

IIPPE Annual Conference
Madrid, September 5 - 8, 2023

Hegemonia do capital financeiro e estrutura produtiva: determinantes da trajetória da economia brasileira no século XXI

Ricardo Dathein*
Pedro Cezar Dutra Fonseca**

Resumo: O fraco desempenho tendencial da economia brasileira no século XXI, apesar de alguns anos de maior crescimento do PIB nos anos 2000, tem ocorrido paralelamente aos bons resultados do seu sistema financeiro. Essa contradição é examinada no artigo a partir dos conceitos de hegemonia e de financeirização. O objetivo é relacionar a hegemonia financeira com a estrutura econômica e a rentabilidade agregada, buscando identificar como a primeira afeta as seguintes negativamente. São avaliados o peso do setor financeiro e sua capacidade de influenciar as políticas econômicas e de manter seus ganhos em diferentes contextos. Também são verificados os determinantes da taxa de lucro e sua relação com fatores estruturais. As evidências apontam para um alto peso do capital financeiro, o qual afeta, via mudanças estruturais negativas, as tendências de longo prazo da taxa de lucro e, dessa forma, da indústria e do comércio exterior, em paralelo à capacidade de o setor financeiro manter seus ganhos ao longo do tempo.

Palavras-chave: Hegemonia. Capital financeiro. Economia brasileira.

Abstract: The consistent underperformance of the Brazilian economy in the 21st century, despite some years of higher GDP growth in the 2000s, has coincided with positive outcomes in its financial system. This contradiction is examined in the article through the concepts of hegemony and financialization. The aim is to establish a connection between financial hegemony, economic structure, and aggregate profitability, with the goal of identifying how the former negatively impacts the latter. The weight of the financial sector and its ability to influence economic policies and sustain its gains in different contexts are evaluated. Additionally, the determinants of the profit rate and its relationship with structural factors are examined. The evidence points to a significant influence of financial capital, which, through adverse structural changes, affects long-term profit rate trends, consequently impacting the industry and foreign trade, while also allowing the financial sector to maintain its gains over time.

Keywords: Hegemony. Financial capital. Brazilian economy.

JEL: L16, O11, O16

1. Introdução

A economia brasileira apresentou fraco desempenho ao longo das últimas quatro décadas. Diferentes políticas macroeconômicas e algumas

* Professor Titular do PPGE/UFRGS, Brasil. E-mail: ricardo.dathein@ufrgs.br

** Professor Titular da FCE/UFRGS, Brasil. Pesquisador do CNPq. E-mail: pedro.fonseca@ufrgs.br

tentativas de políticas industriais não têm conseguido reverter consistentemente essa trajetória de baixa acumulação de capital. Em paralelo, o capital financeiro tem exibido, no geral, ótimo desempenho e resiliência. Uma interpretação pouco desenvolvida é a de que a hegemonia do setor financeiro tem condicionado negativamente a dinâmica da estrutura produtiva no longo prazo e, portanto, o crescimento econômico.

O objetivo principal do artigo é interpretar o desempenho da estrutura econômica e, por essa via, da conjuntura, a partir dos conceitos de hegemonia e de financeirização. A hipótese de trabalho é a de que a trajetória econômica brasileira pós-2000 foi condicionada pela hegemonia do setor financeiro, a qual não só garantiu seus próprios ganhos, mas influenciou as políticas econômicas e a própria estrutura produtiva e de comércio exterior e, via esses fatores, a tendência da taxa de lucro. Assim, fatores internos e externos se associaram para explicar o desempenho econômico no curto e médio prazo, mas não conseguiram reverter a tendência de longo prazo.

A partir dessa abordagem, o artigo visa contribuir com a interpretação da performance econômica brasileira a partir da ideia de existência de condicionantes estruturais e de hegemonia do setor financeiro e de como esses fatores se interrelacionam.

