

## **Por uma Economia Política da Financeirização: Teoria e Evidências**

### **For a Political Economy of Financialization: Theory and Evidence**

José Carlos Braga (IE/Unicamp)

Giuliano Conto de Oliveira (IE/Unicamp)

Paulo José Whitaker Wolf (IE/Unicamp)

Alex Wilhans Palludeto (IE/Unicamp)

Simone de Deos (IE/Unicamp)

#### **SESSÃO ORDINÁRIA - ÁREA 6- DINHEIRO, FINANÇAS INTERNACIONAIS E CRESCIMENTO**

##### **Resumo**

O fim do arranjo de Bretton Woods ensejou não apenas uma mudança nas regras do jogo das relações econômicas em âmbito mundial, mas também no próprio modo de operação do capitalismo. A liberalização dos fluxos de capitais e a desregulamentação e integração dos mercados financeiros internacionais sob a liderança dos Estados Unidos deu origem a um novo padrão sistêmico de riqueza, a financeirização, em que as operações financeiras ganham importância cada vez maior na gestão de ativos e passivos por parte das famílias e das empresas, e não apenas de instituições do mercado financeiro. Ao contrário do que sugerem interpretações mais recentes sobre esse fenômeno, isso não significa uma tendência do sistema à estagnação, mas um aumento da sua instabilidade característica, reforçando os momentos de expansão, mas também de contração. De fato, com a generalização e a dominância da lógica financeira as decisões de endividamento e de gasto das empresas e das famílias passaram a ser crescentemente sensíveis às oscilações correntes e esperadas nos estoques de riqueza, as quais, por sua vez, são sensíveis às mudanças dos preços dos ativos financeiros. Isso implica em transformações da relação entre Estado e mercados, com os bancos centrais e os tesouros nacionais tornando-se reféns da necessidade de evitar as perdas patrimoniais privadas e os efeitos perversos que elas podem exercer sobre os níveis de produto, renda e emprego da economia.

**Palavras-chave:** Financeirização; capitalismo contemporâneo; dinâmica econômica.

##### **Abstract**

The end of Bretton Woods arrangement lead not only to a change in the rules of the game of international economic relations, but also in the very way of being of capitalism. The liberalization of capital flows and deregulation and integration of financial markets under US leadership gave rise to a new systemic pattern of wealth, the financialization, in which operations with financial assets received increasing importance in wealth management by households and enterprises and not only by banks and the other financial markets institutions. Unlike most recent interpretations about this phenomenon suggest, it does not mean a tendency of the system towards stagnation, but an increase of the instability that characterizes it, reinforcing the moments of expansion but also of contraction. In fact, with the generalization and the dominance of finance, borrowing and spending decisions by enterprises and households are now increasingly responsible to current and expected fluctuations in the stock of wealth, which in turn are responsive to current and expected fluctuations in the prices of financial assets. This implies a transformation of the relationship between the state and the market, with central banks and national treasures becoming hostages of the need to prevent private losses and the perverse effects they may exercise over output, income and employment levels of the economy.

**Key words:** Financialization; contemporary capitalism; economic dynamic.

**JEL Code:** F3, G1, E3.

## 1 Introdução

O termo financeirização tornou-se parte do vocabulário corrente de diversas linhas do pensamento econômico no período recente. É crescente o volume de publicações científicas que o tem utilizado nas últimas duas décadas, particularmente aquelas críticas ao *mainstream economics*. Seu disseminado uso, porém, não implica qualquer definição minimamente consensual (Lapavistas, 2011, p. 611). De fato, ainda que, em linhas gerais, o termo procure captar um amplo e heterogêneo conjunto de fenômenos sociais que teriam alçado as finanças ao centro do capitalismo contemporâneo a partir das décadas de 1970-1980, e que o façam, em geral, em uma perspectiva “crítica”, o conteúdo desses fenômenos e suas possíveis implicações são tratados de formas variadas.

Frequentemente, a financeirização é concebida como sinônimo de especulação exacerbada, crescimento “exagerado” do setor financeiro (Sawyer, 2016), privatização, transformação de serviços públicos em meras mercadorias submetidas à lógica do capital, liberalização e desregulamentação financeira e abertura de capital das empresas, a partir da emissão de ações em bolsa de valores etc. Por isso, inclusive, não é raro encontrar na literatura sobre o tema expressões como “financeirização das commodities” (Cheng & Xiong, 2013; Falkowski, 2011), “financeirização da habitação” (Aalbers, 2008), “financeirização da educação” (Eaton et al., 2016), “financeirização da política urbana” (Lake, 2015), “financeirização do consumo” (Montgomerie, 2007), “financeirização dos alimentos” (Bruno, Büyükkahin & Robe, 2013), “financeirização da água” (Bayliss, 2014), “financeirização social” (Sinclair, 2013), “financeirização das relações de trabalho” (Ruesga, 2012), entre outros. Segundo Toporowski (2015, p. 255), “[t]he use of the term in different contexts and with different meanings makes it of dubious analytical value”.

Nesse contexto, o presente artigo tem o propósito de precisar teoricamente o conceito de financeirização a partir da abordagem de Economia Política, indicando sua pertinência para a compreensão da dinâmica do capitalismo contemporâneo. Sustenta-se, com base em Braga (1985; 1992; 1993; 1997), que a financeirização configura um padrão sistêmico de riqueza, que tem na ampliação da parcela de ativos financeiros na composição da riqueza contemporânea seu traço distintivo em relação a períodos precedentes do capitalismo. Especificamente, argumenta-se que a financeirização, enquanto um padrão sistêmico de riqueza, estabelece novas formas de definição, gestão e realização da riqueza, fato que condiciona as decisões de gasto dos principais atores econômicos bem como as políticas econômicas e, desse modo, codetermina as altas e baixas do ciclo de negócios.

A economia financeirizada enseja uma nova definição da riqueza no sentido de que parcela crescente desta tem se apresentado sob a forma de ativos financeiros diversos, negociados nos mais diferentes mercados, e cada vez mais complexos e inovativos, - ou, utilizando a terminologia de Marx (1894), sob a forma de capital fictício. Nesse sentido, a riqueza vai se definindo e se explicitando, crescentemente, como riqueza abstrata, puramente financeira. Trata-se, ainda, de uma nova forma de

gestão da riqueza, pois, apresentando-se crescentemente sob a forma de capital fictício, a riqueza passa a ser gerida, preponderantemente, nos mercados financeiros diversos, cada vez mais liberalizados e desregulamentados - vale dizer, mundializados. Por fim, configura uma nova forma de realização da riqueza, visto que seu movimento geral é caracterizado, crescentemente, pelo circuito D-D', dinheiro que gera mais dinheiro.

Além desta introdução, o artigo está dividido em cinco seções. Na segunda seção, discute-se as transformações da economia internacional que tornaram a financeirização o padrão de riqueza do capitalismo contemporâneo, desde as décadas de 1970 e 1980. Na terceira seção, discute-se, teoricamente, a financeirização e o seu impacto sobre a dinâmica do capitalismo contemporâneo, assim como o papel do Estado nesse processo. Na quarta seção, essa abordagem é contrastada com interpretações mais recentes sobre esse fenômeno, procurando-se demonstrar de que forma ela se aproxima de algumas e se distancia de outras. Na quinta seção, a financeirização e seus impactos dinâmicos são ilustrados por meio da análise de dados e indicadores selecionados. Por fim, na sexta seção, segue a conclusão.

## **2 Do fim do arranjo de Bretton Woods ao advento do capitalismo contemporâneo**

Em 1944, foram assinados em Bretton Woods, nos Estados Unidos, os acordos que estabeleceram as regras do jogo das relações econômicas internacionais que vigorariam no imediato pós-guerra e que contribuíram para progressos econômicos e sociais que marcaram o período conhecido como os “Anos Dourados” do capitalismo, sob liderança geopolítica e econômica dos Estados Unidos (Hobsbawm, 1995). De fato, frente à ameaça da expansão do comunismo e aos limites evidentes do liberalismo econômico das primeiras décadas do século XX, depois de duas grandes guerras separadas entre si por uma grande depressão, forjou-se um novo arranjo monetário e financeiro internacional, ancorado no padrão ouro-dólar e no controle dos fluxos internacionais de capital. Em linhas gerais, buscava-se, desse modo, garantir taxas de câmbio estáveis e um ambiente institucional favorável ao comércio internacional, de forma a evitar desequilíbrios permanentes no balanço de pagamentos e preservar a autonomia das autoridades domésticas na condução de políticas de estímulo à produção e ao emprego, particularmente no contexto de reconstrução dos países afligidos pela guerra e de industrialização da periferia (Helleiner, 1994; 2006).

A partir da grave turbulência econômica internacional desde o final dos anos 1960, o arranjo de Bretton Woods chegou ao fim em meados da década seguinte com o abandono do padrão ouro-dólar, seguido pelas políticas de liberalização dos fluxos internacionais de capital e de desregulamentação dos mercados, particularmente dos mercados financeiros (Glyn, 2006). Diante da ascensão de novos atores, com destaque à Alemanha e ao Japão, os Estados Unidos reafirmaram sua hegemonia ao priorizar o poder do dólar enquanto moeda internacional e de seu mercado financeiro como principal espaço de circulação do capital fictício em nível global, subordinando os demais países à sua

política econômica, ainda que em diferentes graus. De fato, o fim do arranjo de Bretton Woods e o advento da “diplomacia do dólar forte”, cuja expressão maior foi o conhecido choque de juros de 1979, inauguraram uma nova era de instabilidade para os países do centro e, principalmente, para os países da periferia do sistema capitalista (Tavares, 1997; Braga & Cintra, 2004). O tamanho da economia norte-americana, sua relevância no cenário geopolítico internacional e, particularmente, a abertura e a profundidade de seu mercado financeiro, indicativos da densa rede de conexões apresentadas pelas ativos denominados em dólar, constituíram-se no suporte da posição assumida pelo dólar no novo padrão monetário internacional, que pode ser adequadamente definido como padrão dólar “flexível, fiduciário e financeiro” (Prates, 2005, p. 269)<sup>1</sup>.

