de recursos é neutralizar parte da pressão de entrada de divisas sobre a taxa de câmbio, intensa durante todo governo Lula e que corresponde ao segundo ciclo de liquidez para países em desenvolvimento.

Já em relação ao terceiro nível – a conversibilidade da moeda que é a posse e relações de débito e crédito em moeda estrangeira entre residentes no país, o Brasil não avançou muito em relação a outros países em desenvolvimento. Só para alguns setores específicos há um grau de ampliação desse nível, como os bancos atuantes no mercado de câmbio ou algumas empresas de prestação de serviços de energia, gás e petróleo em processo de privatização, porém em situações específicas.

Partindo de uma “visão crítica”, como Biancareli (2007) explica:

Já a “visão crítica” inicialmente preocupada com uma solução definitiva para a renegociação da dívida, encara com subestimação e desconfiança as possibilidades e promessas do novo financiamento externo no início dos anos 1990. Em meio ao ceticismo e às preocupações com os efeitos macroeconômicos de uma entrada excessiva de divisas -, o rumo passa a ser criticado. Em seguida, a fase da âncora cambial e da sucessão de crises foi marcada fundamentalmente pelo aprimoramento dos diagnósticos, em relação às novas características da economia internacional, aos primeiros sinais do fracasso das promessas da liberalização, e à ampliação da vulnerabilidade externa que ela ensejava.

Assim a abertura financeira nos países em desenvolvimento são restritivas, devido ao limite baixo que temos em relação a “tolerância do endividamento externo”, por conta de suas debilidades institucionais e de política econômica (Reinhart, Rogoff & Savastano, 2003); teriam tendência crônica ao “descasamento de moedas” em seus ativos e passivos, tornando as empresas, famílias e Estados, muito vulneráveis a flutuações na taxa de câmbio (Goldstein & Turner, 2004); ou, incapacidade de emitir dívida externa nas suas próprias moedas (Eichengreen & Hausmann, (eds., 2005)).

Em um plano estrutural, as finanças globalizadas são marcadas por um caráter instável e especulativo, principalmente por conta do predomínio da securitização nas relações financeiras e a institucionalização das poupanças, assim

o padrão do comportamento de um amplo espectro de agentes econômicos teria se tornado especulativo, no sentido keynesiano: a tentativa de derivar ganhos de curto prazo da posse de ativos e antecipar as tendências de mercado. Com as possibilidades ampliadas de aplicação do capital, devido aos processos nacionais de abertura, originou vários tipos de fluxos carregados primordialmente do motivo especulativo. Empréstimos bancários internacionais (devidamente securitizados), investimento em ações e mesmo de investimento direto e detrimento dos investimentos de greenfield.