O trabalho é construído via o seguinte método. Primeiramente, são abordados os conceitos de hegemonia e de financeirização e como ambos os fenômenos se entrelaçam para explicar o desempenho da economia no período pós ano 2003. A seguir, analisa-se a trajetória de ganhos do setor financeiro nos diferentes períodos e ciclos da economia e das finanças públicas, e o alto peso do setor financeiro, em paralelo ao fraco desempenho da estrutura produtiva. Além disso, analisam-se os componentes da taxa de lucro da economia, em suas diferentes fases, para detectar como eles condicionaram a trajetória econômica e como foram determinados, em última instância, pelos fatores estruturais. Após, apresentam-se as considerações finais.

2. Hegemonia e financeirização

A categoria teórica hegemonia será aqui utilizada em acepção diferente da tradição gramsciana. Esta possui maior extensão conceitual e complexidade, pois incorpora variáveis relativas à cultura, crenças e valores simbólicos. A opção foi restringi-la ao campo da política econômica. Isto se deveu, em boa medida, à dificuldade de concreção, que impõe limites à fundamentação empírica diante das dificuldades para quantificação.

Parte-se do pressuposto que a política econômica, por ser interventora, tende a afetar, em menor ou maior grau, positiva ou negativamente, setores sociais ou grupos de interesses específicos. Isso pode ocorrer de forma deliberada ou não, pois muitas vezes a manipulação dos três principais instrumentos de política econômica – monetário, fiscal e cambial – volta-se a atender as exigências de estabilização macroeconômica, como baixar inflação ou equilibrar o balanço de pagamentos. Alguns setores perderão, ganharão ou deixarão de perder mais do que outros, mas como afirmar que um, e não outro, é o hegemônico? Que critério utilizar? Se tomarmos como objeto os governos brasileiros do século XXI, como de Lula e de Rousseff, assim como para qualquer outro, sempre é possível elencar medidas tomadas a favor dos industriais, dos bancos, das exportações, dos ruralistas, do comércio, dos

trabalhadores, da burocracia estatal... O setor hegemônico, se há algum, não pode ser encontrado pelo simples número de medidas favoráveis a algum segmento, ou, tampouco, pelo seu custo orçamentário. Deve-se ter presente que as políticas interventoras podem resultar de pressão de segmentos específicos ou simplesmente do caráter mediador do Estado: reativas, portanto, e não fruto de hegemonia (que suporia “deter o poder”, mais do que um jogo de barganhas e concessões com ele).

Por isso, aqui a opção foi pelo uso do termo em sentido mais estrito que o tradicional gramsciano. O propósito é detectar se algum setor, mais do que outros, consegue impor não apenas medidas tópicas, mas políticas institucionais duradouras a seu favor. Não se trata de barganha em cada conjuntura, mas do estabelecimento de regras do jogo capazes de lhe assegurar, probabilisticamente, posição mais favorável na administração das crises e ganhos nas expansões cíclicas. É importante que tais regras sejam majoritariamente aceitas, o que implica, geralmente, políticas compensatórias aos demais segmentos, seja do “bloco no poder” (Poulantzas) ou mesmo de fora dele. A forma mais sofisticada e acabada ocorre quando tais regras são “naturalizadas”, ou seja, internalizadas como “normais”, o que diminui o alcance e o impacto social de eventuais contestações.

Por tal critério metodológico, pode-se afirmar que o setor financeiro é o hegemônico da economia brasileira, pelo menos desde as últimas duas décadas do século XX. As regras institucionalizadas são claras: (a) a definição das políticas monetárias e cambiais cabe ao Banco Central, enquanto a política fiscal (gastos e tributação) fica sob a responsabilidade do Ministério da Fazenda; (b) o Banco Central, mesmo antes de dispor de autonomia legal, que veio em fevereiro de 2021, tinha-a garantida “na prática”, pelo menos desde o governo de F. H. Cardoso; (c) o sistema de metas de inflação é o princípio norteador da política econômica; e (d) a variável principal e definidora na condução da política econômica é o déficit público primário.

