

A HIERARQUIA MONETÁRIA INTERNACIONAL E A FINANCEIRIZAÇÃO DE PAÍSES PERIFÉRICOS: UMA INTERPRETAÇÃO SOBRE O BRASIL

Tom Claudino dos SANTOS¹

RESUMO: O presente trabalho começa por analisar a literatura em torno do fenômeno da financeirização em países emergentes. Parte-se da hipótese que a dependência global do dólar estadunidense gera um ciclo global de liquidez que cria uma série de “impulsos” a financeirização em países emergentes. Na interação com atores e instituições domésticas, estes impulsos são amplificados e não só deixam países emergentes mais vulneráveis à mudanças nos fluxos de capitais, mas também moldam os mercados de crédito e a maneira através da qual as empresas não financeiras se endividam. Neste sentido, o caso do Brasil é analisado com o intuito de exemplificar tal dinâmica. Argumenta-se que a ‘financeirização’ em países periféricos é um fenômeno qualitativamente diverso devido a posição destes países na hierarquia financeira e monetária internacional.

PALAVRAS-CHAVE: Financeirização. Globalização. Países Emergentes. Dólar.

Introdução

Apesar da popularização do termo ‘financeirização’² no âmbito acadêmico nas duas últimas décadas, tal categoria analítica recebeu diferentes enfoques por parte de distintas correntes teóricas. De um lado, o termo não foi adotado por

¹ Université Paris 13. Paris – França. Mestre em Economia. Universidade Federal de Santa Catarina (Ufsc), Florianópolis- SC – Brasil. Mestrado em Relações Internacionais. tomsantos.ri@gmail.com.

² A definição mais amplamente adota na literatura é a de Epstein (2005, p.3), segundo o qual a financeirização pode ser descrita como “[...] a crescente importância dos mercados financeiros, motivos financeiros, instituições financeiras e elites financeiras na economia e nas suas instituições, tanto no nível nacional quanto internacional”. Ao longo do trabalho definições similares propostas por outros autores serão trazidas.

perspectivas ortodoxas da ciência econômica pela própria natureza do mesmo, isto é, de caráter estrutural, sistêmico e de difícil formalização dentro dos termos da teoria neoclássica sobre finanças, a qual foca principalmente na alocação de poupança para seus usos mais eficientes e na escolha ótima de portfólio, partindo da presunção da eficiência dos mercados e da racionalidade dos agentes econômicos (FAMA, 1970). Tais perspectivas até admitem possíveis falhas de mercado como consequência de informações assimétricas, intervenções governamentais ou outros problemas de natureza microeconômica, sem no entanto questionar de maneira consistente qual o papel das finanças para o atual regime de acumulação capitalista e quais fatores estruturais que estão por trás de eventos como a crise *subprime* de 2007-08 (LAPAVITSAS, 2014).

Por outro lado, perspectivas teóricas dentro do campo da economia política abordaram o tema a partir de diferentes ângulos, sem, no entanto, dedicar-se extensivamente sobre a dimensão internacional do processo de financeirização, isto é, levando em conta a dimensão de centro-periferia³ da economia internacional⁴. Neste sentido, o objetivo deste estudo é interpretar o processo de financeirização no nível internacional, com enfoque especial nos traços específicos deste fenômeno em países emergentes. Frente a este objetivo, a primeira sessão tece algumas considerações sobre como cada perspectiva teórica define o processo de financeirização em si, suas origens e consequências, sejam elas relacionadas à distribuição, investimento, dinâmica agregada de crescimento, dentro outras a serem explicitadas.

Em seguida, busca-se avançar na compreensão de como a financeirização se manifesta em países periféricos através de uma breve análise do caso brasileiro. Parte-se da hipótese de que a dependência global do dólar estadunidense gera um ciclo global de liquidez que cria uma série de “impulsos” a financeirização em países emergentes. Neste contexto, são analisados alguns traços de como esta

³ Adota-se aqui a definição de centro-periferia proposta por Paula, Fritz e Prates (2017, p.1-2), segundo os quais “Esta dimensão resulta em assimetrias básicas e persistentes que moldam a dinâmica de economias emergentes, aqui definidas como países periféricos que se envolveram em na chamada globalização financeira (ou seja, a interpenetração de mercados monetários e financeiros nacionais com o mercado globalizado). Essas economias são caracterizadas não só por um nível mais baixo de sofisticação e diversificação produtiva, mas também pela capacidade limitada do estado de buscar autonomia em políticas econômicas devido à sua posição dentro do sistema monetário e financeiro internacionais”. Ao longo do trabalho, o termo “países emergentes” e “países periféricos” serão utilizados de maneira análoga, tendo sempre como norte o fato de que a sua principal característica é a inclusão na globalização financeira de maneira assimétrica e desigual.

⁴ Dentre os trabalhos que abordam o tema de maneira explícita, ver Bonizzi (2013) para uma revisão de literatura e Kaltenbrunner e Painceira (2017) e Karwowski e Stockhammer (2017) para recentes abordagens sobre o tema.

dinâmica molda o processo de financeirização no Brasil, mas também como ela é institucionalizada a partir da interação de atores e processos domésticos.

2 Revisão teórica

Esta sessão tem como objetivo elencar diferentes interpretações sobre o fenômeno da financeirização. Uma primeira vertente que aborda o assunto é aquela proposta por autores da corrente da *Monthly Review*, revista Marxista estadunidense, como Foster (2007, 2010), Vadusevan (2008), Foster e Magdoff (2014) e Foster e McChesney (2012), os quais interpretam o fenômeno da financeirização como um dos principais sintomas da tendência a estagnação de economias capitalistas avançadas. Os autores constroem seu argumento tendo como base o livro de Paul Baran e Paul Sweezy (1966), *Monopoly Capital*, onde é exposto o argumento de que a ascensão das corporações monopolísticas havia aumentado o capital excedente junto as mesmas, as quais não conseguiam encontrar potenciais canais de revalorização deste *surplus* devido à falta de oportunidades de investimento rentáveis⁵. Neste contexto, o setor financeiro funciona como uma ferramenta de ganhos especulativos frente à uma economia que tende a estagnação.

De acordo com Foster e McChesney (2012, p.29), a financeirização, entendida como “a mudança do centro de gravidade da atividade econômica da produção (e atividades relacionadas à produção) para as finanças especulativas”, tem uma série de traços característicos, como:

- (1) o aumento da fatia dos lucros financeiros como proporção dos lucros totais;
- (2) aumento do nível de endividamento em proporção ao PIB;
- (3) o crescimento do setor FIRE (*Finance, Insurance, and Real State*) como proporção da renda nacional;
- (4) a proliferação de instrumentos financeiros opacos e exóticos; e
- (5) a papel crescente de bolhas financeiras (FOSTER; MCCHESNAY, 2012, p.61).

⁵ Esta falta de oportunidades de valorização do capital se dá, de um lado, devido a pressão sob salários, a qual impede que haja demanda que justifique o investimento em nova capacidade produtiva, e de outro devido a falta de inovações revolucionárias que pudessem alimentar o motor da acumulação capitalista. Neste sentido, a falta de canais de investimento não significa que não há ganhos de produtividade ou crescimento do produto, mas que a tendência da economia no longo prazo é a estagnação, a qual é contornada por estímulos externos à própria lógica da acumulação como gastos do governo, novas guerras e estímulo do mercado financeiro como espaço de revalorização do capital (BARAN; SWEEZY, 1966).