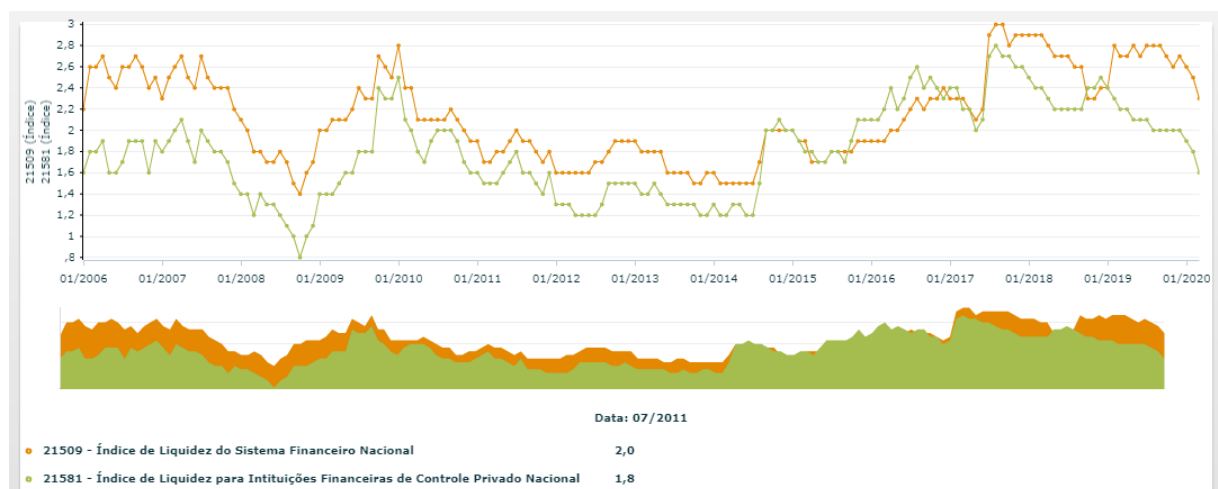
Portanto, as recorrentes crises financeiras que marcaram as últimas décadas são marcadas pelas mudanças súbitas dos investidores, o espírito de manada e os grandes estragos decorrentes são intrínsecos às finanças contemporâneas, onde a incerteza em relação ao comportamento futuro são fatores chaves das políticas em relação ao câmbio e aos juros. E isso se aprofunda ainda mais nas economias em desenvolvimento, onde apresentam três assimetrias (Biancarelli, 2010): i. representam apenas uma parcela marginal dos mercados financeiros globais; ii. Assimetria macroeconômica e iii. Assimetria monetária.

O avanço da “financeirização” foi um dos principais fatores que contribuíram para a crise financeira de 2007 nos EUA. A liberação financeira, onde o advento das inovações financeiras, em um quadro de desregulamentação, contribuíra para a fragilização do sistema. Por muitos anos prevaleceu, no sistema financeiro norte-americano, o ideário liberatório, onde era constante a presença de diversas inovações por parte das instituições financeiras em busca de maiores lucros. Nesta crise, em especial, a securitização que permitiu que hipotecas virassem títulos, podendo ser negociadas em mercados secundários, foi um dos condicionantes da crise, contribuindo para a fragilização do sistema financeiro. “Momentos como este da crise norte-americana de 2007 servem para apontar que existem imperfeições no mercado e que os preços não fornecem explicações para o próprio mercado e que este não é eficiente” (LIMA e MATHIAS, 2009, p. 16). A crise de 2008 pode ser considerada um “momento Minsky” por concernir exatamente com sua hipótese de instabilidade financeira, mostrando a necessidade de se analisar as atividades econômicas de uma forma distinta a que se está acostumada. O sistema não é

automaticamente eficiente e, sem intervenções e prudência, está fadado ao insucesso.

Focando na economia Brasileira, a crise atingiu fortemente tanto pela via do comércio exterior como pela via dos fluxos financeiros, incluindo as linhas de crédito comercial. O congelamento dos mercados interbancários e financeiros internacionais e a abrupta desvalorização do real associada à fuga para segurança dos investidores estrangeiros e à desmontagem das operações com derivativos cambiais realizadas pelas empresas conduziram à rápida deterioração das expectativas dos bancos que reagiram contraindo crédito e "empoçando" a liquidez, mostrado no Gráfico 6.

Gráfico 6 - Índice de Liquidez Sistema Financeiro Nacional x Instituições Financeiras de Controle Privado