As consequências da associação de tais regras resguardam ampla autonomia para o Banco Central estabelecer dois preços fundamentais da economia – as taxas de juros e de câmbio. Dos três instrumentos de política econômica, só resta ao governo, de forma mais direta, a política fiscal. Só que esta, ao contrário de outros países, cujos *policymakers*, trabalham com metas de superávit nominal, no Brasil o compromisso é de obter superávit primário, ou seja, descontados os juros. A consequência mais imediata de tal arranjo institucional é que o Banco Central goza de ampla autonomia para formular e executar as políticas que lhe cabem, em contraste com a política fiscal, que segue regras rígidas. A “naturalização” do rentismo, que é de percepção menos imediata, materializa-se pelo tratamento especial de ter assegurada sua remuneração mesmo quando se exigem cortes nos demais setores. Mais grave ainda é que, em conjunturas inflacionárias ou de déficit primário, o Banco Central eleva os juros, o que torna o setor financeiro não só imune ao ônus dos ajustes, mas privilegiado com ele. Com isso, a política monetária anula o esforço fiscal recessivo, pois gera mais gastos. Em adição, as despesas com juros da dívida pública não vêm à tona como causa do problema, pois o conceito de déficit primário o oculta e sugere mais contração da política fiscal, através de corte gastos e/ou aumento de tributação. E mesmo este último é limitado, seja pela alta carga tributária seja por dificuldades políticas.

Esse marco interpretativo ajuda explicar as razões das resistências generalizadas no meio empresarial ao governo Rousseff a partir de agosto de 2011 (Fonseca, Arend e Guerrero, 2020). Com o crescimento econômico e o bom desempenho do balanço de pagamentos na primeira década do século, o superávit primário pôde ser assegurado concomitante à garantia de políticas compensatórias a outros segmentos empresariais (inclusive através dos bancos públicos, como o BNDES) e aos trabalhadores. Assim, foi possível honrar o pacto proposto por Lula na “Carta ao Povo Brasileiro”, logo antes de sua eleição, em 2002, e que significava respeitar a hegemonia financeira com a manutenção das quatro regras anteriormente citadas. Com o aprofundamento da crise, o governo Rousseff, que inicialmente mostrou-se disposto a manter tal pacto, deu uma guinada em sentido contrário – chamada “nova matriz macroeconômica” – forçando o Banco Central baixar a taxa de juros e desvalorizar o câmbio, ao mesmo tempo em que resistia atacar as medidas compensatórias, como cortar gastos e subsídios e/ou aumentar impostos aos demais setores.

Um conceito largamente utilizado na literatura econômica que amplia o entendimento sobre a questão é o de financeirização.¹ Há uma vasta literatura sobre financeirização, capital fictício e rentismo, principalmente nas teorias keynesiana e marxista.² Mollo (2011) argumenta que a financeirização das economias, nas últimas décadas, expandiu o caráter fictício do capital, o que ampliou a instabilidade e está na base das crises financeiras.³ A autora destaca que “o capital financeiro, visto como o capital que se especializa no comércio de dinheiro, envolve, por um lado, o capital de crédito produtor de juros e, por outro, o capital fictício, que não retorna à produção real para se valorizar.” (2011, p. 484). Essa distinção é essencial no Brasil de hoje, visto que o seu setor financeiro privado é pouco dinamizador da produção e do investimento⁴, mas

¹ O processo de financeirização implica predomínio das atividades financeiras sobre as produtivas, com desconexão ou falta de contrapartida entre a produção real e a circulação de valores (o que define o capital fictício, que possui preço ou reconhecimento social, mas não valor, sendo, por isso, limitado), resultando em hegemonia econômica e política do capital financeiro sobre o capital produtivo (Mollo, 2011). Segundo Stockhammer (2008, p. 184), “The notion of financialization covers a wide range of phenomena: the deregulation of the financial sector and the proliferation of new financial instruments, the liberalization of international capital flows and increasing instability on exchange rate markets, a shift to market-based financial systems, the emergence of institutional investors as major players in financial markets and the boom (and bust) asset markets, shareholder value orientation and changes in corporate governance (of non-financial business), increased access to credit by previously ‘underbanked’ groups or changes in the level of (real) interest rates. Financialization has also been used to highlight psychological changes and ideological structures. The list could easily be extended.” Ver também Paulani (2016), Carneiro (2019 e 2020) e Guttman (2017).