Com efeito, o fim do arranjo de Bretton Woods ensejou não apenas uma mudança nas regras do jogo das relações econômicas internacionais, mas também no próprio modo de operação do capitalismo. Cada vez menos restrito às amarras político-institucionais forjadas no imediato pós-guerra, a crescente flexibilidade adquirida pela riqueza, ao assumir em escala crescente a forma de ativos financeiros, induziu um acirramento da concorrência intercapitalista, acelerando processos de concentração e centralização do capital, criando novas oportunidades de transformação do dinheiro em mais dinheiro. Assim é que o capital fictício, cujo peso na composição da riqueza é crescente – frise-se uma vez mais –, estabelece os parâmetros de operação do próprio capital em função. E, assim, do capital em geral, ou ainda, do capital enquanto tal.<sup>2</sup>

O aprofundamento do capital fictício foi potencializado por um conjunto de inovações financeiras que acompanharam o fim do arranjo de Bretton Woods e o subsequente fortalecimento dos processos de liberalização dos fluxos internacionais de capital e desregulamentação dos mercados em todo mundo (Helleiner, 1994). Essas inovações permitiram que um número maior de atores lançasse recursos crescentes em operações mais arriscadas nas diversas praças financeiras do mundo, de modo que os ganhos, mas também as perdas associadas a essas operações, se elevaram consideravelmente (Belluzzo, 1997).

Dentre essas inovações financeiras, destaca-se o desenvolvimento de novos produtos, como os derivativos financeiros, instrumentos que permitem negociar no presente preços de ativos financeiros diversos do futuro<sup>3</sup>. Os mercados mais comuns de derivativos são os mercados a termo, os mercados futuros, os mercados de opções e os mercados de *swaps*. A maior volatilidade das taxas de câmbio, de juros e dos preços de diversos ativos a partir do fim do arranjo de Bretton Woods ampliou o espaço não apenas para operações de hedge no mercado de derivativos, mas particularmente para operações de especulação e arbitragem, em função do baixo investimento inicial necessário para levá-

<sup>1</sup> Para maiores detalhes acerca dos determinantes da utilização do dólar enquanto moeda internacional, ver De Conti (2011), Helleiner (2008) e Metri (2004).

<sup>2</sup> Acerca da categoria capital fictício e seu status teórico, veja-se Palludeto & Rossi (2016).

<sup>3</sup> Acerca dos derivativos como uma modalidade de capital fictício, veja-se Palludeto (2016).

las a cabo, o qual é dado pelas margens ou, ainda, depósitos de garantia (Farhi, 1999). Em relação a novos processos, por sua vez, destaca-se a securitização, a partir da qual se viabilizou todo um amplo espectro de operações de “originar e distribuir” e, dessa forma, a transformação de ativos não negociáveis em ativos negociáveis nos diferentes segmentos do mercado financeiro (Bord & Santos, 2012; Allen, 2004; Kregel, 2007)<sup>4</sup>.

A ampliação do uso desses novos produtos e processos foi viabilizada pelo aval das agências de classificação de risco, tais como as norte-americanas Fitch, Moody’s e Standard and Poor’s. Essas agências são responsáveis por avaliar a capacidade dos diferentes agentes emissores de honrarem os compromissos assumidos. Suas classificações de risco orientam a alocação de riqueza financeira mundial dos diferentes agentes entre as inúmeras classes de ativos disponíveis nos mercados. Alterações nas notas atribuídas por essas agências podem induzir mudanças abruptas na composição dos portfólios dos proprietários de riqueza, com impactos consideráveis sobre os níveis de preços desses ativos, suscitando fenômenos de profecia autorrealizável e efeito contágio (Cintra & Cagnin, 2007).

Importante registrar que o surgimento dessas inovações financeiras levou à consolidação de mercados financeiros paralelos, à sombra da regulamentação – o chamado *shadow banking system* (Guttman, 2016). Nesses mercados, são realizadas operações complexas e arriscadas com ativos financeiros, enquanto seus atores permanecem à margem de qualquer regulamentação e supervisão das autoridades, ou, ainda, de qualquer mecanismo de assistência oficial para evitar que crises de liquidez se transformem em crises de solvência, com consequências potencialmente devastadoras para todo o sistema. De fato, uma vez que esses mercados financeiros paralelos mantêm laços estreitos, ainda que opacos, com os mercados financeiros regulados, os problemas em um deles são imediatamente transmitidos para outros e, daí, para o resto da economia (Farhi & Cintra, 2008).

O desenvolvimento mais amplo do capital fictício também foi potencializado pelo surgimento de novos agentes, como os investidores institucionais, dentre os quais se destacam os fundos de pensão, os fundos de investimento e as seguradoras, os quais são responsáveis pela gestão da poupança das famílias e das empresas, em um processo de coletivização das poupanças individuais. Em função do volume expressivo de recursos mobilizados pelos investidores institucionais, as suas decisões de alocação de riqueza passaram a desempenhar papel fundamental na formação dos preços dos ativos financeiros, inclusive porque condicionam as expectativas dos demais atores econômicos. De fato, pequenas mudanças na composição de seus portfólios podem induzir a ocorrência de movimentos de alta ou baixa não desprezíveis dos preços desses ativos, os quais serão reforçados pela mudança na composição dos portfólios dos demais atores no mesmo sentido (Oliveira, 2010).

---

<sup>4</sup> As empresas, inclusive, podem emitir novos títulos lastreados nos recebíveis decorrentes daquelas operações. Forma-se, assim, uma “pirâmide financeira” nesse sistema, com a multiplicação de contratos financeiros estruturados a partir das operações de crédito originalmente realizadas pelos bancos.

Se se toma a categoria capital financeiro de Hilferding (1910) enquanto união das formas parciais do capital, é possível caracterizar o capitalismo contemporâneo, lógica e historicamente, partindo do conceito de capital financeiro, mas alçando o capital fictício à posição central.

Em um ambiente de acirramento da concorrência intercapitalista em todo o mundo, os capitais concentrados e centralizados, enquanto capital financeiro exacerbado, atuam simultaneamente, de fato, na esfera da produção, na esfera da circulação de mercadorias e, também, cada vez mais, na esfera financeira, por meio da compra e venda de ativos financeiros. A simultaneidade efetiva da acumulação produtiva, comercial e financeira é o que distingue esse sistema e determina a sua dinâmica atual.

### 3 A financeirização como um padrão sistêmico de riqueza

A financeirização deve ser entendida como um padrão sistêmico de riqueza que deriva da dominância da lógica financeira nos processos de tomada de decisão de todos os atores relevantes do sistema capitalista (Braga, 1993; 1997). Trata-se de um padrão em que a negociação de ativos financeiros é realizada de forma expressiva não mais apenas pelas instituições do sistema financeiro, mas também pelas famílias e pelas empresas, condicionando suas decisões de endividamento, gasto e alocação da riqueza entre diferentes classes de ativos, com distintos graus de liquidez e rentabilidade<sup>5</sup>.

As operações com ativos financeiros foram ganhando importância cada vez maior na alocação dos ativos realizada pelas famílias e pelas empresas – não apenas do setor financeiro. Para todos eles, as finanças tornam-se um importante elemento no cálculo financeiro geral que orienta as decisões de gasto - e, conseqüentemente, de endividamento - por parte dos atores relevantes desse sistema<sup>6</sup>. Trata-se, pois, de um padrão de riqueza que torna a busca de ganhos na esfera financeira, quer sob a forma de juros, quer sob a forma de valorização no valor do ativo pela movimentação nos preços generalizada, não como uma anomalia, mas como traço estrutural de um sistema que tende a ampliar a flexibilidade da riqueza em processo de valorização. Nesse contexto, se se considera que a remuneração sob a forma de juro, *lato sensu*, é inerente ao capital, potencializada pela financeirização, sua eliminação representaria, na realidade, a eliminação do próprio capitalismo. Dito de outro modo, a

<sup>5</sup> De fato, o desenvolvimento de diversas categorias de capital fictício adquiriu dimensão relativamente considerável já ao final do século XIX com o desenvolvimento das sociedades por ações e o aprofundamento do sistema bancário em economias avançadas, fato para o qual atentaram autores como Marx (1894), Veblen (1904), Hobson (1906), Hilferding (1910) e Lenin (1917). No entanto, a partir das décadas de 1970-1980, a fração da riqueza financeira assumiu uma escala e profundidade significativas, redefinindo a riqueza capitalista e moldando de forma expressiva decisões de gasto dos atores econômicos.

<sup>6</sup> Cabe notar que é esse aspecto do fenômeno da financeirização que tem sido denominado, em diversas abordagens, de *finance-led* ou *finance-dominated capitalism* e, muitas vezes, equiparados à financeirização, qual seja, a influência das variações dos preços dos ativos financeiros nas decisões de gasto em consumo e investimento e a trajetória de crescimento possível a partir daí. Observe-se, porém, que a compreensão da financeirização como um padrão sistêmico de riqueza, do ponto de vista analítico, torna tais considerações subproduto do fenômeno mais abrangente que a financeirização representa, isto é, a ampliação dos ativos financeiros na composição da riqueza total. Em outras palavras, é porque a participação do capital fictício se eleva a partir de certo ponto enquanto fração da riqueza dos agentes econômicos que ele pode condicionar as decisões de gasto e “dirigir” o capitalismo contemporâneo. Veja-se Boyer (2000), Guttman, (2008), Stockhammer (2008), van Treeck (2009), Hein (2012) e Palley (2013).

eutanásia do rentista, como proposto por Keynes, significaria, aqui, a eutanásia do próprio capital. Segundo Braga (1997, p. 237):

Trata-se de um padrão sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da *praxis* de segmentos ou setores (...), mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os atores privados relevantes, condicionando a operação das finanças e dispêndios públicos, modificando a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado.

De fato, nesse novo padrão de riqueza, fração relevante das famílias passa a deter, direta ou indiretamente, por meio de investidores institucionais - como os fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras - importantes carteiras de ativos financeiros, os quais passaram a responder por uma parcela crescente do seu patrimônio, que tradicionalmente se restringia a imóveis e bens de consumo duráveis (Belluzzo & Coutinho, 1998; Lund et al., 2013; Credit Suisse Research Institute, 2016). Processo semelhante aconteceu com as empresas e, principalmente, com os grandes grupos empresariais, sobretudo aqueles reunidos sob a forma de *holdings*. Eles passam a ser orientados pela função seguinte objetivo:

$$Fo = f(Zbs, Ipt, X, Cgv, Fg)$$

onde Z = produção e comercialização de bens e serviços; Ipt = investimento em progresso técnico, com a criação de novos produtos, novos processos, novas formas organizacionais; X = internacionalização via comércio; Cgv = internacionalização via investimento e, mais especificamente, via fragmentação das cadeias de valor por diferentes países, de acordo com as vantagens oferecidas por cada um deles; e Fg = finanças gerais, as quais podem ter fins operacionais, ou seja, quando estão relacionadas às demais atividades da empresa ou do grupo empresarial, e não operacionais, isto é, quando não estão relacionadas a essas atividades, mas estão voltadas para especulação e arbitragem nos mercados financeiros<sup>7</sup>. As finanças tornam-se, assim, uma via de acumulação da riqueza cada vez mais relevante no capitalismo contemporâneo. Nas empresas, esse fenômeno ensejou a criação de grandes departamentos de gestão de recursos altamente complexos e capazes de alterar rapidamente as estratégias de captação e aplicação (Braga, 1997).