No âmbito internacional, foco do presente trabalho, os autores defendem que a financeirização pode ser interpretada como uma nova fase de imperialismo⁶ devido ao aumento das taxas de exploração na periferia do sistema capitalista e do crescimento de oligopólios internacionais atribuída à centralização do capital facilitada pelo advento das finanças (FOSTER, 2010). De maneira complementar, Vedusevan (2008) pontua que o excedente gerado pela exportação de produtos dos países periféricos volta para as economias do norte para buscar revalorização nos seus mercados de capitais, criando assim um padrão de crescimento global que não só é propenso a bolhas financeiras como a de 2007-2008, mas que também leva a um aumento a desigualdade de renda dentro e entre os países e impõe o fardo do ajustamento global sobre países emergentes (VADUSEVAN, 2008).

A abordagem da *Monthly Review* tem grande valor analítico ao conectar a financeirização as dinâmicas subjacentes do setor produtivo e a dialogar estre a esfera da produção e da circulação. No entanto, a análise peca ao focar demais no argumento da estagnação e não estender a investigação ao motivos específicos que levam os agentes da economia capitalista – empresários, banqueiros e trabalhadores – a se direcionar as finanças como esfera de reprodução do capital (LAPAVITSAS, 2014).

Outra crítica a esta abordagem é a de Guttmann (2016) e Braga et al. (2017), os quais argumentam que, frente aos ganhos de produtividade e ao crescimento econômico dos EUA nas últimas décadas, ao nexos estre financeirização e estagnação deve ser visto com certo grau de ceticismo. Para Braga et al. (2017, p.849), por exemplo, “[...] a lógica financeira generalizada, a qual impacta todos os atores do sistema, não implica que exista uma tendência inexorável à estagnação, mas sim um aumento da instabilidade, exacerbando os altos e baixos dos ciclos de negócios”⁷.

⁶ Nota-se que aqui os autores pontuam que esta nova fase de imperialismo diverge daquela relatada por autores como Lenin and Rosa Luxemburgo no qual o país imperial exportava capital. No atual regime de acumulação, os EUA importam capital do resto do mundo, o que permite ao país incorrer em constantes deficits correntes ao mesmo tempo em que os *surplus* globais são “reciclados” nos seus mercados domésticos. Há atualmente um debate em relação ao papel destes *surplus* na crise *suprime* entre aqueles que acreditam que o excesso de poupança em países periféricos redirecionadas para os EUA baixou os juros internos e aumentou a liquidez do sistema financeiro (a teoria do *global savings glut*), e aqueles que questionam essa visão e mostram que os excessos financeiros da crise pouco se relacionam com os fluxos de capitais brutos vindo da periferia do sistema. Para uma visão sobre este debate, ver Tokunaga e Epstein (2018).

⁷ Outro autor que tem como inspiração a economia política marxista é Giovanni Arrighi, para quem a financeirização era um traço característico de potências hegemônicas em declínio. Segundo o autor, “[...] o curso da história capitalista nos últimos quinhentos anos foi uma sucessão de expansões financeiras durante as quais ocorreu uma

Ainda dentro da esfera da economia política, contribuições consistentes sobre o tema da financeirização foram propostos por autores da chamada *Théorie de la Régulation*. De acordo com esta perspectiva, existem cinco pilares institucionais – regime monetário/financeiro; as formas de concorrência; a relação salarial; a forma de inserção internacional; e o tipo de Estado - que interagem para formar um “modo de regulação”, isto é, uma configuração de normas e procedimentos que permitem a socialização de comportamentos e a coerência macroeconômica a partir da interação entre agentes e estrutura, moldando assim o regime de acumulação de capital em determinado período histórico. Segundo esta perspectiva, a crise dos anos 1970 minou as bases de um regime de acumulação Fordista e criou as condições para a emergência de um novo regime de acumulação no qual as finanças desempenham papel central (BOYER, 2000; GUTTMANN, 2016, 2008).

Guttman (2016) constrói um argumento nesta linha, defendendo que os três pilares do regime de acumulação liderado pelas finanças são (1) a crescente securitização de títulos, (2) a mudança do papel dos bancos na economia e (3) a financeirização dos agentes econômicos.

Em relação ao primeiro pilar, Guttman (2016) argumenta que há uma mudança estrutural no sentido de que os títulos ocupem o lugar dos empréstimos bancários como principal fonte de crédito da economia, ou seja, o processo de mudança gradual das finanças indiretas para às finanças diretas. Em segundo lugar, frente a tal processo, bancos passam a não mais somente tomar depósitos e realizar empréstimos, mas a originar os empréstimos que são agrupados para formar um título, o quais são negociados com os diversos fundos (investimento, pensão, etc.), mudando assim o modelo de atuação bancário para um no qual a principal fonte de lucro não é mais somente os juros advindos dos empréstimos, mas sim as comissões, ganhos de capital e taxas advindas deste processo de titularização dos empréstimos e negociação dos mesmos (*originate-to-distribute model*). Finalmente, o último pilar é a tendência de motivos financeiros se tor-

“mudança de guarda” no comando do mundo capitalista” (ARRIGHI, 2010, p.369). Ou seja, o processo de rápida expansão das finanças após os anos 1970 são um típico sintoma do fim de um ciclo de acumulação que tinha como centro os EUA e que ocorreu nos ciclos de acumulação anteriores. Neste sentido, a perspectiva de Arrighi (2010) é convergente com a perspectiva da *Monthly Review* na medida em que acentua que o processo de financeirização deriva em parte da diminuição dos retornos de capital na esfera produtiva. No âmbito internacional, a análise do autor se concentra mais em buscar compreender como a financeirização está ligada a transição entre regimes de acumulação e transições hegemônicas, sem de fato se estender sobre as particularidades deste processo se manifesta para a periferia do sistema. Logo, preferimos focar em autores que focassem de maneira mais explícita sobre o tópico em questão.

nam cada vez mais presentes na lógica de acumulação de agentes não financeiros, isto é, famílias se tornam investidores, empresas dedicam parte de seus lucros à especulação financeira e cada vez mais a maximização do retorno ao acionista assume primazia como valor da governança corporativa.

Chesnais (1995, p.1) tece argumentos semelhantes ao pontuar que “a economia mundial, efetivamente, carrega a marca cada vez mais nítida de um capitalismo predominantemente rentista e parasitário”⁸. Para o autor, o termo “globalização” oculta a realidade de que a mundialização do regime de acumulação presente não é predominantemente uma centrada no comércio, na livre competição e maior concorrência internacional, mas é marcada pela concentração e centralização de capital no nível global, pela formação de oligopólios mundiais e pela integração incompleta e imperfeita de países periféricos aos mercados financeiros globais.