² Por exemplo, Chesnais (2004 e 2017), Stockhammer (2004 e 2008), Palley (2013), Eatwell e Taylor (2000), Reinhart e Rogoff (2009), Guttman (2016), Epstein (2005), Hein (2012), Lapavitsas (2013), Kregel (2017), Davis (2009) e Boyer (2000).

³ Ver também Braga et al. (2017).

⁴ Segundo Fernando Cardim de Carvalho (2010, p. 16), “O sistema financeiro brasileiro [...] oferece um paradoxo aos analistas. Por um lado, ele é marcado pela diversificação e pela sofisticação, com as instituições financeiras locais adotando os mais avançados métodos de operação e de gestão encontráveis em mercados financeiros de países desenvolvidos”, mas, por outro lado, “... o papel desse mesmo sistema financeiro no financiamento da produção e, mais particularmente, do investimento sempre foi de pouca relevância. Apesar do enorme poder de mobilização de recursos [...], o setor esteve muito mais voltado para a aplicação em dívida pública – atraído, naturalmente, pela combinação de altos rendimentos e riscos baixos ou quase inexistentes –, ou para operações interfinanceiras, expandindo a circulação financeira, mas com poucos reflexos sobre a circulação industrial. Em outras palavras, o sistema financeiro brasileiro

altamente financeirizado e, desse modo, forte gerador de rendimentos.⁵ Assim, esse sistema é apropriador de recursos sociais e públicos, distorcendo os preços relativos, ou seja, reduzindo relativamente a rentabilidade do setor real, principalmente do setor industrial. Desse modo, o setor financeiro⁶ impacta negativamente a estrutura econômica do país, tendendo a diminuir relativamente o peso dos setores reais, geradores de valor, inovações e exportações, e ampliando o seu peso relativo, que é de um setor sem essas características, pois financeirizado e gerador de capital fictício, em boa parte. Assim, a taxa de lucro agregada da economia tende a ter uma tendência descendente, a não ser que fatores externos (como um crescimento dos termos de intercâmbio) a ampliem ou compensem.

Esse rentismo, típico de processo de economias crescentemente financeirizadas, tende a gerar baixo desempenho econômico, pois é baseado em apropriação de excedentes sem geração de valor, ou sem a base de trabalho produtivo (sem aumento da produção real). Squeff e De Negri (2014, p. 273), por exemplo, ressaltam que variações da produtividade do sistema financeiro no Brasil podem não refletir efetivamente mudanças de eficiência, mas capacidade de arbitragem. Parece que é justamente o que ocorre com a manutenção de uma alta participação desse sistema no valor agregado em uma economia com as características típicas do subdesenvolvimento, ou seja, com heterogeneidade estrutural e tendendo à perda de diversificação e complexidade.⁷

O processo de financeirização modifica e acaba por condicionar a dinâmica macroeconômica, a produção e a distribuição de renda, caso não seja controlado. Segundo Stockhammer (2004, p. 719): “Financialisation, the shareholder revolution and the development of a market for corporate control have shifted power to shareholders and thus changed management priorities, leading to a reduction in the desired growth rate.” A partir de testes econométricos, esse autor conclui que para os EUA, Reino Unido e França foram encontradas evidências não só de correlação, mas de efeitos negativos da financeirização sobre a acumulação. Em outro estudo (STOCKHAMMER, 2008, p. 184), o autor ressalta a relação entre o processo de financeirização e mudanças na dinâmica do investimento e do consumo, além de nos gastos públicos, propondo a noção de um “finance-dominated accumulation regime”⁸

exibe o paradoxo da existência de instituições financeiras modernas, ativas e agressivamente competitivas que, no entanto, de pouco servem para impulsionar a atividade produtiva e ainda menos para sustentar investimentos, preferindo a atividade em mercados secundários, que leva ao crescimento do grau de alavancagem do sistema, mas sem potencializar a capacidade da economia em acumular capital real.”