Dessa forma, as grandes corporações, inclusive aquelas ditas não-financeiras, tornaram-se: i) multinacionais, porque atuam simultaneamente em diferentes países; ii) multifuncionais, pois atuam em diferentes ramos de atividades; e iii) multissetoriais, porque que operam simultaneamente em diferentes atividades dentro de cada ramo. Sua rentabilidade, portanto, inclui não mais apenas os ditos ganhos operacionais, isto é, as receitas derivadas da produção e circulação de mercadorias, mas agora também, de forma expressiva, os ganhos não operacionais, isto é, derivados de operações com ativos

<sup>7</sup> Conforme observa Serfati (2008, p. 53), a expansão dos ativos intangíveis nas corporações transnacionais no período recente, dos quais os direitos de propriedade intelectual são um exemplo paradigmático, também revela a centralidade das finanças na operação dessas corporações, uma vez que tais ativos são tratados como ativos financeiros – cuja precificação se dá indiretamente na bolsa de valores por meio da avaliação que se faz das empresas.

financeiros (Braga, 2000). Destarte, no capitalismo contemporâneo, do ponto de vista das grandes corporações, não faz mais sentido a separação entre empresas produtivas e empresas não-produtivas, ou mesmo entre capitalistas produtivos e financeiros, na medida em que a financeirização enquanto padrão sistêmico de riqueza significou a consolidação da fusão das diferentes formas de capital sob a dominância das finanças.

Nesse novo padrão sistêmico de riqueza, a concorrência que passa a ser fundamental não é aquela que se estabelece entre empresas de um mesmo país, de uma mesma esfera e de uma mesma atividade, na chamada microestrutura. A concorrência que passa a ser fundamental é aquela que se estabelece entre os grandes grupos empresariais que atuam em diferentes países, em diferentes esferas e diferentes atividades, na chamada mesoestrutura. Essas empresas interagem ainda com as famílias, os bancos e as demais instituições financeiras, bem como com os bancos centrais e os tesouros nacionais, na chamada macroestrutura, determinando, dessa maneira, a dinâmica do capitalismo contemporâneo.

Ao constituir-se como um padrão sistêmico de riqueza, a financeirização implicou o surgimento de uma massa cada vez mais excepcional de riqueza fictícia a circular, nacional e internacionalmente, nas diferentes praças financeiras do mundo. Assim, tornou-se recorrente processos de inflação e deflação de ativos, exacerbando-se a instabilidade intrínseca do capitalismo, uma vez que com a dominância das finanças sobre as decisões de endividamento e de gasto das empresas e das famílias, tais decisões se tornaram cada vez mais responsivas às oscilações correntes e esperadas dos preços dos ativos financeiros – o chamado “efeito-riqueza”. A desvalorização desses ativos leva à redução da riqueza desses atores, levando-os a tomar menos empréstimos e a contrair o gasto, com efeitos danosos sobre a demanda efetiva, e vice-versa (Coutinho & Belluzzo, 1998; Minsky, 1986; Kregel, 1997).

Isso significa, pois, que ao condicionar as decisões de gasto, a generalização da lógica financeira influencia a dinâmica de criação de produto, renda e emprego, regulando as condições de vida concretas prevaletentes no capitalismo contemporâneo. Essa dinâmica, portanto, mostra-se cada vez mais condicionada pelos efeitos das variações patrimoniais provocadas por mudanças nos preços dos ativos, um processo que ocorre rápida e pronunciadamente diante de variações na incerteza, no estado geral de expectativas e no grau de preferência pela liquidez dos atores. As finanças, destarte, ditam o compasso dos negócios (Minsky, 1986). Trata-se, pois, de um sistema caracterizado pela sucessão de euforias, *crashes* e pânico em frequência e escala cada vez mais maiores (Kindleberger, 1989).

Esse processo é reforçado pela atuação dos bancos e dos quase-bancos (investidores institucionais, como fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras etc.). No caso dos primeiros, sobretudo porque eles aumentam a possibilidade de ampliação da riqueza sob a forma de capital



fictício ao fornecer crédito para operações fora da esfera produtiva e comercial<sup>8</sup>. Já no caso dos quase-bancos, porque detêm uma massa expressiva de riqueza financeira em constante movimento e capaz de modificar, expressivamente, os preços dos ativos financeiros e, dessa forma, influenciar substancialmente o ciclo de negócios (Guttman, 1998).

O impacto das finanças no sentido de reforçar os ciclos de negócios é ainda potencializado pela elevada interdependência patrimonial entre famílias, empresas, bancos e demais instituições dos mercados financeiros localizados em diferentes países, o que, evidentemente, foi reforçado pelos processos de liberalização dos fluxos internacionais de capital e desregulamentação e integração dos mercados sob liderança dos Estados Unidos. De fato, economias capitalistas que contam com sistemas financeiros complexos podem ser concebidas como um complexo sistema de balanços inter-relacionados. Nesse contexto, os atores econômicos, ao tomarem decisões de forma independente e não coordenada, acabam afetando os demais atores em todo mundo não apenas quando realizam ganhos, mas também quando sofrem perdas (Minsky, 1986; Braga, 1997, 2000; Belluzzo, 2013).

A consolidação da financeirização como um padrão sistêmico de riqueza implicou profundas transformações nas relações entre o Estado e o mercado. De fato, o Estado assume um papel central nesse contexto, ao se tornar o fiador do processo de acumulação de riqueza financeira simultaneamente em diferentes países, em diferentes esferas dentro de cada país, e em diferentes setores dentro de cada esfera. No que se refere aos bancos centrais, eles atuam não apenas como emprestadores de última instância, mas, também, como formadores de mercado, estabelecendo um “pisso” para os preços dos ativos negociados nos mercados financeiros. Já no que diz respeito aos tesouros nacionais, além de constituírem um elo fundamental nas atuações dos bancos centrais no resgate às instituições em crise, são fundamentais no sentido de atuarem anticíclicamente e, assim, evitar uma depressão, reduzindo impostos e aumentando despesas tendo em vista estimular o gasto do setor privado, ou, ao menos, compensar a sua retração por meio do setor público. Entretanto, o desajuste das contas públicas suscitado pela crise e, por vezes, decorrente dessas operações anticíclicas, fazem com que o mercado, sob a orientação das agências de classificação de risco, pressione o Estado em favor de rigorosos ajustes fiscais, os quais possuem impactos perversos sobre o restante da sociedade.

No capitalismo contemporâneo, em que prevalece a financeirização como padrão sistêmico de riqueza, o processo de “privatização dos ganhos” nos momentos de euforia e expansão, e “socialização das perdas” nos momentos de pânico e contração é levado ao seu limite (Braga, 2009).

---

<sup>8</sup> Vale registrar, ainda, que os bancos foram transformados em verdadeiros “supermercados financeiros”. De fato, os bancos participam cada vez mais ativamente da estruturação das operações de captação de recursos das empresas e dos governos por meio da emissão de títulos no mercado. Os bancos são, inclusive, importantes demandantes desses papéis, que passam a responder por parcela cada vez maior de seu patrimônio (Oliveira, 2010).

#### 4 Análise crítica de algumas abordagens recentes sobre a financeirização

A noção de financeirização da riqueza pioneiramente proposta por Braga (1993; 1997) contrasta com outras noções mais recentes, as quais transformaram as discussões sobre o fenômeno em uma verdadeira “Torre de Babel”. Sem a pretensão de propor uma revisão exaustiva da literatura sobre o tema, são apresentadas nessa seção apenas algumas interpretações emblemáticas sobre o fenômeno da financeirização e que contrastam com a abordagem aqui sugerida<sup>9</sup>.

De acordo com Foster (2007), a origem do termo financeirização é obscura, mas passou a aparecer com frequência cada vez maior a partir do início dos anos 1990. Como evidência, Foster (2007) menciona os trabalhos de Phillips (1993; 1994), embora não faça referência a trabalhos anteriores aos anos 1990 com o uso do termo. Ainda segundo esse autor, embora não tivessem usado o termo “financeirização”, alguns trabalhos chamavam a atenção da importância crescente das finanças no capitalismo. Especial atenção deve ser dada, de acordo com ele, ao trabalho de Magdoff & Sweezy (1972) - originalmente publicado em 1965 por Magdoff, na revista *Socialist Register*, em versão anterior -, no qual os autores chamam a atenção para o aumento do papel desempenhado pelas finanças no sistema capitalista.

Contemporaneamente, conforme Lapavistas (2011)<sup>10</sup>, o conceito mais difundido de financeirização tem sido aquele apresentado por Epstein (2005), na introdução do livro organizado pelo mesmo autor com diversos artigos sobre o tema. Para Epstein (2005, p.3), a partir do conjunto de artigos publicados no referido livro e, sobretudo, do trabalho de Krippner (2004)<sup>11</sup>, “[...] *financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.*”. Não obstante, os diferentes capítulos do livro abordam visões distintas a respeito da financeirização, tanto do ponto de vista conceitual como em termos de suas implicações diversas, com cada qual contemplando algumas das partes de um fenômeno mais amplo.

Dentre essas acepções, destacam-se aquelas derivadas da ideia de progressiva expansão do ganho puramente rentista em detrimento dos ganhos oriundos da produção de bens e serviços. De

<sup>9</sup> Para uma tentativa de sistematizar a literatura sobre a financeirização, veja-se van der Zwan (2014).

<sup>10</sup> Trabalhos partindo tanto da matriz keynesiana como da marxista, como Epstein (2005), Crotty (1990), Pollin (2007) e Palley (2013), no caso da primeira, e Chesnais (2005), Plihon (2005) e Aglietta & Rebérioux (2005), no caso da segunda, destacam o rentismo ao tratar da financeirização. Com efeito, para esses autores o aumento dos ganhos financeiros em detrimento dos ganhos oriundos da produção de bens e serviços exerce efeitos negativos sobre o investimento, a produção e o crescimento econômico, podendo suscitar, para alguns deles, uma tendência das economias à estagnação. Sobre a tese da relação entre financeirização e estagnação, ver ainda Stockhammer (2004) e Magdoff & Foster (2014).

<sup>11</sup> Segundo Krippner (2004, p.14) *apud* Epstein (2005, p.3), o termo financeirização diz respeito ao “[...] *pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production.*”. Os desenvolvimentos realizados no referido artigo da autora certamente foram consolidados em Krippner (2005), onde ela apresenta a mesma definição apresentada por Epstein (2005). Neste artigo, Krippner (2005), ao apresentar a mencionada definição, faz referência indireta ao trabalho de Arrighi (1994).

acordo com essa visão, haveria o capital produtivo, de um lado, e o capital improdutivo, porque meramente rentista, de outro, sendo que este deslocaria aquele. Como resultado da ampliação da importância do segundo em detrimento do primeiro, ter-se-ia uma tendência inexorável à estagnação das economias – com exceção, talvez, somente das economias detentoras de grande poder monetário e financeiro<sup>12</sup> (Chesnais, 2005; Plihon, 2005).