Em relação a integração desigual de países periféricos na mundialização financeira, Chesnais (2005, p.44-45) dá importância central a dimensão hierárquica e assimétrica da dependência global do dólar e do sistema financeiro estadunidense

A abertura externa e interna dos sistemas nacionais, antes fechados e compartimentados, conduziu à emergência de um espaço financeiro mundial. A liberalização e a desregulamentação não suprimiram os sistemas financeiros nacionais. Elas os integraram de maneira “imperfeita” ou “incompleta”, em um conjunto que tem muitas particularidades. Ele é muito fortemente hierarquizado: o sistema financeiro dos Estados Unidos domina os outros em razão tanto da disposição do dólar quanto da dimensão dos mercados norte-americanos de obrigações e de ações.

Outro autor que avança na discussão entre o papel do dólar e o processo de financeirização subordinado de países periféricos é Lapavistas (2014), para quem “[...] a financeirização em países em desenvolvimento teve um caráter

⁸ Neste sentido, Chesnais (1995, 2005) menciona alguns traços característicos do regime liderados pelas finanças, como a desintermediação, a desregulamentação e a descompartimentação dos mercados domésticos, um aumento da tendência a fusões e aquisições ao invés de investimentos em novas capacidades produtivas, a predominância de atividades financeiras dentro de empresas não-financeiras, o expansão de fundos de investimento com perfil de investimento voltado para a alta rentabilidade dos seus ativos, a introdução de novos e exóticos produtos financeiros, o aumento de concentração de renda derivado do aumento da renda financeira e dos lucros em favor dos salários, a transformação de poupadores em “investidores” através dos fundos de pensão, e, num âmbito mais geral, um padrão de crescimento macroeconômico marcado por crises financeiras e instabilidade sistêmica.

subordinado derivado da natureza hierárquica e exploradora das interações no mercado mundial” (LAPAVITSAS, 2014, p.795). Neste sentido, partindo de conceitos da teoria monetária marxista, o autor argumenta que o papel do dólar como “quase dinheiro mundial” implica que países periféricos são obrigados a ter reservas nesta moeda para interagir no mercado global.

Lapavitsas (2014) pontua como, após a expansão dos fluxos de capitais nos anos 1990 e a crise no leste asiático de 1997-98, a acumulação de reservas oficiais por países emergentes tornou-se popular como instrumento de defesa contra fugas de capitais especulativos e como ferramenta para garantir a estabilidade do câmbio. Estas reservas são em sua maioria denominadas em títulos do Tesouro estadunidense, os quais tendem a pagar taxas de juros inferiores às taxas de juros do mercado, ou seja, há um custo de oportunidade em deter tais títulos, além do custo que provém da diferença entre a rentabilidade dos títulos americanos e os juros pagos pelos países periféricos nos seus títulos de dívidas utilizados para esterilizar o aumento da base monetária proveniente da acumulação de reservas⁹. Ainda de acordo com o autor, a acumulação de reservas teve pelo menos uma outra consequência direta para países emergentes, a qual foi o advento do mercado de títulos doméstico, o que aumentou assim a liquidez dos sistemas financeiros nacionais e, paralelamente, estimulou a entrada de bancos internacionais.

Finalmente, uma corrente teórica que também contribuiu para a compreensão do processo financeirização na periferia foi a perspectiva que Bonizzi (2013) chama de “teoria das hierarquias monetárias”, de inspiração fundamentalmente pós-Keynesiana, desenvolvida por autores como Daniela Prates, Bruno de Conti, Aninna Kaltenbrunner, Barbara Fritz, Luiz Fernando de Paula e Bruno Bonizzi (PRATES, 2017, 2005; PRATES; ANDRADE, 2013; CONTI, 2011; CONTI; PRATES; PLIHON, 2013, 2014; KALTENBRUNNER, 2015; KALTENBRUNNER; LYSANDROU, 2017; KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017; PAULA; FRITZ; PRATES, 2017; BONIZZI, 2017). Ainda que com focos diferentes, estes trabalhos interpretam a integração financeira subordinada de países periféricos como consequência

⁹ “A aquisição de reservas pelos bancos centrais foram tipicamente esterilizadas para evitar o crescimento da base monetária doméstica que poderia minar as metas de inflação. No entanto, os passivos que o banco central emite para realizar o processo de esterilização tem tipicamente taxas de juros domésticas. Taxas de juro domésticas tendem a ser significativamente mais altas do que taxas de juros em ativos públicos estrangeiros adquiridos pelos bancos centrais, em parte devido as metas de inflação. O spread entre o juros domésticos e os juros internacionais é um custo exercido no banco central e, logo, pago pela sociedade como um todo” (LAPAVITSAS, 2014, p.816).

da hierarquia monetária internacional e da liquidez que cada moeda possui no âmbito multilateral¹⁰. O principal argumento é que países centrais emitem moedas perenemente líquidas, isto é, moedas que podem ser utilizadas como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor em quaisquer momento sem perda de valor e sem custos de transação, enquanto moedas de países periféricos só assumem tal liquidez em momentos de otimismo, quando os detentores de riqueza aceitam abdicar da liquidez das moedas centrais e demandar moedas periféricas e ativos denominados nelas devido a expectativas de valorização. No entanto, em momentos de incerteza, estas moedas e os ativos denominados nela são prontamente revertidos em moedas centrais, as quais oferecem maior liquidez e segurança, criando assim uma dinâmica de demanda por moedas periféricas e ativos denominados nelas que é dependente das considerações privadas de alocação de portfólio.

Neste sentido, assim como em Chesnais (2005) e Lapavitsas (2014), esta perspectiva assinala como a dependência do sistema financeiro e monetário global ao dólar institucionaliza tanto a instabilidade de fluxos de capitais para países emergentes como também uma série de desafios macroeconômicos em seus países, principalmente relacionados ao tipo de fluxo de capitais que entram em países emergentes, caracterizados pela sua natureza especulativa, o que por sua vez faz com que a taxa de câmbio seja mais volátil e os juros, em linhas gerais, mais altos do que a média internacional (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). Neste âmbito, a financeirização amplifica este padrão, tanto pela crescente liberalização financeira em países emergentes quanto pelo fato de que decisões de alocação de portfólio dos agentes privados, como, por exemplo, fundos de investimento, são condicionadas a garantirem altos retornos em curtos prazos, o que aumenta a tendência pela procura de investimentos em mercados periféricos (BONIZZI, 2017).

O objetivo desta seção foi o de realizar uma revisão teórica acerca do processo de financeirização e como esta se manifesta no nível internacional. Um primeiro ponto que merece atenção é que todas as perspectivas mencionadas

¹⁰ “[...] liquidez é a capacidade de um ativo de ser transformado em um meio de pagamento sem perda de capital, sem custos de transação e sem demora. Extrapolando esse conceito ao âmbito global, tem-se que liquidez internacional é a capacidade de um ativo de ser trocado, nas condições supracitadas, contra um meio de pagamento aceito em âmbito internacional. Por conseguinte, as moedas que exercem as funções da moeda nesse âmbito internacional são líquidas por definição, pois já são um meio de pagamento internacional e, sendo também unidade de conta e reserva de valor nesse mesmo âmbito, possibilitam a conversão de moeda entesourada em poder de compra ou de liquidação de contratos sem gerar perda alguma (nem monetária, nem temporal)” (CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, p.347).

convergem na medida em que assinalam o caráter assimétrico e hierárquico do sistema financeiro e monetário internacional. Neste sentido, a expansão dos mercados e a liberalização financeira no nível global não “achatou” o mundo, mas sim integrou países a uma rede de interdependências financeiras concentrada no poder do mercado estadunidense e na *city* londrina, os quais ditam as condições globais de liquidez, o acesso de países periféricos à moeda hegemônica e o ritmo de acumulação global.