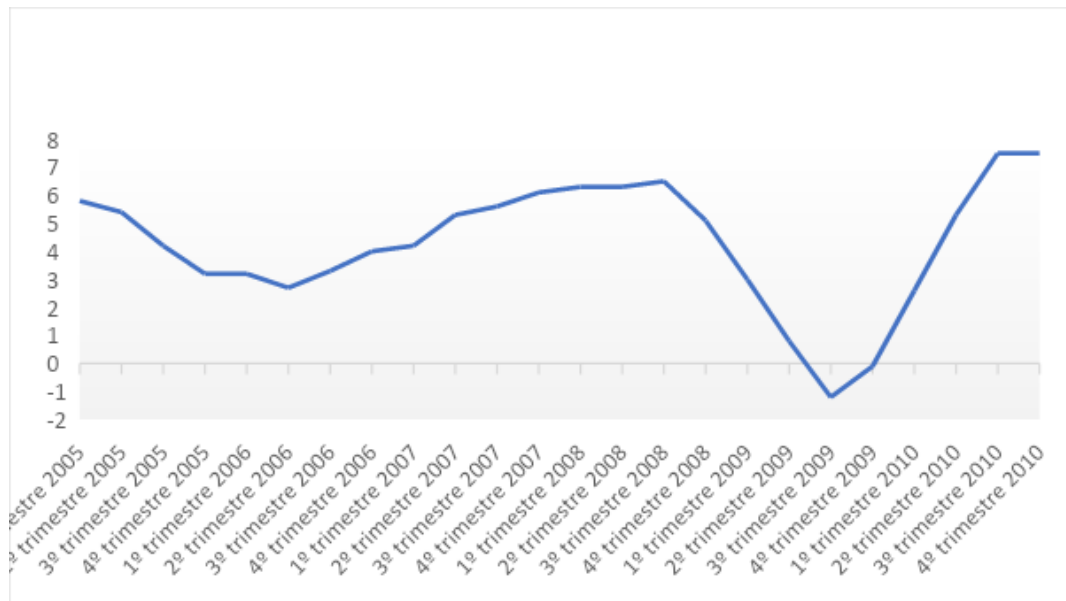


Fonte: Bacen. Autoria: SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais.

A crise internacional atingiu a economia brasileira em um momento de auge, quando completava uma sequência de seis trimestres de crescimento em aceleração. Na reversão das expectativas, os bancos reagiram com excesso de prudência e retraíram fortemente o crédito, levando as empresas a rever os planos de produção e de investimento. O resultado foi a rápida desaceleração da atividade econômica no último trimestre do ano, como mostra o Gráfico 7. Os crescentes rumores sobre as perdas, de empresas e bancos, com derivativos de câmbio

desencadearam um movimento de absoluta aversão ao risco e preferência pela liquidez por parte dos bancos, afetando assim toda cadeia produtiva.

Gráfico 7 - PIB a preços de mercado (2005-10) – Taxa acumulada em 4 trimestres



Fonte: IBGE. Autoria: Própria.

Interligando as consequências da crise no Brasil com a abertura financeira, em 2008 houve um forte retração do volume de capital ingressantes, devido as flutuações dos humores dos investidores internacionais, porque continuam vendo o país como um destino ainda marginal em suas carteiras de aplicação, e o Real como uma moeda inconvertível sujeita a liquidações em períodos de aversão ao risco. Os impactos domésticos da instabilidade dos fluxos de capitais internacional se dão em duas ordens: sobre variáveis macroeconômicas, que são chaves para o crescimento sustentado; e sobre as condições de operação do sistema financeiro doméstico, especialmente o mercado de capitais. Segundo Biancareli (2007), os efeitos da crise não se dão apenas sobre o câmbio e juros, que são cruciais para o investimento produtivo, mas também se dá pelas volumosas e desimpedidas entradas e saídas de investidores e recursos do sistema financeiro local, que deixa o país vinculado ao movimento cíclico internacional.

A reversão abrupta do cenário internacional e a elevação inusitada da aversão internacional ao risco nos últimos meses de 2008 vieram a comprovar essas ligações com o mercado doméstico de crédito. A virtual

paralisação do mercado local de crédito nas semanas seguintes ao auge da crise em setembro se deu muito mais por conta das incertezas trazidas pela disparada da taxa de câmbio – e suas repercussões sobre a situação dos bancos e empresas envolvidas com instrumentos derivativos – do que por paralisações nas condições de captação externa. Mas, como também será discutido no próximo capítulo, a evolução nos meses seguintes acrescentou novos elementos a essa ligação entre finanças domésticas e situação externa, confirmando o raciocínio aqui. Por um lado, com a volta da apreciação cambial e com a forte queda da taxa de juros na sequência da crise, o crédito voltou a ganhar folego. Por outro, mais alvissareiro, a forte reação dos bancos públicos – que ampliaram as concessões de financiamento e ganharam espaço em meio ao momento de maior incerteza – sinaliza uma atuação desses agentes menos vinculada as oscilações cíclicas, pelo menos no período mais recente. (Biancarelli, 2007)