Em geral, essas visões parecem não se ater ao conceito de capital como valor que se valoriza, que gera mais dinheiro simultaneamente em diferentes esferas, limitando-se à noção de capital fictício, ou seja, o dinheiro que gera mais dinheiro por meio de operações com ativos financeiros. O fato de as famílias e as empresas, e não apenas os bancos e demais instituições financeiras, obterem ganhos mediante negociação de ativos nos mercados financeiros de modo algum implica uma tendência ao colapso da acumulação nas esferas da produção e da circulação de mercadorias e, portanto, da renda e do emprego. Esse fenômeno concorre, isso sim, para a conformação de um sistema ainda mais instável, sujeito a períodos de forte expansão, mas também de expressiva contração, posto que calcado em uma teia mais complexa de relações de crédito-débito que tem nos ativos financeiros sua expressão mais imediata. A história recente do capitalismo é bastante elucidativa nesse sentido: ao mesmo tempo em que se verificou o aumento da frequência e da profundidade das crises econômicas em diversas economias do mundo, foram observados períodos relativamente amplos de expansão econômica, como a dos EUA nos anos 1990 e, depois, nos anos 2000, bem como em diversas economias da União Europeia a partir de meados dos anos 1990.

Essas visões tornam-se ainda mais problemáticas quando apoiadas no entendimento de que a expansão das finanças é uma consequência de obstáculos intransponíveis à continuidade do processo de acumulação nas esferas da produção e da circulação de mercadorias, decorrente do subconsumo, do esgotamento de oportunidades investimentos ou do enfraquecimento do progresso técnico, por exemplo, de modo que a rentabilidade crescente no setor financeiro decorreria da forma encontrada pelos detentores de riqueza, no capitalismo contemporâneo, para compensar a rentabilidade cadente no setor produtivo.

Sustenta-se aqui, dessa forma, que a financeirização não é consequência da deterioração das condições em que se processam a produção e a circulação de mercadorias no capitalismo, mas, sim, um resultado lógico-histórico de um sistema movido pela busca incessante por novos espaços de acumulação da riqueza, diante do acirramento da concorrência intercapitalista e, consequentemente, dos processos de centralização e concentração do capital, em um arranjo internacional liderado pelos EUA e baseado na liberalização dos fluxos internacionais de capital e na desregulamentação dos

---

<sup>12</sup> São basicamente as economias emissoras de moedas de circulação internacional, ou seja, aquelas que cumprem plenamente as três funções clássicas da moeda em escala mundial, como o dólar americano, principalmente.

mercados, de um lado, e impulsionado pelo surgimento e desenvolvimento de inovações financeiras, sejam elas de produtos ou de processos, em escala global, de outro lado.

De fato, a concepção da financeirização como um padrão sistêmico de riqueza não considera a dominância das finanças um desvirtuamento em relação àquilo que seria genuinamente capitalista, qual seja, a produção e a circulação de mercadorias. Não há um dualismo baseado na existência do “bom capital”, aquele do mundo da produção e da circulação de mercadorias, e do “mau capital”, aquele do mundo das finanças, que não cria empregos e renda. Desde sempre, a riqueza capitalista somente pode ser medida e denominada em moeda. Isso porque, vale insistir, a riqueza capitalista está sempre em busca de novos espaços de valorização, de modo que as operações na esfera financeira são tão legítimas, do ponto de vista da lógica do capital, quanto as aplicações nas esferas industrial e comercial. Ademais, é parte do desenvolvimento imanente do capital enquanto valor que se valoriza, tal como sugere Marx (1867), assumir formas crescentemente líquidas, ao mesmo tempo em que amplia o espaço para os processos de concentração e centralização do capital, de modo a conferir elasticidade ao domínio do capital sobre todas as esferas de reprodução material da sociedade.

Para o capital, o importante é valorizar a si mesmo em termos monetários. Além disso, o crescimento excepcional das operações com ativos financeiros por parte de todos os atores relevantes do sistema não bloqueou a expansão do investimento, do consumo, da produção e do progresso técnico. A riqueza “fictícia” e a riqueza “real” conformam um todo único, complexo e contraditório, que se condicionam mutuamente ao longo do ciclo de negócios, refletindo a natureza contraditória do capital, manifestada na permanente tensão entre expansão e crise (Perelman, 1990). Essas contradições se explicitam e se resolvem nas crises, apenas para serem colocadas novamente mais à frente, porque são inerentes às economias capitalistas (Braga, 2009). A instabilidade do capitalismo é, assim, reforçada pela financeirização.

A crise internacional deflagrada em 2008 explicitou os efeitos instabilizadores desse padrão sistêmico de riqueza (financeirizado). Dessa forma, apontou para a necessidade de um aprofundamento da regulamentação e da supervisão dos mercados pelo Estado, a fim de evitar que bancos e outras instituições financeiras, assim como as empresas e as famílias, assumam posturas financeiras que se revelem excessivamente arriscadas, levando ao aumento do risco sistêmico. Essas medidas podem ser fruto de uma decisão unilateral, mas também multilateral, por meio de negociações conduzidas no âmbito de instituições intergovernamentais e supranacionais. Ocorre, contudo, que medidas orientadas para a redução da liberalização e para o aumento da regulação dos mercados não são compatíveis com os principais pilares que sustentam a hegemonia americana no plano das finanças, na medida em que os países desenvolvidos, com destaque aos EUA, são os maiores ganhadores da chamada globalização dos mercados.

Entendida dessa forma, a financeirização não implica uma tendência do sistema à estagnação da produção de bens e serviços, vale dizer, do PIB, como indicam, por exemplo, Stockhammer (2008) e Duménil & Lévy (2011). Tampouco esse fenômeno suscita paralização do sistema em termos de transformações produtivas, tecnológicas e organizacionais. A financeirização implica, isso sim, em um aumento da instabilidade imanente ao capitalismo, com períodos de forte expansão econômica, mas também de profundas crises. Essa sucessão de euforias, *crashes* e pânico, que tem se apresentado de modo mais recorrente nas últimas décadas, implica um papel ainda mais contundente do Estado, seja por meio dos bancos centrais, atuando como *Big Banks*, seja por meio dos tesouros nacionais, atuando como *Big Governments*. Eles intervêm no sentido de evitar as perdas patrimoniais privadas e os efeitos perversos que elas podem exercer sobre os níveis de produto, renda e emprego da economia.

## 5 Financeirização, instabilidade e desigualdade

A financeirização deve ser entendida como um padrão sistêmico de riqueza no sentido de que os ativos financeiros passam a responder por uma parcela considerável da riqueza das famílias e das empresas. Nesse sentido, a figura 1 apresenta os ativos financeiros das famílias e organizações sem fins lucrativos e das corporações não-financeiras dos Estados Unidos realizados diretamente ou indiretamente por meio de investidores institucionais, bem como os ativos financeiros em relação aos ativos totais desses agentes entre 1951 e 2016 (preços de jul.2016). Pode-se verificar que as famílias e organizações sem fins lucrativos, bem como as corporações não-financeiras, aumentaram consideravelmente suas posições em ativos financeiros a partir do início da década de 1980, estimuladas pelas transformações em curso no país e no resto do mundo após o fim dos arranjos de Bretton Woods. Essa trajetória ascendente dos investimentos em ativos financeiros foi interrompida apenas diante da crise de 2001, com origem nas empresas de tecnologia da informação e comunicação e nos atentados terroristas de Nova York, e, depois, diante da crise de 2008. Como resultado desse processo, os ativos financeiros das famílias e organizações sem fins lucrativos aumentaram de US\$ 20 trilhões, em janeiro de 1980, para US\$ 73 trilhões, em julho de 2016, ao passo que os ativos financeiros das corporações não-financeiras aumentaram de US\$ 4 trilhões para US\$ 19 trilhões no mesmo período.

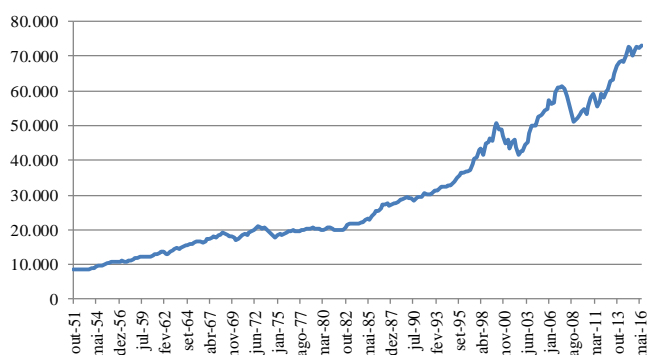
Frequentemente, esse aumento da parcela dos ativos financeiros na riqueza total das famílias e organizações sem fins lucrativos e das corporações não financeiras foi suficiente para compensar o aumento dos ativos não-financeiros nos portfólios desses atores, de modo que a importância desses ativos em relação aos ativos totais aumentou consideravelmente para todos eles. De fato, a importância dos ativos financeiros começou a crescer já na década de 1980, no caso das corporações não-financeiras, e na década de 1990, no caso das famílias e das organizações sem fins lucrativos. Em ambos os casos, esse processo foi afetado pelas crises de 2001 e, depois, de 2008. No caso das corporações não-financeiras, os ativos financeiros passaram de 26,7%, em 1980, para 46,1% dos ativos

totais, em 2016, ao passo que, no caso das famílias e organizações sem fins lucrativos, os ativos financeiros passaram de 61,0% para 69,5% dos ativos totais no mesmo intervalo.