⁵ Mollo (2011), citando Brunhoff (2006), ressaltam que o capital fictício se caracteriza justamente pela sua capacidade de gerar rendas financeiras independentemente do trabalho produtivo.

⁶ Trata-se aqui fundamentalmente do setor financeiro privado, pois existem no Brasil instituições públicas com dinâmicas distintas no período em análise, como o BNDES.

⁷ Bruno et al. (2011, p. 737) calculam para o Brasil a taxa de financeirização como sendo a relação entre o estoque de ativos financeiros não monetários e o estoque de capital fixo produtivo, constatando uma tendência de crescimento entre 1974 e 2008, ao mesmo tempo em que ocorre um “declínio tendencial da parcela do lucro bruto macroeconômico destinada à formação bruta de capital fixo (FBCF/Lucro).” Segundo os autores, esse processo tende a gerar também menor dinamismo pelo fato de que as economias se tornam mais vulneráveis por fatores de mercado interno (a distribuição de renda e o baixo dinamismo do mercado de trabalho) e de mercados externos (por exemplo, mudanças dos termos de intercâmbio).

⁸ Stockhammer (2008) chama de “finance-dominated accumulation regime” um modelo econômico no qual a circulação monetária e financeira é o centro da valorização dos capitais, e

para destacar que esse processo molda fundamentalmente o padrão e o ritmo de acumulação. Nesse contexto, pode ocorrer que uma elevação dos lucros empresariais não seja acompanhada de um correspondente aumento dos investimentos, conforme o esperado, resultando que um regime de acumulação dominado pelas finanças tenda a produzir crescimento econômico medíocre e alto grau de fragilidade e instabilidade.⁹

Existe diferença substancial dos impactos da financeirização em países desenvolvidos e subdesenvolvidos sobre as estruturas produtivas. Alguns autores consideram que existe uma “financeirização periférica” ou “financeirização subordinada” (Corrêa e Feijó, 2022). Em primeiro lugar, ocorre um impacto significativo das práticas e comportamentos dos mercados financeiros internacionais para o interior dos países periféricos, com resultados derivados de esses estarem situados em posição inferior em termos de hierarquia das moedas internacionais, aumentando o risco de instabilidade macroeconômica. Assim, esses países são *business-cycle takers* e *policy takers* (Ocampo, 2001). Pode-se afirmar que são também *institutional takers*. A dinâmica da financeirização na determinação da taxa de câmbio e dos preços das *commodities* pode estar associada à ocorrência de doença holandesa, o que está relacionado com o processo de desindustrialização (Bresser-Pereira, Oreiro e Marconi, 2015). Além disso, as grandes empresas não financeiras, muitas multinacionais, assumem uma gestão financeirizada. Esses são mecanismos de transmissão da financeirização para a estrutura produtiva. Assim, “... the gains of the financial sector are placed ahead of the demands of other sectors on the government agenda.” (Corrêa e Feijó, 2022, p. 1014). Portanto, a financeirização nos países subdesenvolvidos impõe barreiras ao processo de desenvolvimento, não estimulando, ou mesmo desestimulando, investimentos produtivos que complexifiquem e diversifiquem essas economias.

Saad Filho (2023) argumenta que o processo de financeirização auxiliou a transnacionalizar e a ampliar os ganhos das grandes empresas, impondo seus interesses de forma mais intensa com a ameaça permanente de fuga de capitais se as políticas econômicas e sociais não estiverem de acordo com seus interesses. Para o autor, nesse processo, “a busca por ganhos financeiros tende a obstruir as atividades produtivas e promover a concentração de renda e riqueza dentro e entre países, prejudicando a lucratividade agregada, a estabilidade macroeconômica e o crescimento econômico de longo prazo.” (Saad Filho, 2023, p. 33).