Em segundo lugar, é relevante destacar que, para compreender como a financeirização se exprime em países emergentes, é necessário ir além da discussão teórica e explorar manifestações empíricas deste fenômeno. Com este intuito, a próxima seção busca corroborar alguns dos argumentos teóricos delineados nesta sessão à partir da análise dos elementos do âmbito externo que “forçam” a financeirização em países emergentes. Ou seja, busca-se compreender principalmente os elementos da estrutura da hierarquia do sistema financeiro e monetário internacional que condicionam a integração assimétrica de países emergentes. Logo, nota-se que não se nega o papel das instituições e dinâmicas internas de cada país no seu processo de financeirização. No entanto, por motivos de delimitação da pesquisa, preferimos focar nos elementos subjacentes ao sistema financeiro e monetário internacional.

Integração subordinada, vulnerabilidade externa e financeirização

A partir das considerações feitas anteriormente, mas principalmente das contribuições de Chesnais (2005), Lapavitsas (2014) e da “teoria das hierarquias monetárias”, parte-se do pressuposto de que a hierarquia monetária internacional, o papel do dólar e dos fluxos de capitais internacionais são elementos centrais para explicar o processo de financeirização na periferia. Logo, esta sessão se propõe a analisar o nexos empírico entre o dólar e a financeirização da periferia. Em seguida, discute-se como a acumulação de reservas por parte de países emergentes está ligada a processos de mudança do sistema financeiro doméstico e na estrutura de crédito da economia, utilizando para tal o exemplo do Brasil.

Em primeiro lugar, cabe pontuar a atual relevância do dólar como moeda central no sistema monetário e financeiro internacional. Apesar da ascensão de outros países que vieram a desafiar em partes a dominação econômica dos EUA, a moeda do país é ainda a mais utilizada como meio de pagamento, reserva de valor e unidade de conta (COHEN; BENNEY, 2013).

A Tabela 1 ilustra o papel desempenhado pelo Dólar, Euro, Ien e a Libra Esterlina. Diversos elementos merecem ser destacados. Primeiramente, de 2001 a 2016, o papel do dólar no mercado cambial global diminuiu somente 2,1%, representando atualmente 87,6% das transações (do total de 200%). Não obstante, nota-se que mais da metade de todos os ativos e passivos internacionais do sistema bancário são denominados em dólar. Soma-se a isso o fato de que papel do dólar como moeda de denominação de títulos da dívida *aumentou* nos últimos quinze anos, o que por sua vez demonstra a importância da moeda tanto no setor bancário quanto nos mercados de títulos da dívida. Por último, é relevante destacar que a moeda continua sendo a de maior relevância para reservas oficiais, ocupando 65,5% do total de reservas declaradas.

Tabela 1 – Utilização de moedas internacionalmente (% do total)

	Giro diário no mercado global de câmbio		Reservas Oficiais		Estoque de Títulos da Dívida Internacionais		Âncora Cambial		Ativos e passivos internacionais bancários	
	2001	2016	2001	2016	2011	2016	2008	2016	2001	2016
USD	89,9%	87,6%	71,5%	65,5%	32%	44,9%	33%	20,3%	53,3%	52,7%
EUR	37,9%	31,4%	19,1%	19,1%	46,6%	38,5%	14,4%	13%	26,4%	27%
JPY	23,5%	21,6%	5,0%	3,0%	3,6%	2,18%	-	-	7,4%	3,9%
GBP	13,0%	12,8%	2,7%	4,0%	9,6%	8,13%	-	-	6,3%	4,5%

Fonte: BIS (2017a, 2017b, 2017c) e IMF (2016, 2017a).

Os dados apresentados não deixam dúvidas em relação à dependência do sistema financeiro e monetário internacional da moeda dos EUA. No entanto, como este fato está relacionado à financeirização em países emergentes? Primeiramente, a importância do dólar como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor implica que as decisões de política econômica nos EUA reverberam em toda a economia global, principalmente em países emergentes.

Rey (2015), por exemplo, demonstra empiricamente como o ciclo global de liquidez depende das escolhas de política monetária nos EUA e flutuações no nível de incerteza dos mercados com fluxos de capitais para a periferia. A autora argumenta que há uma forte correlação negativa entre

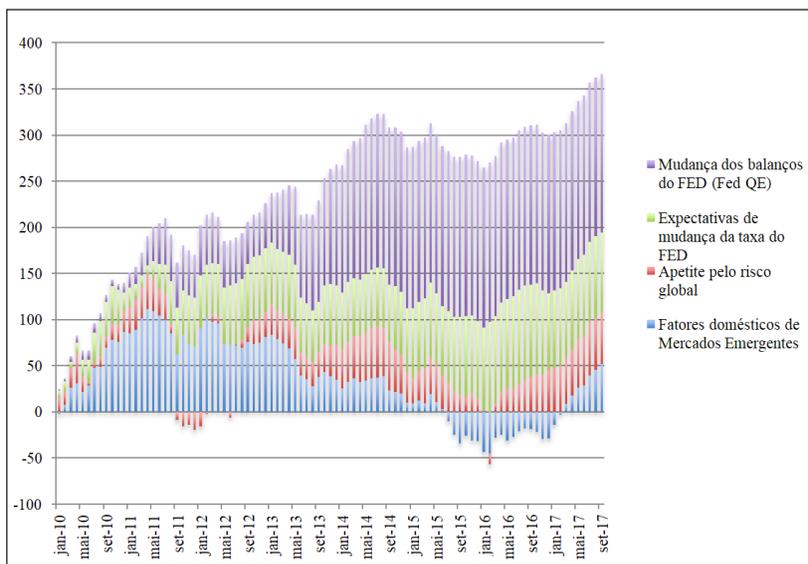
fluxos de capitais para países emergentes e o VIX, um índice que mede a volatilidade dos mercados. Ou seja, há um elemento pró-cíclico na expansão e retração dos fluxos de capitais, na expansão do crédito e nas condições de liquidez globais (BRUNO; SHIN, 2015), o que implica que países periféricos tenham um espaço de política econômica muito menor dado que uma série de variáveis centrais para seu desenvolvimento é absolutamente exógena as dinâmicas internas da economia.

Um exemplo consistente com esta perspectiva está no último *Global Financial Stability Report* do IMF (2017b), no qual a instituição estima os fatores que impulsionaram fluxos de capital para países emergentes. Como é possível notar no gráfico 1¹¹, a política monetária de *Quantitative Easing*¹² foi o principal fator de impulso para fluxos de carteira. Neste contexto, nota-se que os “fundamentais” macroeconômicos domésticos desempenham um papel marginal na atração de capital de curto prazo, principalmente após 2015, quando há uma crescente dependência das decisões de política monetária do FED. É importante pontuar que esta constatação vai de encontro com a visão de que um país emergente pode garantir a autonomia da sua política monetária através da manutenção de um regime de câmbio flutuante aliado à abertura da conta capital. Na prática, assim como pontuado por Rey (2015), países emergentes são confrontados com um dilema no qual a abertura da economia para fluxos de capitais por si mesma implica a perda de autonomia da política monetária, independente do regime de câmbio adotado. Logo, a profunda instabilidade deste tipo de capital e sua exterioridade à dinâmicas endógenas dos países periféricos é central para a explicação da financeirização nestes últimos.