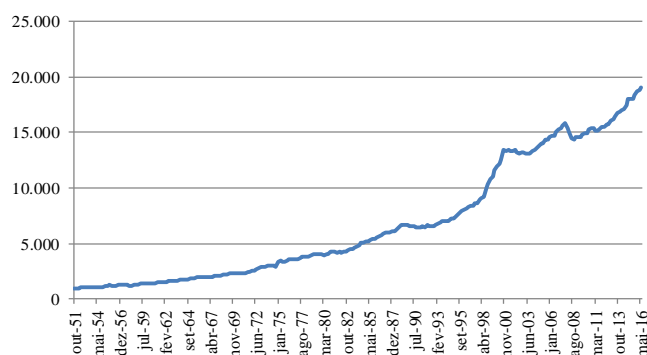
Como não poderia deixar de ser, o aumento dos investimentos em ativos financeiros pelas corporações não-financeiras norte-americanas e a elevação da importância desses ativos em relação aos seus ativos totais condicionaram o comportamento do retorno não operacional dessas corporações em relação ao seu retorno operacional. O gráfico 1 apresenta a renda financeira<sup>13</sup> das corporações não-financeiras entre 1969 e 2015 como percentagem do excedente operacional bruto, ou seja, a receita com a venda dos bens e serviços menos o custo de produção das mercadorias vendidas e os impostos sobre as vendas. Depois de a importância da renda financeira das corporações não-financeiras aumentar consideravelmente em relação ao seu retorno operacional bruto e se estabilizar, ela iniciou uma trajetória de queda após a crise de 2001, a qual foi reforçada após a crise de 2008. De fato, a importância da renda financeira em relação ao retorno operacional bruto das corporações não-financeiras aumentou de 15%, em 1980, para quase 25%, em 1989, caindo para cerca de 15%, em 2003, e 8%, em 2015. Não obstante, com exceção do período mais recente, de crise, entre o começo dos anos 1970 e os anos 1990 verificou-se uma elevação importante do patamar desse indicador.

**Figura 1:** Ativos financeiros (US\$ bilhões) e ativos financeiros em relação aos ativos totais (%) das famílias e organização sem fins lucrativos dos Estados Unidos – 1951 a 2016

Ativos financeiros das famílias e organizações sem fins lucrativos



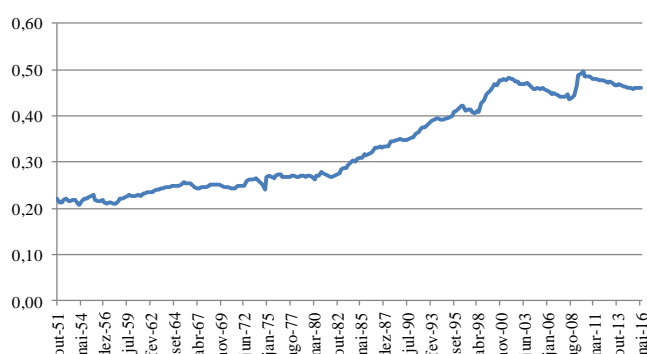
Ativos financeiros das corporações não-financeiras



Ativos financeiros em relação aos ativos totais das famílias e organizações sem fins lucrativos



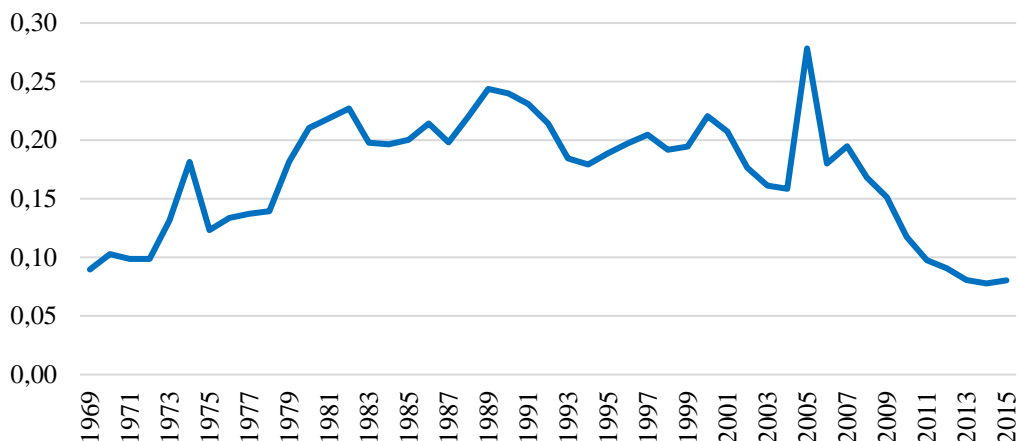
Ativos financeiros em relação aos ativos totais das corporações não-financeiras



Fonte: Federal Reserve System. Deflator: IPC. Preços de julho de 2016. Elaboração própria.

<sup>13</sup> A renda financeira é definida como a soma dos juros e dos dividendos recebidos.

**Gráfico 1:** Renda financeira das corporações não-financeiras dos Estados Unidos (% excedente operacional bruto) – 1969 a 2015



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Elaboração própria.

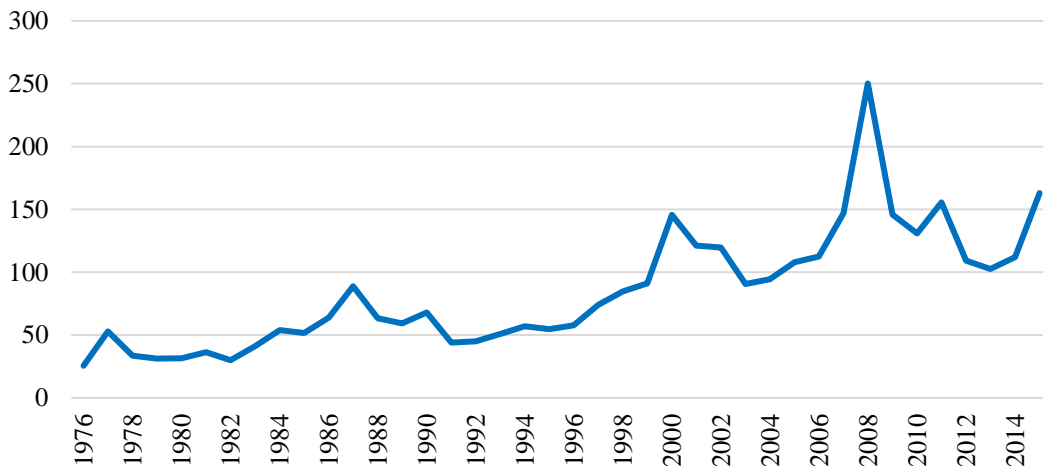
É importante observar que o comportamento da renda financeira em relação ao resultado operacional bruto das corporações não-financeiras está intimamente relacionado ao desempenho dos ativos negociados nos mercados financeiros (títulos de dívida pública e privada, as ações, câmbio, derivativos, commodities etc.), cujos preços apresentaram grandes flutuações desde os processos de liberalização dos fluxos internacionais de capital e desregulamentação dos mercados financeiros, bem como do surgimento e desenvolvimento de inovações de produtos e processos.

Nesse sentido, o gráfico 2 apresenta o *turnover* medido pela quantidade de ações vendidas em relação à quantidade de ações livremente negociadas das empresas domésticas em todo mundo entre 1976 e 2014. Verifica-se que o *turnover* aumentou consideravelmente desde o início da década de 1980, um processo que somente foi interrompido com as crises de 2001 e de 2008. De fato, a quantidade de ações vendidas em relação à quantidade de ações livremente negociadas das empresas domésticas em todo o mundo aumentou de quase 40%, em 1980, para aproximadamente 150%, em 2000, e, depois, para cerca de 250%, em 2007. Apesar do processo de recuperação nos últimos anos, o *turnover* ainda era de 150% em 2016.

Evidentemente, o ritmo dos negócios afetou o preço das ações no período. O gráfico 3 apresenta a capitalização bursátil das corporações domésticas em relação ao PIB mundial entre 1975 e 2015. Tal como no caso do *turnover*, o valor das ações das empresas domésticas negociadas nas bolsas de valores aumentou rápida e pronunciadamente desde o início da década de 1980, até ser afetado pelas crises da década de 2000. De fato, a capitalização bursátil passou de quase 30% para cerca de 120% do PIB mundial entre 2000 e 2007. Mesmo em processo de recuperação, o valor das empresas domésticas negociadas nas bolsas de valores era de quase 100% do PIB mundial em 2016.

O impacto das crises de 2001 e, depois, de 2008, nos mercados financeiros apenas não foi maior em função da rápida resposta do Estados por meio de seus respectivos bancos centrais e tesouros nacionais, com vistas a evitar uma desvalorização ainda mais pronunciada e instabilizadora da riqueza financeira e, dessa forma, evitar efeitos ainda mais deletérios sobre o crédito, o consumo e o investimento desencadeados pela deflação de ativos.

**Gráfico 2:** *Turnover* das ações domésticas em todo mundo (%) – 1976 a 2015

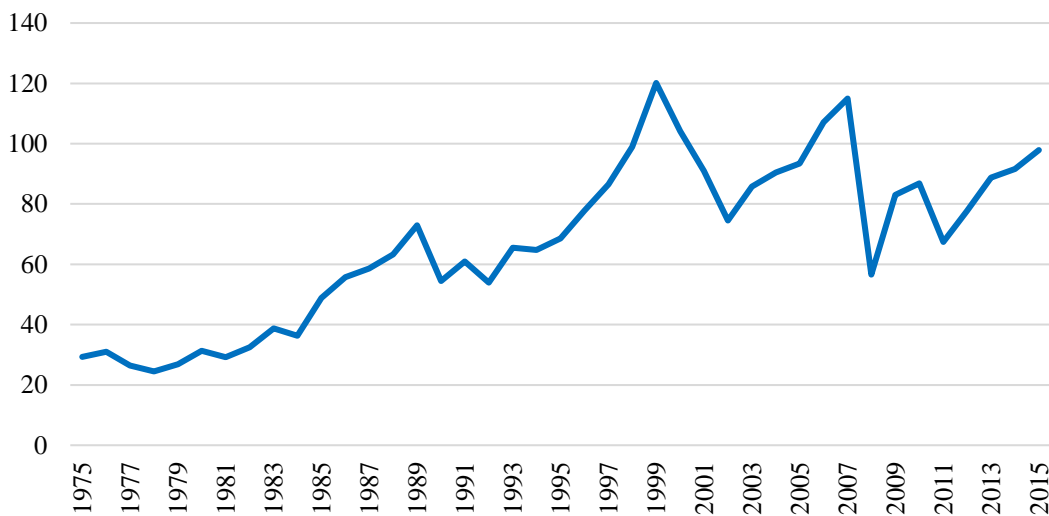


Fonte: World Federation of Exchanges. Elaboração própria.