Outro aspecto relevante que Stockhammer (2004, p. 722) ressalta é relativamente às relações sociais, distinguindo três tipos de rendimentos: salários, lucros e juros, dividendos e aluguéis. Para cada uma desses

não a órbita diretamente produtiva. Assim, um regime de acumulação dominado pelas finanças pode gerar uma desconexão entre taxa de lucro e taxa de acumulação.

⁹ Para o setor financeiro (ou para o mercado de capitais) privado e seus agentes, ao contrário, a instabilidade pode produzir um resultado positivo, gerando maiores oportunidades de lucro derivados de especulação e arbitragem. Esses agentes geralmente não trabalham com modelos ou teorias que abarcam uma visão sistêmica ou estrutural, mas apenas atomizada, conforme as teorias econômicas liberais. Nessa visão não existem *trade-offs* entre curto e longo prazo e entre interesses individuais e agregados. Assim, autoconsiderando-se o setor mais eficiente da economia, pela sua pretensamente capacidade de alocação mais racional e rápida (tendo em vista sua liquidez imediata, com ausência de rigidez) de poupanças e investimentos (ou de portfólios), esse capitalismo desregulado dominado pelas finanças também produziria maior crescimento econômico (Saad Filho, 2023, cap. 1).

rendimentos correspondem três categorias sociais: trabalhadores, capitalistas e rentistas. O autor observa que, como dividendos e pagamento de juros são parcelas dos lucros, capitalistas e rentistas podem ser considerados parte da mesma classe. No entanto, ocupam posições diferentes dentro do processo de produção e possuem interesses diferenciados. Assim, considera-se importante a distinção entre capitalistas (principalmente os industriais) e rentistas, mesmo que essa seja intraclasse e apesar de que haja uma crescente fusão entre as duas, mas com papéis mantidos diferenciados e tendo em vista que pode haver reversão dessa tendência no futuro. Essas noções e conclusões ressaltam o aspecto distributivo da financeirização, que gera uma tendência à concentração de renda.¹⁰

Portanto, a financeirização tende a criar um bloqueio estrutural ao desenvolvimento (com menores e mais voláteis taxas de crescimento), pois a concentração de renda produzida não leva a um aumento de investimentos produtivos. Além disso, o processo aumenta o poder político dos rentistas, tendendo a determinar as pautas e a gestão do Estado de acordo com seus interesses, com a contaminação de avaliações curto-prazistas dos mercados financeiros (dominados pela racionalidade do capital fictício) nas expectativas empresariais das grandes empresas produtivas, as quais na maior parte também se tornam financeirizadas, assumindo essa lógica de gestão.¹¹

Portanto, a financeirização não pode ser entendida como uma “deficiência” do capitalismo, mas uma evolução tendencial de um mercado funcionando livremente. Desse modo, a “solução” não é simplesmente corrigir uma falha do mercado. Para Saad Filho (2023, p. 31-32), “A financeirização não distorce o ‘capitalismo puro’, nem expressa um ‘golpe do setor financeiro’ contra o capital produtivo”. Para o autor, “Em vez disso, na era do neoliberalismo, as finanças são hegemônicas porque o CPJ [capital portador de juros] comanda a atividade econômica e a reprodução do capital como um todo, permeia todas as formas de relações sociais e impulsiona a formulação de políticas...”.

3. Financeirização, estrutura econômica e rentabilidade

Esta seção analisa os ganhos do mercado financeiro no contexto da dinâmica econômica e da política monetária do Brasil a partir do ano 2003. Também se avalia o peso do setor financeiro em relação a outros países e comparativamente ao PIB e ao setor manufatureiro do Brasil. Por fim, abordam-se os fatores determinantes da rentabilidade total da economia no período, ressaltando sua relação com a estrutura produtiva.