Logo em períodos de crise, os países em desenvolvimento como o Brasil, são mais impactados tanto em suas contas externas, quanto no mercado de capital, devido à uma abertura financeira, com condições precárias em relação aos países desenvolvidos, que estão sujeitos também a ciclos e instabilidades financeiras.

5 A INFLUÊNCIA DA FINANCEIRIZAÇÃO NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, NAS ENF's E PRINCIPALMENTE SEU IMPACTO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO

Como vimos anteriormente, o processo de financeirização nas economias em desenvolvimento apresenta especificidades com relação as economias desenvolvidas, no qual se materializa por meio de liberalização e à desregulamentação financeira, que tem como fator determinante a sua integração, a subordinação ao mercado financeiro global.

Sendo assim, Karwowski e Stockhammer (2017, p.61) identificaram que dentro das interpretações do fenômeno nas economias em desenvolvimento estão a liberalização da conta capital e financeira, a integração dessas economias com o mercado global e a elevação do nível de endividamento das empresas não financeiras (ENF's) – que tem como consequência a queda dos gastos de investimento, que tende a diminuir a taxa de crescimento do produto no longo prazo.

Especificadamente no Brasil, observou-se com o processo de liberalização financeira, a perda da autonomia política econômica e a redução da política fiscal para promover o investimento na infraestrutura econômica e social. Esta perda de autonomia faz com que se torne um círculo vicioso particular, que se deve principalmente à nossa conjuntura econômica nos últimos anos, onde há elevadas taxas de juros, como ressalta Bruno (2016):

As pesquisas recentes sobre o atual padrão de crescimento no Brasil apresentam evidências empíricas de vigência de um processo particular de financeirização por juros, que subordina o Estado e mantém a economia refém das expectativas dos mercados financeiros. Neste país, o processo de financeirização reproduz-se, predominantemente, por ativos de renda fixa e derivativos conectados direta ou indiretamente ao endividamento público e sob as mais altas taxas reais de juros do planeta. A lógica de valorização financeira e sua elevada rentabilidade sobrepõem-se aos setores produtivos, afetando-lhes as formas de gestão e induzindo-lhes à contenção salarial e ao baixo investimento em ampliação da capacidade

produtiva instalada. Paralelamente, a autonomia da política econômica e as margens de manobra do Estado tornam-se muito reduzidas. As expectativas econômicas voltam-se, prioritariamente, para o curto prazo, explicando-se assim a grande importância atribuída às análises de conjuntura, nos últimos 20 anos.