O gráfico 4 apresenta o ativo do Federal Reserve (FED), o banco central dos EUA, entre 2007 e 2016. Logo no início da crise, o FED buscou evitar que uma crise de liquidez se convertesse em uma crise de solvência das instituições do mercado financeiro, o que foi feito por meio da provisão de liquidez aos bancos e quase-bancos - notadamente seguradoras e bancos de investimento. No gráfico 4, isso é evidente no aumento dos instrumentos de liquidez, dentre os quais as mais importantes são o *Central Bank Liquidity Swaps*, o *Commercial Paper Funding Facility* e o *Term Auction Facility*. Uma vez superada a fase mais aguda da crise, o FED continuou provendo liquidez ao sistema tendo em vista estimular o crédito e, assim, a recuperação da economia, por meio de operações de expansão quantitativa (QE). Estas operações ocorreram em três fases. A primeira fase teve início em novembro de 2008, a segunda em novembro de 2010 e a terceira em setembro de 2013. No gráfico 4 isso pode ser verificado pelo aumento dos títulos mantidos em definitivo, as quais incluem os títulos comprados pelo FED de bancos e outras instituições do mercado financeiro. Essas operações de QE se distinguem não apenas pela quantidade de títulos comparados, mas também pela qualidade desses títulos. De fato, se antes os títulos mantidos em definitivo incluíam apenas títulos do tesouro norte-americano de menor risco, a partir de então elas passaram a incluir também títulos privados de maior risco. Há ainda no gráfico 4 uma terceira conta importante, o apoio a instituições específicas, a qual inclui as operações de resgate de instituições do mercado financeiro realizadas pelo FED, tais como o banco de investimentos Bear Stearns e a seguradora American International Group (AIG) (Bullio, 2015; Matthews, 2015).

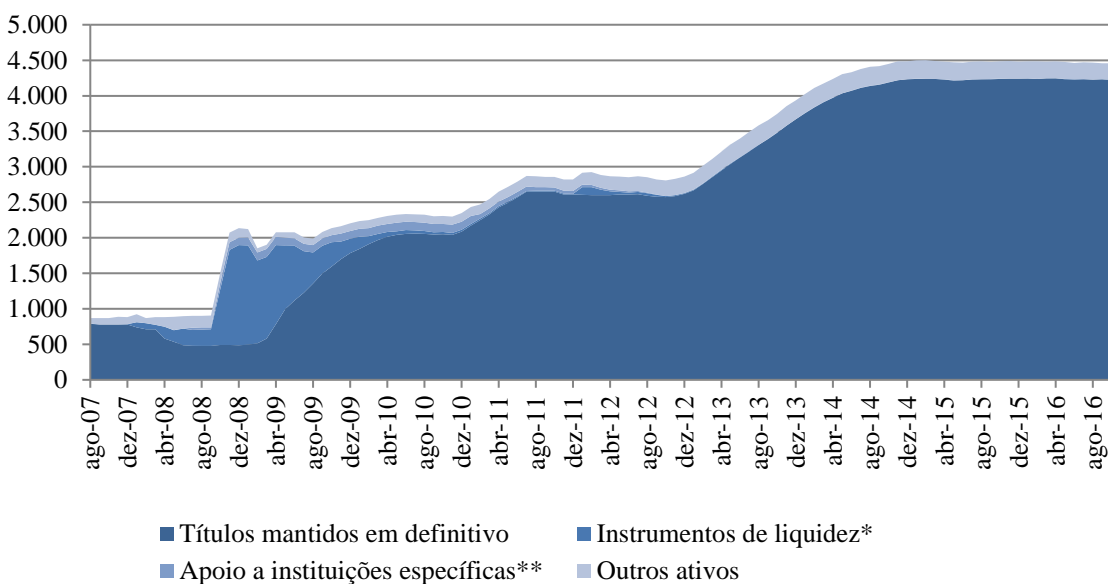


**Gráfico 3:** Capitalização bursátil das corporações domésticas listadas em todo mundo (% PIB) – 1975 a 2015



Fonte: World Federation of Exchanges. Elaboração própria.

**Gráfico 4:** Ativo do Federal Reserve System (US\$ bilhões) – 2007 a 2016

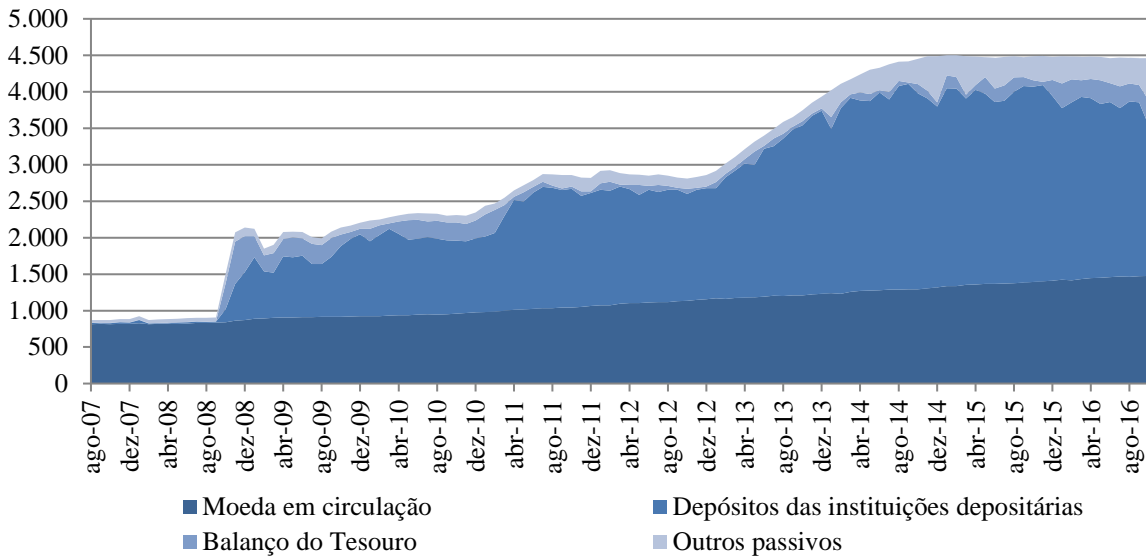


\*Inclui: Term Auction Credit, Primary Credit, Secondary Credit, Seasonal Credit, Primary Dealer Credit Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility; Term Asset Backed Securities Loan Facility; Commercial Paper Funding Facility; Central Bank Liquidity Swaps.

\*\* Inclui: Maiden Lane LLC; Maiden Lane II LLC; Maiden Lane III LLC e support to AIG.

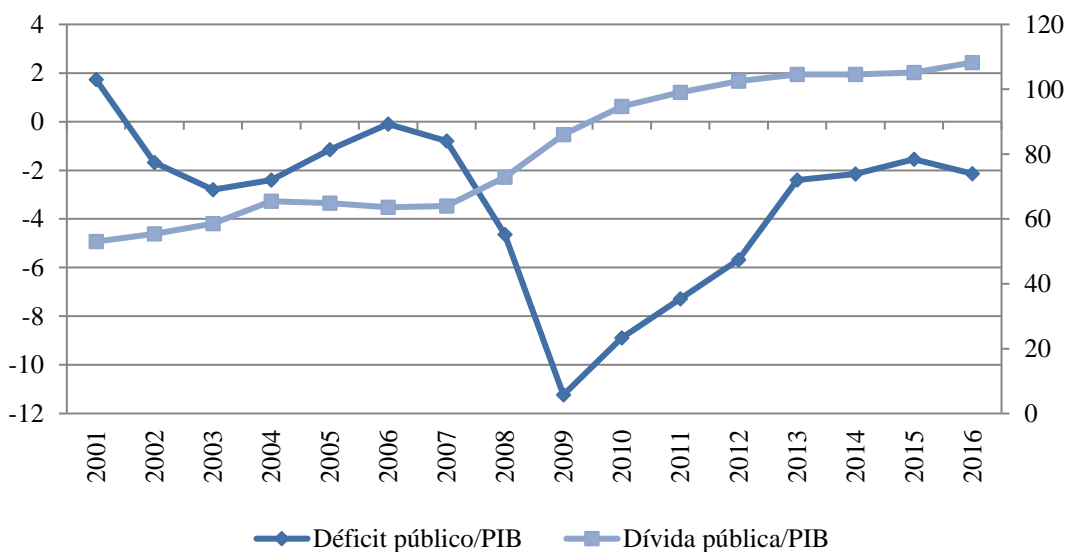
Fonte: Federal Reserve System. Elaboração própria.

O gráfico 5, por sua vez, apresenta o passivo do FED no mesmo período. A contrapartida do aumento do ativo do FED por meio das operações de provisão de liquidez ao mercado financeiro foi o aumento do seu passivo liderado pelo aumento das reservas bancárias. Isso porque, ao comprar ativos dos bancos, o FED aumenta a liquidez disponível para essas instituições com o intuito de estimulá-las a aumentar a oferta de crédito para o consumo e o investimento. Em outras palavras, as operações do FED após a crise tiveram como contrapartida um aumento rápido e pronunciado da base monetária nos Estados Unidos.

**Gráfico 5:** Passivo do Federal Reserve System (US\$ bilhões, 2007-2016)

Fonte: Federal Reserve System. Elaboração própria.

Também o Tesouro dos Estados Unidos agiu rapidamente. Além de reduzir impostos e aumentar as despesas com o intuito de estimular o setor privado ou compensar a sua retração por meio do setor público, o governo norte-americano agiu em socorro de instituições financeiras e não-financeiras em crise, comprando ativos e provendo liquidez para essas instituições. Com o prolongamento da crise, essas ações tiveram efeitos negativos de peso sobre as contas públicas. Como mostra o gráfico 6, houve um aumento do déficit público, que passou de nulo, em 2007, para 11% do PIB, em 2009, o que, por sua vez, levou a um aumento da dívida pública de 60% para 90% do PIB no mesmo período.

**Gráfico 6:** Resultado primário do setor público e dívida pública (% do PIB) nos EUA – 2001 a 2016

Fonte: FMI. Elaboração própria.

A consolidação da financeirização como padrão sistêmico de riqueza tem como consequência não a tendência do sistema à estagnação, mas, sim, o aumento da instabilidade que o caracteriza,

reforçando os momentos de expansão, mas também de contração. Isso porque o comportamento dos preços dos ativos financeiros que passam a responder por uma parcela importante da riqueza das famílias e das empresas condiciona as decisões de emprestar e tomar emprestado, bem como as decisões de consumo e de investimento que, em última instância, determinam o comportamento do produto, da renda e do emprego.

Nesse processo, alguns grupos são mais beneficiados do que outros. Alguns poucos concentram a maior parte da riqueza em detrimento de outros muitos, levando a um aumento considerável das desigualdades sociais na ausência de alguma forma de intervenção no sentido de reduzi-las. Conforme destacam Rowthorn (2014) e Roberts (2015), com base nos dados acerca da elevação da desigualdade de riqueza apresentados por Piketty (2014) e em críticas às explicações que este autor confere ao fenômeno, parte expressiva do aumento da desigualdade de riqueza nas últimas décadas provém da valorização dos ativos financeiros. De fato, conforme destaca Erturk (2008, p. 22-23), ainda que todos os ativos sejam desigualmente distribuídos, os ativos financeiros o são em uma proporção maior quando comparados aos imóveis e demais bens. Desse modo, os ganhos advindos da valorização desses ativos e os rendimentos a eles associados reforçam o caráter desigual da distribuição de renda e riqueza ao longo do tempo.