¹¹ Para detalhes do modelo utilizado, ver nota de rodapé 14 em IMF (2017b, p.21-22).

¹² A política monetária de *Quantitative Easing* consiste na compra, por parte do Banco Central, de títulos do governo ou outros títulos do mercado com o intuito injetar liquidez na economia e baixar a taxa de juros. A mesma foi extensamente praticada pelo FED, pelo ECB e pelo BOJ.

Gráfico 1 – Fatores de impulso para os fluxos de *portfolio* para países emergentes (2010- 2017) U\$ Bilhões



Fonte: Elaboração própria com base em IMF (2017b).

A constante exposição a fluxos voláteis de capital e a crescente sensibilidade dos investidores a mudanças no câmbio forçam as autoridades monetárias de países emergentes a acumular reservas internacionais capazes de contrabalançar a instabilidade das forças de mercado. No entanto, a acumulação de reservas tem consequências diretas em como os agentes domésticos estruturam seus balanços e, como argumentado por Kaltenbrunner e Paineira (2017) e por Lapavitsas (2014), é um dos principais canais de transmissão da financeirização para países periféricos dada sua interação com as políticas monetárias e cambiais. Em regimes de metas de inflação, amplamente adotados por países emergentes após os anos 1990, as autoridades monetárias têm de como objetivo central a manutenção do nível de preços dentro de metas estabelecidas. No entanto, o aumento de entrada de divisas estrangeiras que seguiu a liberalização das contas-capitais em países emergentes “forçou” as autoridades a drenar o excesso de liquidez através de operações de esterilização das reservas internacionais (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017).

Para esterilizar o aumento das reservas internacionais, o BC vende títulos da dívida do Tesouro no mercado aberto em operações compromissadas (*repos* e *reverse repos*), isto é, com compromisso de recompra em uma data futura, com o

intuito de absorver parte da liquidez injetada na economia¹³. No caso do Brasil, em agosto de 2017, o saldo deste tipo de operação chegou a R\$1,16 trilhão, equivalente a 17,9% do PIB, sendo que 94% do saldo existente estava contratado com um prazo de até 3 meses (PELLEGRINI, 2017). Este tipo de operação evoluiu de maneira paralela ao acúmulo de reservas internacionais, as quais, ao final de janeiro de 2018, somavam U\$375,7 bilhões (BCB, 2018). Este é um dos traços característicos de um processo de financeirização subordinado: o perfil de curtíssimo-prazo das operações compromissadas¹⁴, o fato de elas serem incluídas no cômputo do indicador oficial da dívida pública e remuneradas tendo como base taxas de juros reais elevadas evidenciam o custo de uma política monetária e cambial moldadas para lidar com a constante instabilidade dos fluxos de capitais.

A utilização de operações compromissadas tem pelo menos mais uma consequência no âmbito da economia política doméstica. De acordo com Kaltenbrunner e Painceira (2017), a alta liquidez das operações compromissadas permitiu aos bancos comerciais utiliza-las como colateral para expandirem seu balanços e aumentarem suas operações de crédito. No entanto, dado o curto prazo das operações compromissadas, a expansão da alocação de crédito também foi moldada para se direcionar ao consumo e ao setor imobiliário ao invés do setor produtivo, o qual tradicionalmente tem um período de maturação maior. Por exemplo, de janeiro de 2012 a janeiro de 2018, o saldo do crédito para pessoas físicas aumentou na ordem de 13% ao ano, enquanto o saldo de crédito para a indústria aumentou 4% a.a (BCB, 2018). Como mencionado na sessão anterior, Lapavitsas (2014) tece um argumento bastante similar ao pontuar que à acumulação de reservas tendeu a dar maior liquidez e profundidade aos sistemas financeiros domésticos, criando assim os incentivos para entrada de bancos estrangeiros e um tipo de financeirização subordinada no qual o sistema bancário se concentra principalmente no financiamento de bens de consumo e na negociação de títulos de renda fixa.

¹³ “Uma das motivações que explicam a realização dessas operações é a distinta situação das partes envolvidas em termos de liquidez [...] A instituição financeira faz uma operação de venda de títulos com compromisso de recompra precisa de recursos e usa seus títulos como garantia para obtê-los. Já a contraparte está com sobre de recursos e quer empresta-los em troca de juros. Essas operações são muito úteis, pois as instituições financeiras, em vista de sua atuação como intermediários de recursos, ora estão com falta, ora com excesso de liquidez. Assim, elas podem tanto suprir a falta, como aplicar o excedente, conforme o momento, por meio dessas transações de curtíssimo prazo” (PELLEGRINI, 2017, p.5).

¹⁴ Nota-se que, por definição, operações compromissadas são de curto prazo. O argumento é o de que no Brasil o perfil das compromissadas é ainda mais de curto prazo dado 74% do saldo destas operações havia sido contratada com período médio de 20 dias, mas com prazo médio de 4 dias úteis (PELLEGRINI, 2017).

Da perspectiva da teoria econômica ortodoxa, a entrada de novos bancos em países emergentes deveria aumentar a eficiência dos sistemas financeiros nacionais, contribuir para melhora da governança corporativa e reforçar o quadro regulatório, garantir uma maior resiliência e aumentar a disponibilidade de poupança externa (LEVINE, 1996). No entanto, perspectivas divergentes questionam o real impacto da entrada de bancos internacionais em países periféricos. Por exemplo, Tonveronachi (2006) analisa a entrada de bancos estrangeiros na Argentina e Carvalho (2002) no Brasil e ambos os estudos convergem na medida em que assinalam que existem poucas evidências de que a entrada de instituições financeiras internacionais aumentou a eficiência dos sistemas financeiros domésticos de maneira sistemática. Outro foco da literatura foi também em analisar os segmentos nos quais bancos internacionais tenderam a focar sua atuação, ou seja, no seguimento de empréstimos pessoais, normalmente voltados para o consumo e para a financeirização da renda individual.

Santos (2013), por exemplo, relata como houve uma expansão de operações de crédito pessoal e para consumo em países de renda média após os 1990, dirigidos principalmente pela premissa de que, frente a diminuição da intervenção estatal na economia, o acesso à saúde, educação e moradia deveriam ser providas pela iniciativa privada e financiadas através de empréstimos pessoais. Segundo o autor, o aumento do endividamento pessoal, apesar de garantir o acesso de famílias de baixa renda ao mercado de consumo, tem como consequências adversas o fato de que o mesmo tende a contribuir para pressões inflacionárias, diminui a quantidade de empréstimos voltados para a atividade produtiva e aumenta a probabilidade de fragilidade financeira em momentos de instabilidade sistêmica¹⁵. Este argumento, relacionado ao processo de ‘financeirização’ dos sistemas sociais de países emergentes, é apoiado por estudos empíricos em países como Brasil (LAVINAS, 2017), Turquia (KARACIMEN, 2015), România (GABOR, 2013) e México (CORREA; VIDAL; MARSHALL, 2012).