O Banco Central do Brasil utiliza, para a execução da política monetária, a taxa de juros SELIC, a taxa básica que é a remuneração ou é farol para a fixação da remuneração dos títulos públicos e para o setor financeiro. No período 2003-2013 destaca-se que, apesar da queda da taxa SELIC, tanto em termos nominais quanto reais (ver gráfico 1), o total de juros pagos (em moeda nacional e em termos reais) não se reduziu, mantendo-se ciclicamente em torno de um patamar.

¹⁰ Nesse mesmo sentido, Marques e Rugitsky (2020) fazem uma análise aplicada à economia brasileira.

¹¹ Ver em Paulani (2017) uma análise nesse sentido aplicada ao Brasil.

Entre 2003 e 2005, em média, as taxas de juros nominal e real foram, respectivamente, de 19,6% e 9,3%, enquanto o pagamento de juros foi de R\$ 400 bilhões por ano, em média (valores atualizados para abril de 2023). Para os anos de 2011 a 2013, também em média, as mesmas taxas de juros foram substancialmente menores, de 9,5% e 3,2%, respectivamente e, no entanto, o valor pago foi parecido (até um pouco maior), de R\$ 427 bilhões ao ano. Na média anual entre janeiro de 2003 e agosto de 2014 (imediatamente antes da forte elevação da taxa de juros) o pagamento de juros foi de R\$ 405 bilhões, um patamar bastante estável, apesar de cíclico. Mesmo no ano de 2013, com as menores taxas de juros nominais e reais do período 2003-2013, o valor anual mínimo pago foi de R\$ 392 bilhões (em abril de 2013). Ou seja, não muito menos que a média de todo o período anterior e até superior a outros momentos (em 2004 e 2009, por exemplo).

Em dólares reais de abril de 2023 houve inclusive substancial elevação do pagamento de juros, por conta da valorização cambial. Em média em 2003 foram pagos US\$ 77 bilhões e na média de 2011, US\$ 179 bilhões. Depois disso, com a desvalorização cambial, o patamar médio de juros pagos ficou em US\$ 154 bilhões (2012 a 2017).

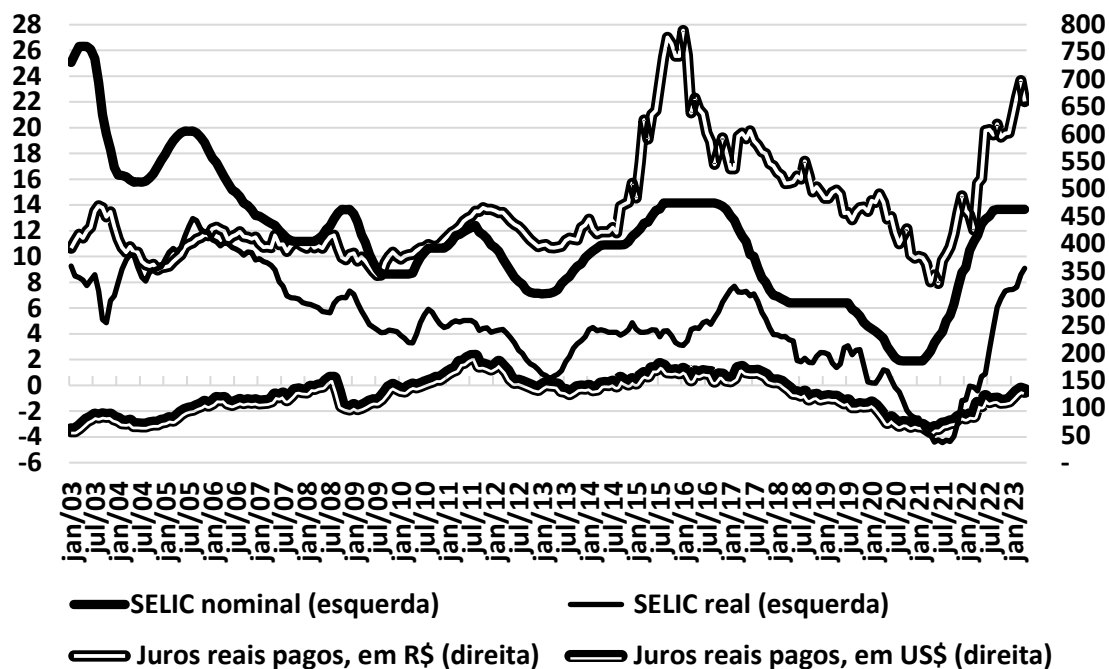
A partir de 2013, até o final de 2016, houve forte crescimento da taxa de juros e, com isso, elevação substancial do pagamento de juros. Partindo de cerca de R\$ 400 bilhões ao ano, o valor pago chegou a quase R\$ 800 bilhões anualizados em janeiro de 2016.