O gráfico 7 apresenta o Índice de Gini para os países da OCDE em 1985 e 2013 ou último ano disponível<sup>14</sup>. Embora os países desenvolvidos tendam a apresentar um menor grau de concentração da renda relativamente aos países subdesenvolvidos, a maior parte dos países considerados experimentou uma piora na distribuição de renda diante da consolidação da financeirização como padrão sistêmico de riqueza, como mostra o fato de que a maior parte dos Índices de Gini aumentou entre 1985 e 2013.

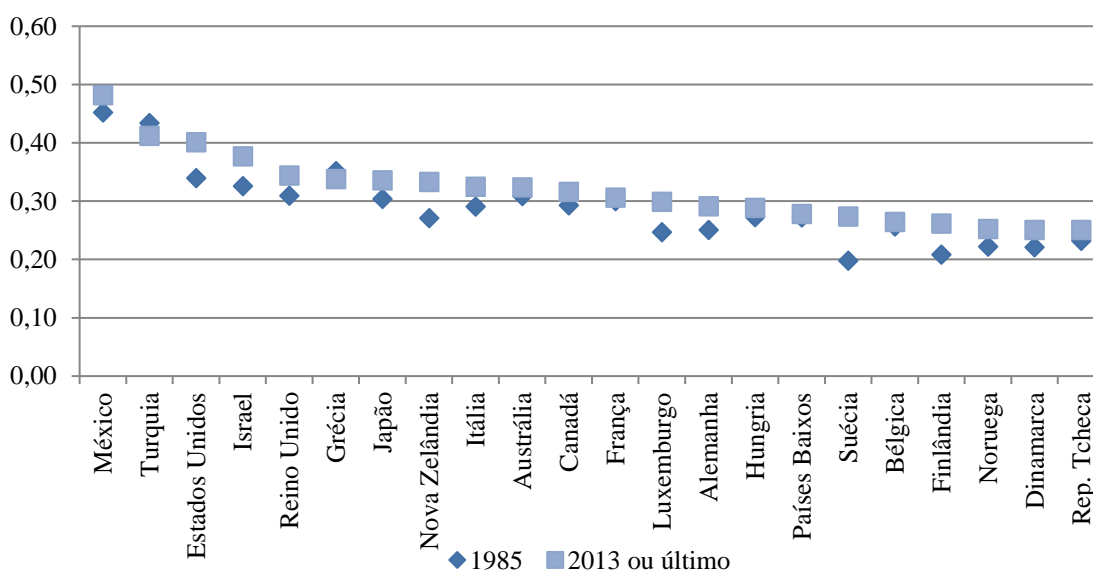
O gráfico 8 apresenta, por seu turno, o nível de renda por grupos de renda selecionados entre 1985 e 2010 (1985 = 1). Embora a renda de todos os grupos considerados tenha crescido até a crise de 2007, a renda dos mais ricos cresceu mais rápida e pronunciadamente relativamente à renda dos mais pobres no período. De fato, a renda recebida pelos 10% mais pobres em 2007 era 22% maior que em 1985, ao passo que a renda recebida pelos 10% mais ricos em 2007 era 54% maior que em 1985. É importante observar, também, que após a crise iniciada em 2008, a renda dos mais pobres caiu mais rápida e pronunciadamente que a renda dos mais ricos. De fato, a renda recebida pelos 10% mais pobres, em 2011, era 14% maior que em 1985, ao passo que a renda auferida pelos 10% mais ricos, em 2011, era 51% maior que a renda recebida por eles em 1985.

---

<sup>14</sup> O índice mede o grau de concentração da renda, uma vez considerados impostos e transferências em cada país, sendo o valor 0 a igualdade total, com cada indivíduo considerado recebendo a mesma renda, e o valor 1 a desigualdade total, com um indivíduo recebendo toda a renda e os demais indivíduos considerados recebendo nenhuma renda.

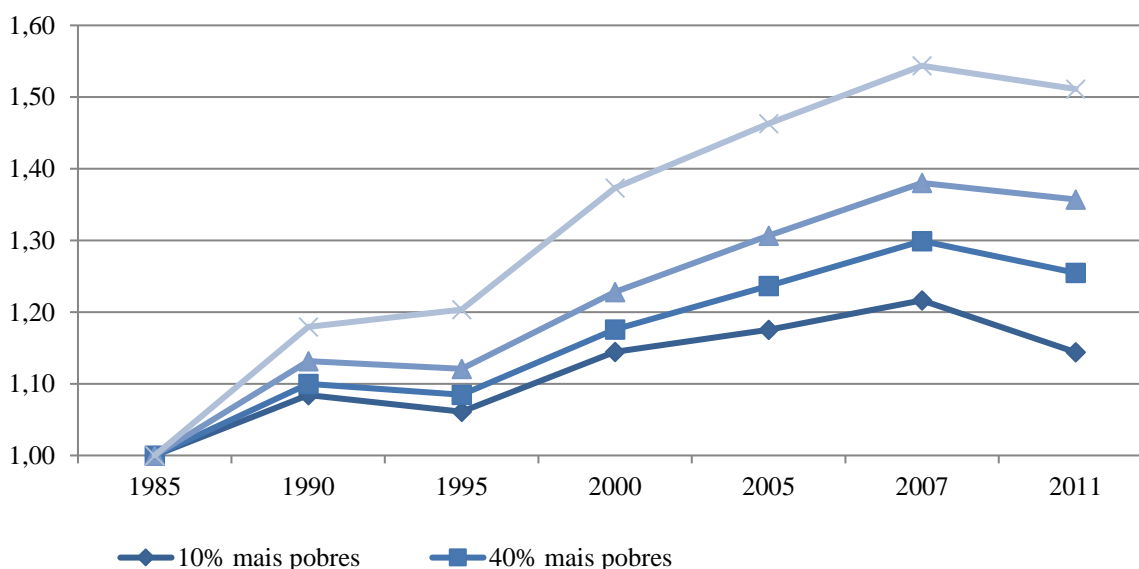
Por fim, o gráfico 9 apresenta o nível e a composição da riqueza das famílias por quintis nos países da OCDE em 2010. Ele mostra não apenas que o quinto quintil, que corresponde aos 20% mais ricos, concentram a maior parte da riqueza nos países considerados, mas também que essa parcela da sociedade possui uma importância maior dos ativos financeiros nos ativos totais, o que indica que a consolidação da financeirização como padrão sistêmico de riqueza esteve associada ao aumento das desigualdades de renda e de riqueza no período. De fato, enquanto para os indivíduos do primeiro quintil, o qual corresponde aos 20% mais pobres, os ativos financeiros respondiam por 18% dos ativos totais, para os indivíduos do quinto quintil, o qual corresponde aos 20% mais ricos, esses ativos respondiam por 33% dos ativos totais.

**Gráfico 7:** Índice de Gini (0 a 1) – 1985 e 2013 ou último ano disponível

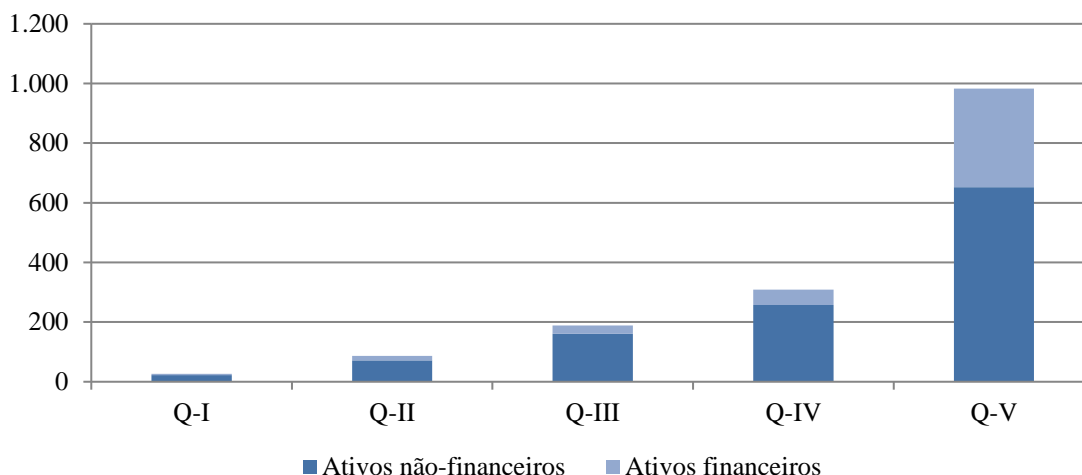


Fonte: OCDE. Elaboração própria.

**Gráfico 8:** Nível de renda segundo grupos de renda (1985 = 1,00) – 1985 a 2011



Fonte: OCDE. Elaboração própria.

**Gráfico 9:** Composição da riqueza das famílias por quintil (US\$ mil) - 2010

Fonte: OCDE. Elaboração própria.

## 6 Conclusão

A financeirização é o padrão sistêmico de riqueza em vigor no capitalismo a partir do colapso do arranjo de Bretton Woods. Trata-se de um padrão em que a valorização dos ativos financeiros passa a envolver não mais apenas as operações realizadas pelas instituições do sistema financeiro, mas também as famílias e as demais empresas, condicionando suas decisões de endividamento, gasto e alocação da riqueza entre diferentes classes de ativos, com distintos graus de liquidez e rentabilidade.

O fim da institucionalidade de Bretton Woods teve como consequência um conjunto de transformações que viabilizaram a consolidação da financeirização como um padrão sistêmico de riqueza, o que significa que: 1) uma parcela maior da riqueza das empresas e das famílias, e não apenas dos bancos e demais instituições financeiras, é composta por ativos financeiros; 2) instituiu-se uma nova predominância na forma de definir (moeda-crédito-patrimônio mobiliário), de gerir (macroestrutura financeira) e de realizar a riqueza (dinheiro e ativos financeiros preponderantes sobre os operacionais), sob a dominância da lógica financeira; 3) o cálculo capitalista passou a ser realizado a partir de um cálculo financeiro geral, que contempla não apenas os ganhos operacionais, mas também, e cada vez mais, os ganhos não-operacionais, com destaque às rendas provenientes da negociação com ativos financeiros; 4) esse padrão de riqueza influenciou de forma relevante a dinâmica econômica, na medida em que o valor da riqueza financeira detida pelos diferentes atores econômicos passou a influenciar de forma cada vez mais determinante as decisões de gasto e, por extensão, a demanda efetiva. Isso radicalizou a característica imanente ao capitalismo, a saber, permanente tensão entre expansão e crise; e 5) a expressiva magnitude atingida pela riqueza financeira nos portfólios dos diversos atores econômicos tornou a atuação anticíclica dos estados nacionais cada vez mais neces-

sária em contexto de crise. No entanto, essas intervenções muitas vezes não surtem os efeitos desejados, uma vez que o desajuste das contas públicas ocorre antes de a recuperação econômica ter sido restabelecida.