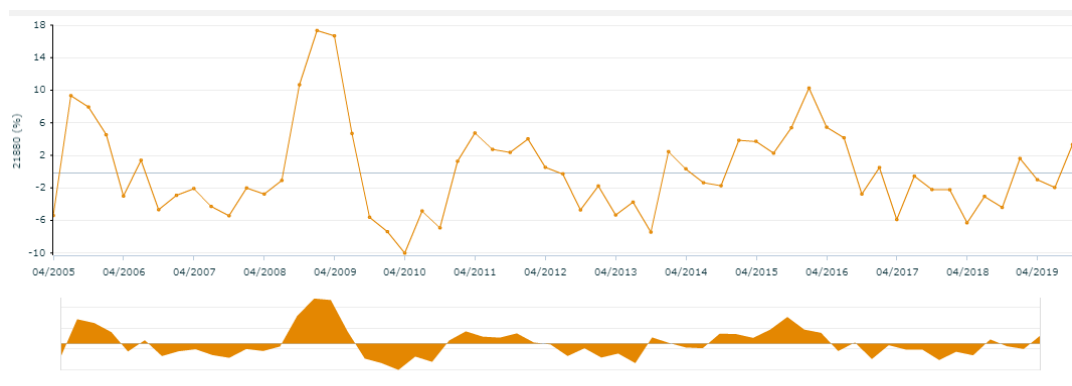
Desde a abertura financeira, a economia brasileira apresentou um cenário macroeconômico favorável, apenas no período de 2003-2008, com uma forte influência externa, no qual foi marcada pelo “Milagrinho Econômico”, sendo atingida posteriormente pela crise americana de 2007, onde alterou os cenários tanto externo como interno, como vimos nos capítulos 2 e 3. A crise impactou negativamente nas decisões de investimento em ativos fixos e afetou as estratégias patrimoniais dos bancos e das ENF's. Com um cenário desfavorável, essas estratégias no campo de investimento produtivo que promovem desenvolvimento econômico e social foram naturalmente colocadas em segundo plano ou simplesmente descartadas pelas decisões empresariais, no qual foi reforçada pelo processo de financeirização desde a abertura econômica, onde surgiu novas fontes de acumulação de riqueza, que alterou desde então o comportamento dos bancos e empresas, aprofundando assim a desaceleração econômica.

Segundo Corrêa, Lemos e Feijo (2017) a crise da economia brasileira se configura como uma crise do caráter minskyiano, e sua superação só ocorrerá quando a capacidade de acumulação de capital das firmas não financeiras for recuperada, assim como o grau de confiança nas expectativas para induzir o investimento em ativos de capital.

O aparato teórico desenvolvido por Minsky (1986, 1992) sobre posturas de financiamento das empresas e a vulnerabilidade financeira é essencial para conectar o fenômeno da financeirização ao nível da firma e seus efeitos sobre o investimento produtivo e a instabilidade econômica. (Corrêa, Lemos e Feijo, 2017)

Em conjunto com o avanço do processo de financeirização se notou um aumento do endividamento das ENF'S como um dos impactos negativos sobre os gastos de investimentos dessas empresas. O gráfico abaixo, mostra o aumento da inadimplência sobre a carteira de crédito no Brasil nos últimos anos.

Gráfico 8 - Índice de Inadimplência da carteira de Crédito- Variação percentual



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

Com a mudança do padrão de acumulação de riqueza, ora antes por meio das vendas de bens e serviços, os empresários das ENF's investiam seus recursos em ativos de capital de acordo com sua expectativa de demanda, no qual é remunerado através dos lucros. Com a modernização do sistema financeiro, as oportunidades não se restringiram apenas a aplicações em ativos reais, que geram empregos e renda a nível agregado, mas sim, se ampliou em ativos financeiros que possuem maior nível de rentabilidade, além da sua possível valorização. Desta forma, a crescente financeirização permite que a geração de riqueza ocorra sob forma de acumulação de ativos que não geram renda e emprego a nível agregado.

Segundo Boyer (2000), um dos tipos de regime de crescimento é o crescimento orientado pela financeirização – finance-led growth regime, onde o aumento da rentabilidade financeira é o alvo estratégico da empresa não financeira,

ao invés do aumento da produtividade do trabalho. E essa rentabilidade independe de como venha a crescer, seja por meio de um rápido crescimento da produtividade ou de rendas oligopolistas através da inovação. E quanto mais as empresas valorizam por meio do aumento da acumulação de ativos financeiros, as taxas agregadas de renda e crescimento do produto serão baixas e as preferências de liquidez e as taxas de juros tenderão a crescer, como explica Corrêa, Lemos e Feijo (2017):