Uma das principais consequências deste processo é que empresas não-financeiras encontraram dificuldades encontrar financiamento no setor bancário, recorrendo assim ao crescente endividamento no mercado e inclusive em moedas estrangeiras, o que por sua vez amplifica a possibilidade de descasa-

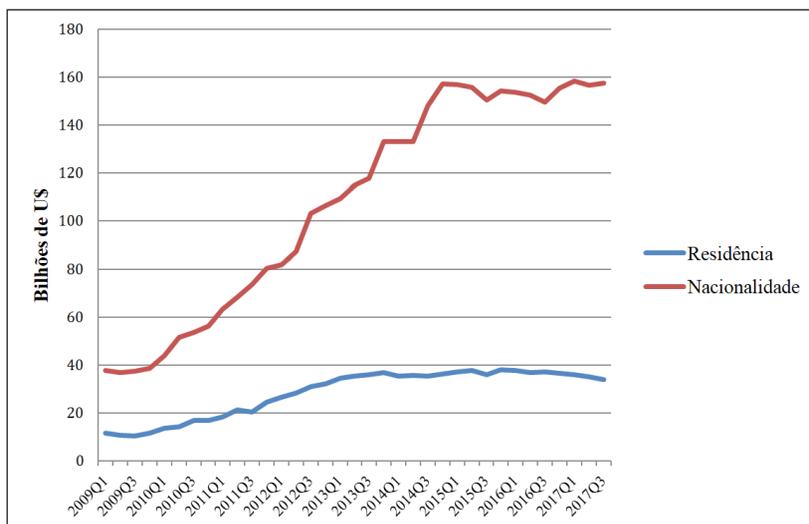
¹⁵ O argumento por trás desta afirmação é que normalmente pessoas físicas não utilizam o empréstimos para melhorar sua capacidade de gerar fluxos de renda. Como consequência, a diminuição do valor do colateral, a perda do emprego ou qualquer evento que afete a renda individual pode levar a inabilidade em honrar os compromissos da dívida.

mentos monetários (*currency mismatch*) (CHUI; KURUC; TURNER, 2016). Enquanto nos anos 1980 e 1990 os governos eram os agentes mais expostos ao descasamento monetário, a partir dos anos 2000 este tipo de risco se transfere principalmente para o setor privado não financeiro dos países emergentes dada a diminuição da dívida em moeda estrangeira pelo setor oficial e a ampla liquidez global que facilitou o acesso aos mercados de capitais internacionais por parte das empresas não-financeiras. De acordo com Chui, Kuruc e Turner (2016, p.21-22), por exemplo, a dívida de empresas não financeiras em países emergentes cresceu de 60% do PIB em 2009 para 90% do PIB em 2015.

O caso do Brasil reflete esta tendência. As empresas não-financeiras brasileiras se engajaram ativamente na emissão de títulos da dívida denominados em dólares, principalmente através das suas filiais ou subsidiárias no exterior. O gráfico 2 relata este processo, diferenciando entre o estoque de títulos da dívida emitida por residentes, isto é, emitida por entidades localizadas no Brasil, e por nacionalidade, ou seja, emitida por empresas de nacionalidade brasileira localizadas fora do Brasil. A grande diferença entre as duas linhas denota a tendência de empresas não-financeiras brasileiras de assumirem compromissos financeiros em praças internacionais através de suas subsidiárias, aumentando assim sua alavancagem em moedas estrangeiras e potencialmente sua fragilidade frente a flutuações na taxa de câmbio e a reversão do ciclo global de liquidez.

Dados da Cemec (2017), por exemplo, confirmam o aumento quase explosivo da participação da dívida em moeda estrangeira no total da dívida em empresas não financeiras do Brasil: de 24,2% em 2010 para 44,7% no primeiro trimestre de 2017. Quando adiciona-se a Petrobrás na amostra, a percentagem de dívida em moeda estrangeira como no total da dívida bruta passa a ser de 58%.

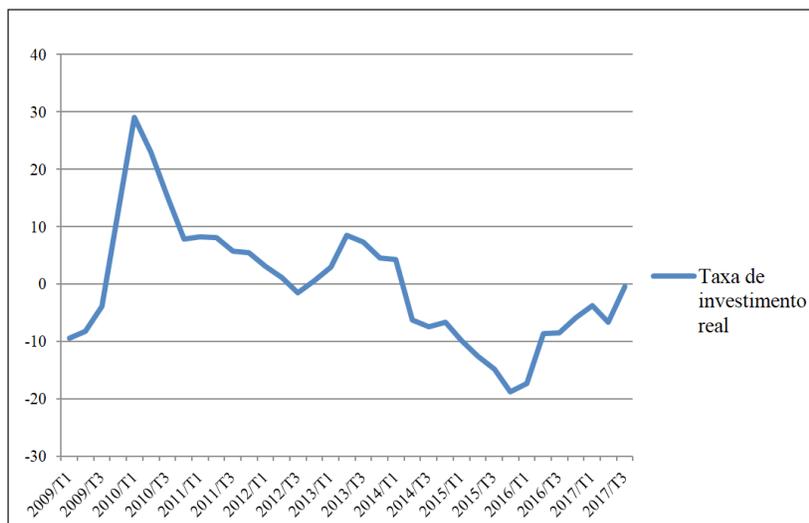
Gráfico 2 – Estoque de Títulos da Dívida Internacionais emitidos por empresas não financeiras do Brasil em moedas estrangeiras, (residência e nacionalidade), 2009 – 2017, bilhões de US\$



Fonte: Elaboração própria com base em BIS (2017b).

De acordo Correa, Lemos e Feijó (2017), este cenário pode ser interpretado como um típico ciclo Minskiano no qual as empresas brasileiras possuem uma postura de financiamento *ponzi*, ou seja, significativamente sensíveis a qualquer mudança tanto no seu fluxo de caixa quanto nas condições de seu financiamento. Outra característica predominante é a de que tal processo de financeirização de empresas não-financeiras se traduz na estagnação do investimento em novas capacidades produtivas, como apontado pelos autores da *Monthly Review*. Novamente, o caso do Brasil é paradigmático neste sentido. Apesar do significativo aumento do endividamento em dólar, a taxa real de investimento do país foi *negativa* entre 2009 e 2017, registrando uma média de -0,08% durante o período (1995=100, Gráfico 3). Não pretende-se argumentar que o baixo investimento real se deva somente ao processo de financeirização, mas que, diferentemente do processo ocorrido na Ásia neste mesmo período, o crescente endividamento corporativo não se traduziu em ganhos de competitividade e investimento nova capacidade produtiva, mas principalmente em um fatia crescente dos lucros não-operacionais como parcela dos lucros totais em empresas não financeiras, na fragilização da posição financeira das mesmas num contexto de baixo dinamismo e baixo crescimento econômico (PALMA, 2015).

Gráfico 3 – Taxa de Investimento Real no Brasil entre 2009 -2017
(% a.a) - Formação Bruta de Capital Fixo (média 1995 = 100)



Fonte: Elaboração própria com base em IPEA (2017).