Destarte, ao contrário do que sugerem as interpretações mais recentes sobre a financeirização, a generalização da lógica financeira entre todos os atores relevantes do sistema não implica uma tendência inexorável do sistema à estagnação, do ponto de vista da variação do PIB, mas um aumento de sua instabilidade, potencializando os momentos de expansão, mas também de contração, já que o comportamento dos ativos financeiros condiciona as decisões de endividamento e de consumo e investimento, que determinam as variações do produto, da renda e do emprego. Isso implica um papel mais contundente do Estado por meio dos bancos centrais e dos tesouros nacionais tendo em vista reduzir os efeitos econômicos e sociais perversos desse processo.

Nesse contexto, a crise atual pode ser interpretada como consequência de um capitalismo financeirizado, cada vez mais desregulado e liberalizado, em que a lógica financeira se generaliza entre todos os atores e espaços, os quais estão conectados entre si por relações de crédito e débito em uma (des)ordem monetária e financeira internacional construída a partir da crescente mobilidade internacional de capitais e da desregulamentação dos mercados em escala global, com o dólar, os títulos públicos americanos e os seus mercados financeiros constituindo o “quartel general” do atual sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Não apenas a dinâmica desse padrão sistêmico de riqueza, vale dizer, a financeirização, foi o determinante em última instância da crise atual, como também não há porque supor mudanças representativas diante de um futuro mais imediato. Isso porque, mesmo com a crise, nenhuma transformação profunda e de novo tipo se estabeleceu e os interesses privados se recompuseram rapidamente com o socorro dos Estados nacionais, rejeitados na bonança, mas sempre requisitados na crise.

### **Referências bibliográficas**

Aglietta, M., & Rebérioux, A. (2005). *Corporate governance adrift: a critique of shareholder value*. Edward Elgar Publishing.

Allen, L. (2004). The Basel capital accords and international mortgage markets: a survey of the literature. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 13(2), 41–108.

Belluzzo, L. G. M. (1997). O dinheiro e as transfigurações da riqueza. In J. L. Fiori & M. C. Tavares (Eds.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. São Paulo: Vozes.

Belluzzo, L. G. M. (2013). *O capital e suas metamorfoses*. São Paulo, SP: Editora Unesp.

Bord, V., & Santos, J. A. (2012). The rise of the originate-to-distribute model and the role of banks in financial intermediation. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 18(2), 21–34.

Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111–145.

- Braga, José Carlos. (1985). *A Temporalidade da Riqueza*. Campinas: 1985. 409 f. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas. 1985.
- Braga, J.C.S. (1992). *A Financeirização da Riqueza* (A Macroestrutura financeira e a nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais). TD/IESP 5, São Paulo, Novembro/1992.
- \_\_\_\_\_. (1993). A financeirização da Riqueza. *Economia e Sociedade*, Campinas, (2) 25-27.
- \_\_\_\_\_. (1997). Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza do capitalismo In J. L. Fiori & M. C. Tavares (Eds.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização* (pp. 195-242). São Paulo: Vozes.
- \_\_\_\_\_. (2000). *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: IE/Unicamp.
- \_\_\_\_\_. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. *Estudos Avançados*, 23(65), 89-102.
- \_\_\_\_\_. (2013). Qual conceito de financeirização compreende o capitalismo contemporâneo? In A. S. Barroso & R. Souza (Eds.). *A grande crise capitalista 2007-2013: gênese, conexões e tendências*. São Paulo, SP: Ed. Anita Garibaldi.
- Braga, J. C. S., & Cintra, M. A. M. (2004). Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In J. L. Fiori (Ed.). *Poder americano*. São Paulo: Vozes.
- Bullio, O. (2015). *Bancos, "shadow banks" e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI*. Campinas: 2015. 183 f. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas. 2015.
- Chesnais, F. (2005). O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In F. Chesnais (Ed.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, consequências* (pp. 35-67). São Paulo: Boitempo.
- Cintra, M. A. M., & Cagnin, R. F. (2007). Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. *Revista Econômica*, 9(2), 296-338.
- Cintra, M. A. M., & Farhi, M. (2008). A crise financeira e o global shadow banking system. *Novos Estudos - CEBRAP*, (82), 35-55.
- Coutinho, L., & Belluzzo, L. G. (1998). "Financeirização" da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, 7(2), 137-150.
- Credit Suisse Research Institute. (2016). Global Wealth Report 2016. Zürich, Switzerland: Credit Suisse AG. Retrieve from: <http://www.goo.gl/tVHQeT>
- De Conti, B. M. (2011). *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Campinas: 2011. 212 f. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas. 2011.
- Duménil, G., & Lévy, D. (2011). *The crisis of neoliberalism*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Epstein, G. A. (2005). Introduction: Financialization and the World Economy. In G. A. Epstein (Ed.). *Financialization and the World Economy* (pp. 3-16). Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Erturk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2008). General introduction: Financialization, coupon pool and conjuncture. In I. Erturk et. al. (Eds.). *Financialisation at Work* (pp. 1-44). London, UK: Routledge.
- Farhi, M. (1999). Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, 8(2), 93-114.
- Foster, J. B. (2007). The financialization of capitalism. *Monthly Review*, 58(11), 1-12.

- Glyn, A. (2006). *Capitalism unleashed: finance globalization and welfare*. Oxford ; New York: Oxford University Press.
- Guttman, R. (1998). As mutações do capital financeiro. In F. Chesnais (Ed.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos* (pp. 61-96). São Paulo: Xamã.
- Guttman, R. (2008). A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis. Introduction. *Revue de La Régulation. Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, (3/4).
- Guttman, R. (2016). *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*. New York: Palgrave Macmillan US.
- Hein, E. (2012). *The macroeconomics of finance-dominated capitalism and its crisis*. Cheltenham ; Northampton, MA: Edward Elgar.
- Helleiner, E. (1994). *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Helleiner, E. (2006). Reinterpreting Bretton Woods: International development and the neglected origins of embedded liberalism. *Development and Change*, 37(5), 943-967.
- Helleiner, E. (2008). Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? *Review of International Political Economy*, 15(3), 354-378.
- Hilferding, R. (1910 [1981]). *Finance Capital*. London: Routledge & Kegan Paul.
- Hobsbawm, E. J. (1995 [2011]). *The age of extremes: the short twentieth century, 1914-1991* (repr). London: Abacus.
- Hobson, J. A. (1906). *The Evolution Of Modern Capitalism*. London: The Walter Scott Publishing Co, Ltd.
- Kindleberger, C. (1989 [2011]). *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Basingstoke, UK : Palgrave Macmillan.
- Kregel, J. (1997). Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility. *Journal of Economic Issues*, 31(2), 543-548.
- Kregel, J. (2007). *The natural instability of financial markets* (Levy Economics Institute Working Paper, No. 523). Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute.
- Krippner, G. R. (2004). What is financialization?. Los Angeles, LA: University of California.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.
- Lapavistas, C. (2011). Theorizing financialization. *Work, Employment & Society*, 25(4), 611-626.
- Lund, S., Daruvala, T., Dobbs, R., Härle, P., Kwek, J. H., & Falcón, R. (2013). *Financial globalization: retreat or reset?* (Global Capital Markets 2013). Retrive from McKinsey Global Institute website: <https://goo.gl/QDqFMG>
- Marx, K. (1867 [1976]). *Capital*, Vol. 1. London: Penguin Books.
- Marx, K. (1894 [1991]). *Capital*, Vol. 3. London: Penguin Books.
- Matthews, N. (2015). A detailed analysis of the Fed's crisis response. In R. Wray (Ed.). *Reforming the Fed's Policy Response in the Era of Shadow Banking*. New York: Levy Economics Institute and Ford Foundation.
- Metri, M. (2004). *O Poder Financeiro dos Estados Unidos no Padrão Monetário Dólar-Flexível*, presented at the IX Encontro Nacional de Economia Política, Uberlândia, Brazil.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.



- Oliveira, Giuliano Contento de (2009). Financeirização da riqueza e dinâmica econômica. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 30(2), 727-754.
- Palley, T. I. (2013). *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. London: Palgrave Macmillan UK.
- Palludeto, A. W. A. (2016). *Os derivativos como capital fictício: uma interpretação marxista*. Campinas: 2016. 152 f. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas. 2016.
- Palludeto, A. W. A.; Rossi, P. (2016). *O capital fictício: reinterpretação de uma categoria controversa*, presented at the XXI Encontro Nacional de Economia Política, São Bernardo do Campo, Brazil. Retrieve from: <https://goo.gl/Ugfg3m>
- Perelman, M. (1990). The phenomenology of constant capital and fictitious capital. *Review of Radical Political Economics*, 22(2-3), 66-91.
- Phillips, K. (1993). *Boiling point: Republicans, Democrats, and the decline of the middle-class prosperity*. New York: Random House.
- Phillips, K. (1994). *Arrogant capital: Washington, Wall Street, and the frustration of American politics*. New York, NY: Little, Brown, and Co.
- Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty-first century*. (A. Goldhammer, Trans.). Cambridge Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Plihon, D. (2005). As grandes empresas fragilizadas pela finança. In F. Chesnais (Ed.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo.
- Prates, D. M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea* 9(2), 263-288.
- Roberts, M. (2015). Thomas Piketty and the Search for r. *Historical Materialism*, 23(1), 86-105.
- Rowthorn, R. (2014). A note on Piketty's Capital in the Twenty-First Century. *Cambridge Journal of Economics*, 38(5), 1275-1284.
- Sawyer, M. (2016). Confronting Financialisation. In P. Arestis & M. Sawyer (Eds.), *Financial Liberalisation* (pp. 43-85). Cham: Springer International Publishing.
- Serfati, C. (2008). Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation. *Journal of Innovation Economics*, 2(2), 35-61.
- Stockhammer, E. (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition & Change*, 12(2), 184-202.
- Tavares, M. C. (1997). A retomada da economia norte-americana. In J. L. Fiori & M. C. Tavares (Eds.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. São Paulo: Vozes.
- Toporowski, J. (2015). Neologism as theoretical innovation in economics: the case of "financialisation." In P. O'Sullivan, N. F. B. Allington, & M. Esposito (Eds.), *The Philosophy, Politics and Economics of Finance in the 21st Century: From Hubris to Disgrace* (pp. 254-266). New York, NY: Routledge.
- Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99-129.
- Van Treeck, T. (2009). The political economy debate on "financialization" – a macroeconomic perspective. *Review of International Political Economy*, 16(5), 907-944.
- Veblen, T. (1904). *The theory of business enterprise*. C. Scribner's sons.