A razão disso é que, num contexto de financeirização, as decisões que envolvem um longo período de tempo acabam dependendo principalmente de decisões tomadas por empresas financeiras para expandir financiamentos a fim de atender a demanda por aquisição de bens de capital ou para reverter o peso acumulado de dívidas. Isto implica assumir que, uma deterioração das expectativas implicará uma redução na oferta de novos empréstimos, absolutamente ou, mais provavelmente, em termos relativos, elevando as taxas de juros. Esta reação visa evitar a erosão das margens de segurança nos empréstimos. Nesse sentido, a demanda agregada é contraída, mas não necessariamente a parcela da renda auferida pelo setor financeiro. Na verdade, no regime de crescimento liderado pelas finanças, a parcela de renda ganha pelos proprietários de riqueza tenderia a aumentar independentemente do ritmo de crescimento econômico. Em períodos de expectativa otimista, um volume maior de empréstimos garantiria o rendimento das empresas financeiras e em períodos de deterioração das expectativas, as taxas de juros aumentariam quando o volume de crédito fosse reduzido e a taxa de crescimento desacelerasse. Este papel especial das empresas financeiras na acumulação de capital permite ao setor financeiro aumentar sua participação na renda total, aumentando a riqueza financeira, apesar da desaceleração da taxa de crescimento da renda agregada e da produção.

A HIF de Minsky, que analisamos no primeiro capítulo, mostra que as flutuações econômicas são decorrentes da forma como as empresas financiam seus investimentos. Assim sendo, o momento da instabilidade ocorre quando os agentes estão sem a liquidez necessária para honrar suas obrigações, até chegar no ponto mais agressivo da fragilidade financeira que é a posição Ponzi, no qual os investidores não conseguem efetuar nem o pagamento do juros da dívida, com o seu fluxo de caixa e estoque de ativos, sendo necessário efetuar novos empréstimos para liquidar os existentes, o que é insustentável no longo prazo. Com um número significativo de empresas nessa posição e agindo de forma especulativa, mas as condições macroeconômicas estarão sujeitas a instabilidade financeira. E esse fenômeno é um dos sintomas da financeirização.

Outra característica do processo de financeirização são os lucros das ENF's e das instituições financeiras, que sofreram uma redistribuição, como ressalta Corrêa, Lemos e Feijo (2017):

Uma das características do processo de financeirização é a redistribuição de lucros do setor não-financeiro para o setor financeiro (Palley, 2013, p. 5). Dessa forma, a parcela dos lucros provenientes dos setores não-financeiros decairia em prol de um aumento da parcela dos lucros provenientes do setor financeiro. Por outro lado, o processo de financeirização poderia levar a uma mudança na própria composição dos lucros dos setores não-financeiros, de modo que o lucro não operacional aumentaria a sua participação no lucro total em decorrência de uma queda da participação do lucro operacional (ver por exemplo, Clévenot, 2006, p. 4). Ou seja, as empresas iriam compensar parte da retração das suas atividades tradicionais com o aumento da atividade financeira.

Além dos pontos citados acima, há outros impactos claros da financeirização sobre desenvolvimento econômico e social na economia brasileira, nos quais são prejudiciais a economia em seu âmbito geral. Bruno (2016) destaca os seguintes pontos: esterilização da poupança de famílias e de empresas por seu uso improdutivo; perda de autonomia da política econômica; tendência forte apreciação real da taxa de câmbio; pressões recorrentes sobre o equilíbrio externo; e intensificação da concentração funcional e setorial da renda.

A esterilização da poupança ocorre devido a atratividade das finanças por seus ganhos rápidos, com baixo risco e alta liquidez das operações, em termos keynesiano, a financeirização exacerba e eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos agentes econômicos, afastando-os das imobilizações de capital nas atividades produtivas, precisamente aquelas necessárias ao desenvolvimento econômico e social. A perda de autonomia da política econômica está, intrinsecamente, ligada a "obrigação" que o Estado tem em emitir maior quantidade de títulos da dívida pública, para compensar o grande volume de divisas que é obrigado a ceder devido ao padrão de inserção internacional, focado nos ativos financeiros de curto prazo, no qual aumenta a dívida pública. Além disso, o Estado promove uma expansão da carga tributária, para arcar com suas obrigações e pagamento dos juros da dívida. Como consequência, a política fiscal e monetária perde eficiência e deixam de ser instrumentos para o crescimento econômico.