Finalmente, a estagnação do investimento, associada a crescente fragilização de empresas não financeiras e aos custos da acumulação de reservas são alguns dos sintomas mais evidentes de como um regime de acumulação centrado nas finanças molda a inserção de países periféricos na globalização financeira e, como visto, em especial no Brasil. Uma primeira recomendação que deriva daquilo que foi visto até este ponto é a de que um regime de metas de inflação, associado a um regime de câmbio flutuante e a conta de capitais liberalizada, tende a favorecer a especulação, a apreciação cambial e a volatilidade em mercados emergentes, criando assim os condicionantes estruturais que favorecem o processo de financeirização dos agentes domésticos. Logo, diferentes instrumentos de política monetária, mas principalmente a implementação de controles aos fluxos de capitais são fundamentais para evitar o excesso de volatilidade e garantir ao menos certo grau de autonomia às autoridades de política econômica de países emergentes (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Como visto anteriormente, os fluxos de capital de carteira são pouco relacionados aos “fundamentais” macroeconômicos e seu controle torna-se imprescindível para garantir a estabilidade do câmbio e controlar o contágio das condições financeiras aos mercados domésticos.

Em segundo lugar, mas com foco especial no caso do Brasil, nota-se que a intensa subjugação do Estado brasileiro aos interesses e expectativas da alta finança e da revalorização rentista impede a emergência de uma alternativa de desenvolvimento na qual haja crescimento sustentável, associada à inclusão social e aumento de produtividade. Se de um lado a instabilidade dos fluxos de capital e a dependência do dólar como divisa chave do sistema internacional são condicionantes estruturais do processo de financeirização em países emergentes, é na dinâmica destes fatores com as instituições e atores domésticos que se institucionalizam os efeitos deletérios da financeirização.

Considerações finais

O presente estudo teve como objetivo explorar o processo de financeirização em países emergentes. Primeiro, realizou-se uma breve revisão teórica na qual buscou-se identificar quais os principais condicionantes e características do processo de financeirização a partir de diferentes perspectivas teóricas. A partir daquilo que foi exposto, preferiu-se focar nos aspectos da hierarquia do sistema financeiro e monetário internacional e no papel do dólar como mecanismos de transmissão da financeirização de países centrais para países emergentes. Primeiramente, nota-se que o dólar continua sendo a moeda no topo da hierarquia monetária internacional. Dada a vinculação sistêmica a moeda estadunidense, viu-se que há um ciclo global de liquidez que depende das condições dos mercados domésticos dos EUA e da percepção de risco dos seus agentes, criando assim uma dinâmica de fluxo de capitais e extensão de crédito pró-cíclica em países periféricos.

Esta dinâmica molda o tipo de inserção de diferentes países na globalização financeira e transmite diferentes “estímulos” a financeirização. Como visto na sessão 3, no caso do Brasil à acumulação de reservas e a necessidade de esterilizá-las funcionou como mecanismo de revalorização do capital dada os altos juros que sobre ela incidiam, associado ao fato de que as operações compromissadas moldaram a alocação patrimonial e atuação dos bancos, dando incentivos para que os mesmos aumentassem a liquidez dos seus balanços e focassem em empréstimos voltados para o mercado de consumo e financiamento imobiliário. Notou-se também que, devido ao último ciclo global de liquidez, as empresas não financeiras se endividaram significativamente em divisas internacionais, o que por sua vez aumentou sua vulnerabilidade à reversão do ciclo e sua exposição à dinâmicas exógenas. Apesar do crescente endividamento em dólar, a taxa de

investimento real foi negativa no Brasil entre 2009-2017, o que mostra que estes fundos não foram utilizados para incremento do capital fixo visando ganhos de produtividade, mas sim para atividades na esfera financeira.

De um ponto de vista teórico, o caso do Brasil mostra que as condicionantes estruturais da hierarquia monetária e financeira internacional associadas às dinâmicas internas *amplificam* os efeitos deletérios do processo de financeirização. Neste sentido, torna-se necessário que futuras pesquisas ampliem a compreensão de como a financeirização se manifesta em países específicos para que possíveis nexos causais possam ser explorados num contexto *ad hoc*¹⁶. Ou seja, é necessário que se avance na percepção de que a financeirização em países emergentes tem traços particulares que a tornam um fenômeno analiticamente diverso daquele presente em economias centrais, principalmente pela posição dos primeiros na hierarquia do sistema financeiro e monetário internacional.

No âmbito brasileiro, as evidências expostas aqui indicam que há uma institucionalidade em torno do atual modelo no qual a revalorização patrimonial de caráter rentista, a qual sugere ser o fator chave para explicar a dinâmica macroeconômica de baixo dinamismo, pouco investimento e de estagnação da produtividade presentes no país após o fracasso do experimento nacional-desenvolvimentista. Se de um lado os fatores estruturais da esfera internacional deram o impulso, os agentes e dinâmicas locais do Brasil que construíram as bases institucionais para perpetuar tal regime, garantindo assim sua manutenção apesar das contradições evidentes de tal modelo.

THE INTERNATIONAL MONETARY HIERARCHY AND THE FINANCIALIZATION OF PERIPHERAL COUNTRIES: AN INTERPRETATION ON BRAZIL

ABSTRACT: *The present paper begins by analyzing the literature on the phenomenon of financialization in emerging countries. It is hypothesized that the global dependence of the US dollar generates a global cycle of liquidity that creates a series of “impulses” to financialization in emerging countries. In interaction with domestic actors and institutions, these impulses are amplified and not only leave emerging countries more vulnerable to changes in capital flows, but also shape the credit markets and the way in which non-financial*

¹⁶ Nota-se que já há uma literatura sobre financeirização em países emergentes específicos como Correa, Vidal, Marshall (2012) para o México, Lavinias (2017) e Bruno et al. (2011) para o Brasil, Karacimen (2015) para a Turquia, Gabor (2013) para a România.

corporations are indebted. In this sense, the case of Brazil is analyzed in order to exemplify such dynamics. It is argued that 'financialization' in peripheral countries is a qualitatively diverse phenomenon because of the position of these countries in the international financial and monetary hierarchy.

KEYWORDS: *Financialization. Globalization. Emerging Countries. Dollar.*

REFERÊNCIAS

ARRIGHI, G. **The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times.** London: Verso, 2010.

BARAN, P.; SWEEZY, P. **Monopoly Capital: an essay on the american economic and social order.** New York: NYU Press, 1966.

BANCO CENTRAL DO BRASIL [BCB]. **Indicadores de crédito.** 2018. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 14 fev. 2018.

BIS. **Triennial Central Bank Survey Of Foreign Exchange And OTC Derivatives Markets In 2016.** 2017a. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>>. Acesso em: 17 fev. 2018.

BIS. **Debt Securities Statistics.** 2017b. Disponível em: <<http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>>. Acesso em: 17 fev. 2018.

BIS. **Locational Banking Statistics.** 2017c. Disponível em: <<https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>>. Acesso em: 17 fev. 2018.

BONIZZI, B. An Alternative Post-Keynesian Framework for Understanding Capital Flows to Emerging Markets. **Journal of Economic Issues**, New York, v. 51, n. 1, p.137-162, jan. 2017.