O Brasil, devido ao seu baixo índice de desindustrialização, tem na sua maior pauta de exportação as commodities, enquanto os produtos de maior conteúdo científico-tecnológico e valor agregado são supridos pelos países asiáticos. Logo, tem como uma variável importante a taxa cambial para o seu desenvolvimento industrial, mas o desenvolvimento fica comprometido devido a tendência a apreciação do real frente ao dólar. Essa apreciação, causada pela liberalização dos fluxos de capitais, gera perda de competitividade externa, e conseqüentemente pressiona a balança de pagamentos.

Especificadamente a economia brasileira, ao depender de variáveis como taxa de juros, taxa cambial, FBCF, entre outras, o processo de financeirização impacta diretamente no crescimento econômico e seu desenvolvimento econômico e social. A dominância financeira que implica reproduz mediante estruturas institucionais, como a própria forma de inserção internacional sem controles significativos sobre os fluxos de capitais e com mercado de derivativos profundo é uma componente-chave na arquitetura institucional que define esse padrão de acumulação de riquezas. A política econômica baseada no tripé superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação é outra peça que lhe é complementar e necessária à sua reprodução.

6 CONCLUSÃO

A economia brasileira, assim como os países em desenvolvimento acompanhou no decorrer dos últimos anos as transformações ocorridas no mundo, bem como, o processo de abertura financeira em um ambiente de globalização financeira, a predominância de fluxos de portfólio voláteis e guiados, principalmente, baseado na especulação. Essas transformações vêm se consolidando significativamente no Brasil, acentuando assim algumas restrições específicas da economia brasileira como vulnerabilidade externa, desindustrialização, baixo crescimento produtivo, entre outros.

Este processo conhecido como financeirização, que foi discutido neste trabalho, é responsável por diversos impactos ocorridos nas instituições financeiras, instituições não financeiras e, principalmente, no crescimento econômico. A percepção de financeirização tem o intuito de proporcionar uma perspectiva crítica

aos pressupostos da teoria econômica clássica, mostrando que os mercados financeiros são eficientes, com a capacidade de se auto regular e de conciliar aos interesses dos detentores de capital, concluindo que este processo é o melhor para economia como um todo.

Porém, com o aprofundamento deste processo, ou seja, da liberalização das finanças em escala global, houve um aumento da frequência das crises bancárias e financeiras, impedido que as economias alcancem, via sustentável, um alto crescimento com um desenvolvimento social significativo.

O desencadeamento da crise financeira de 2008 foi um dos maiores exemplos da contribuição deste processo devido a alteração na estratégia patrimonial das ENF's. No ciclo de expansão anterior à crise financeira internacional de 2003 a 2008, as empresas brasileiras foram estimuladas pela expansão das exportações, pelo aumento da liquidez internacional, pela melhora nos termos de troca e, também pela expansão do mercado interno. O aumento do investimento foi baseado em uma alteração no perfil do seu financiamento, uma vez que a participação dos meios de financiamento externo às empresas foi ampliada. Como consequência o nível de endividamento das empresas aumentou substancialmente neste período, assim como o nível de alavancagem.

Tendo em vista a conjuntura abordada acima, pode-se levar em consideração também o comportamento restritivo do setor bancário, o aumento do spread bancário e da seletividade nas concessões de crédito contribuíram para o aprofundamento do ciclo de endividamento das empresas ao aumentar os custos de rolagem das dívidas. Dado o aumento da alavancagem e da exposição cambial de um número significativo de empresas brasileiras observado nos últimos anos é possível caracterizar que essa parcela das empresas possui postura de financiamento Ponzi.

Conforme apresentado neste trabalho, a economia brasileira estaria enquadrada em uma fase descendente do ciclo minskyano. Uma das saídas possíveis desse ciclo, seria a partir de uma nova institucionalidade que promova o investimento produtivo tanto no âmbito público como privado, sendo este dependente da melhora na condição financeira das ENFs, no qual está ligado com a

recuperação do cash flow das mesmas, que por sua vez depende da recuperação do nível da demanda agregada e da queda na taxa de juros reais.

Analisando o período atual da economia brasileira, com uma política de austeridade econômica do governo federal, e o setor privado voltado prioritariamente para ganhos via especulativos e de curto prazo, no qual aumenta o potencial da crise sobre a economia, a saída da longa recessão, sendo que foi potencializada devido a pandemia que estamos vivenciando, seria então via investimento público.

7 REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **SGS- Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 24 Maio 2020.

BIANCARELLI, André M.. **A Era Lula e sua questão econômica principal: crescimento, mercado interno e distribuição de renda.** *Rev. Inst. Estud. Bras.*, São Paulo, n. 58, p. 263-288, junho 2014. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0020-38742014000100012&lng=en&nrm=iso>. Acesso: 1 Maio 2020.

BRUNO, Miguel. **Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil.** *ComCiência*, Campinas, n. 128, maio 2011. Disponível em <http://comciencia.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-76542011000400009&lng=es&nrm=iso>. Acesso: 29 Maio 2020.

CARNEIRO, Ricardo. **Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira Parte I: Uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky.** Texto para discussão. Unicamp. IE, Campinas, SP, n.344, ago.2018. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/textos-para-discussao/acumulacao-ficticia-especulacao-e-instabilidade-financeira--parte-i-uma-reflexao-sobre-a-financeirizacao-a-partir-de-marx--keynes-e-minsky-> . Acesso em: 14 Março 2020

CARVALHO, L. **Valsa brasileira: do boom ao caos econômico.** São Paulo: Todavia, 2018.

Corrêa, Mariana Finello. Lemos, Pedro de Medeiros. Feijo, Carmem. **Financeirização empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira,** (2017). Disponível em: <https://drive.google.com/file/d/1mea0IWuLSrL_3fcNAW9TYtRt3KvwV4u9/view>. Acesso em: 16 Novembro 2019.

GIAMBIAGI, Fabio. et al. **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010].** 2 Ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais- SCNT**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>. Acesso em: 24 Maio 2020

INSTITUTO DE PESQUISA ECONOMICA APLICADA. IpeaData. **IpeaData**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 28 abril 2020

KEYNES, John Maynard [1936]. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo, SP: Atlas, 1992.

LAPAVITSAS, C. **Financialised capitalism: crisis and financial expropriation**. Historical Materialism, v. 17, p. 114-148, 2009.

LOURENÇO, André Luis C. de. **O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade**, (2006). Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/625/02-Minsky.pdf>. Acesso em: 19 Março de 2020.

MARCOLINO, Luiz Cláudio; CARNEIRO, Ricardo. **Sistema Financeiro e desenvolvimento no Brasil do Plano Real à crise financeira**. 1 ed. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010.

MARX, K. [1894]. **O capital**. São Paulo: Editora Boitempo, 2017.

MINSKY, H. P. **The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory**. Challenge, v. 20, n. 1, p. 20-27, 1977.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky**, (1988). Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Maria_Mollo2/publication/268387817_Instabilidade_do_Capitalismo_Incerteza_e_Papel_das_Autoridades_Monetarias_uma_leitura

_de_Minsky/links/546a042a0cf2f5eb180771b3/Instabilidade-do-Capitalismo-Incerteza-e-Papel-das-Autoridades-Monetarias-uma-leitura-de-Minsky.pdf>. Acesso em: 19 Março 2019.

SCHUMPETER, J. A. [1934]. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.