BONIZZI, B. Financialization in Developing and Emerging Countries. **International Journal Of Political Economy**, New York, v. 42, n. 4, p.83-107, 2013.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? a preliminary analysis. **Economy & Society**, Abingdon, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

BRAGA, J. C. et al. For a political economy of financialization: theory and evidence. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, p.829-856, dez. 2017.

BRUNO, M. et al. Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 5, p.730-750, 2011.

BRUNO, V.; SHIN, H. S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. **Journal of Monetary Economics**, Amsterdam, v. 71, p.119-132, abr. 2015.

CARVALHO, F. J. C. de. The Recent Expansion of Foreign Banks in Brazil: First Results. **Latin American Business Review**, Philadelphia, v. 3, n. 4, p.93-119, set. 2002.

CEMEC. **Indicadores De Endividamento E Capacidade De Pagamento Das Empresas Não Financeiras**. 2017. (Nota Cemek, 6.). Disponível em: <<http://cemecfipe.org.br/wp-content/uploads/2018/02/NOTA-CEMEC-06-2017.pdf>>. Acesso em: 6 nov. 2018.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências**. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 35-67.

CHESNAIS, F. A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 5, p.1-30, 1995.

CHUI, M.; KURUC, E.;TURNER, P. A New Dimension to Currency Mismatches in the Emerging Markets - Non-Financial Companies. **BIS Working Paper**, Basel, n.550. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2749312>>. Acesso em: 16 fev. 2018.

COHEN, B. J.; BENNEY, T. M. What does the international currency system really look like?. **Review of International Political Economy**, Abingdon, v. 21, n. 5, p.1017-1041, dez. 2013

CONTI, B. M. de. **Políticas Cambial e Monetária: os Dilemas Enfrentados por Países Emissores de Moeda Periféricas**. 2011. 216 f. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

CONTI, B. M. de; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 51, n. 2, p.341-372, ago. 2014.

CONTI, B. M. de; PRATES, D. M.; PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. In: CINTRA, M. A. M.; MARTINS,

- A. R. A. **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea, 2013. p. 23-85.
- CORREA, E.; VIDAL, G.; MARSHALL, W. Financialization in Mexico: trajectory and limits. **Journal of Post Keynesian Economics**, Philadelphia, v. 35, n. 2, p.255-275, jan. 2012.
- CORRÊA, M; LEMOS, P; FEIJO, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 1, p.1129-1150, dez. 2017.
- EPSTEIN, G.A. **Financialization and The World Economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 25, n.2, p.383-417, 1970.
- FOSTER, J. B. The Financialization of Accumulation. **Monthly Review**, New York, v. 62, n. 5, out. 2010.
- FOSTER, J. B. The Financialization of Capitalism. **Monthly Review**, New York, v. 8, n. 11, abr. 2007.
- FOSTER, J.; MAGDOFF, F. Stagnation and Financialization: The Nature of the Contradiction. **Monthly Review**, New York, v.66, n.1, 2014.
- FOSTER, J.; McCHESNEY, R. **The Endless Crisis: How Monopoly Finance Capital Produces Stagnation and Upheaval from the USA to China**. New York: Monthly Review Press, 2012.
- GABOR, D. **The financialisation of the Romanian Economy: from central bank-led to dependent financialization**. Leeds: FESSUD Studies, 2013. (Studies in Financial Systems, 5.).
- GUTTMANN, R. **Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets**. New York: Palgrave Macmillan, 2016.
- GUTTMANN, R. A primer on finance-led capitalism and its crisis. **Revue de la Regulation**, Grenoble, v.3, n.4, p.1-19, 2008.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [IMF]. **Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves**. 2017a. Disponível em: <<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>>. Acesso em: 6 nov. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND [IMF]. **Global Financial Stability Report: Is Growth at Risk?**. Washington, DC, Oct. 2017b.

INTERNATIONAL MONETARY FUND [IMF]. **Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions**. Washington, 2016. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>>. Acesso em: 6 nov. 2018.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA [IPEA]. **Investimento real**. 2017. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38406>>. Acesso em: 17 fev. 2018.

KALTENBRUNNER, A. A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. **Journal of Post Keynesian Economics**, Philadelphia, v. 38, n. 3, p.426-448, out. 2015.

KALTENBRUNNER, A.; LYSANDROU, P. The US Dollar's Continuing Hegemony as an International Currency: A Double-matrix Analysis. **Development And Change**, Chichester, v. 48, n. 4, p.663-691, jun. 2017.

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. **New Political Economy**, Abingdon, p.1-24, jul. 2017.

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford, v. 39, n. 5, p.1281-1306, out. 2014.

KARACIMEN, E. Consumer Credit as an Aspect of Everyday Life of Workers in Developing Countries. **Review of Radical Political Economics**, Thousand Oaks, v. 48, n. 2, p.252-268, jul. 2015.

KARWOWSKI, E.; STOCKHAMMER, E. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. **Economic and Political Studies**, Abingdon, v. 5, n. 1, p.60-86, jan. 2017.

LAPAVITSAS, C. **Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All**. Londres: Verso, 2014.

LAVINAS, L. **The takeover of Social Policy by Financialization: the Brazilian paradox.** Rio de Janeiro: Palgrave Macmillan, 2017.

LEVINE, R. Foreign banks, financial development, and economic growth. In: BARFIELD, C. **International Financial Markets**. Washington, DC: Aei Press, 1996. p. 224-255.

PALMA, J.G. Why corporations in developing countries are likely to be even more susceptible to the vicissitudes of international finance than their counterparts in the developed world: A Tribute to Ajit Singh. **Cambridge Working Papers in Economics**, Cambridge, n.1539, dez. 2015.

PAULA, L. F. de; FRITZ, B.; PRATES, D. M. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, Philadelphia, v. 40, n. 2, p.183-202, abr. 2017.

PELLEGRINI, J.A. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial**, Brasília, n.3, 2017. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/estudo-especial-no-03-as-operacoes-compromissadas-do-banco-central-out-2017>>. Acesso em: 6 nov. 2018.

PRATES, D. M. Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post-Keynesian approach. **Textos Para Discussão**, Campinas, n. 315, set. 2017.

PRATES, D. M. As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. **Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 9, p.263-288, ago. 2005.

PRATES, D. M.; ANDRADE, R. P. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, Philadelphia, v. 35, n. 3, p.399-416, abr. 2013.

REY, H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. **NBER Working Paper**, Cambridge, n.21162, 2015.

SANTOS, P. L. dos. A cause for policy concern: the expansion of household credit in middle-income economies. **International Review of Applied Economics**, Abingdon, v. 27, n. 3, p.316-338, maio 2013.

TOKUNAGA, J.; EPSTEIN, G. The endogenous finance of global-dollar-based financial fragility in the 2000s: a Minskyan approach. **Review of Keynesian Economics**, Cheltenham, v. 6, n. 1, p.62-82, jan. 2018.

TONVERONACHI, M. The Role of Foreign Banks in Emerging Countries: The Case of Argentina, 1993-2000. **Investigación Económica**, Mexico, v. 65, n. 255, p.15-60, 2006.

VASUDEVAN, R. Finance, Imperialism, and the Hegemony of the Dollar. **Monthly Review**, New York, v. 59, n. 11, p.1-15, abr. 2008.

Recebido em 13 de março de 2018

Aprovado em 24 de maio de 2018