Depois disso, como a inflação cedeu fortemente e permaneceu em baixos patamares, houve intensa e longa (de novembro de 2016 até setembro de 2020) redução da taxa básica de juros. No contexto da pandemia, como a inflação voltou a subir, a taxa de juros real tornou-se negativa, de julho de 2020 a abril de 2022, mesmo com a elevação da SELIC. Com essa redução da taxa SELIC, os pagamentos de juros, tanto em reais quanto em dólares, reduziram-se substancialmente. Mas, mesmo assim, a média para o ano de 2021 foi de R\$ 385 bilhões, muito próxima da média de 2003-2014 referida acima. Em dólares houve maior redução, para US\$ 70 bilhões na média de 2021, tendo em vista a desvalorização cambial dos anos anteriores.

Mas esse patamar relativamente menor de pagamento de juros durou pouco, pois logo a inflação do período da pandemia fez as taxas de juros subirem para altos patamares e, com isso, os pagamentos de juros, conforme pode ser observado no gráfico 1.

Dividindo o período em análise em duas fases, temos que de 2003 a 2014 o pagamento médio de juros foi de R\$ 407 bilhões e de US\$ 123 bilhões. No período posterior, de 2015 a abril de 2023, esses pagamentos foram respectivamente de R\$ 534 bilhões e de US\$ 123 bilhões (coincidentemente o mesmo valor). Para se colocar em retrospecto, as médias de crescimento do PIB foram de 3,5% de 2003 a 2014 e de 0,3% de 2015 a 2022. Ou seja, no segundo período, muito menos dinâmico e mais instável, a lógica de funcionamento do capital financeiro lhe garantiu até maior remuneração.

Gráf. 1- Brasil, Taxa de juros SELIC nominal e real e Juros pagos pelo Setor Público consolidado (R\$ bilhões e US\$ bilhões), em valores de abril de 2023, jan./2003 a abr./2023



Fontes dos dados brutos: BANCO CENTRAL (2023), IBGE (2023), IPEADATA (2023) e BLS (2023)

Examinando-se a evolução do déficit público, observa-se que, até 2014, a geração de superávit fiscal primário relativamente elevado (derivado de um crescimento econômico maior e das decisões de política econômica voluntárias ou imperativas) permitiu o pagamento de juros nos patamares citados anteriormente, além de levar à redução substancial (como proporção do PIB) do déficit total, dos juros nominais e do endividamento bruto e líquido (ver gráficos 2 e 3). Ou, interpretando ao reverso, as reduções do endividamento e das taxas de juros permitiram a geração de superávits que garantiram a remuneração estável do capital financeiro.

Observa-se que o pagamento de juros em alto e estável valor ocorreu concomitantemente à redução da relação desse pagamento de juros proporcionalmente ao PIB (gráfico 2) e do endividamento (gráfico 3), em contexto de maior crescimento do PIB. Mesmo assim, o pagamento de juros não foi menor que 4,4% do PIB (nos anos de 2013 e 2014), o que é um valor muito elevado, com alto impacto sobre o orçamento e suas prioridades.

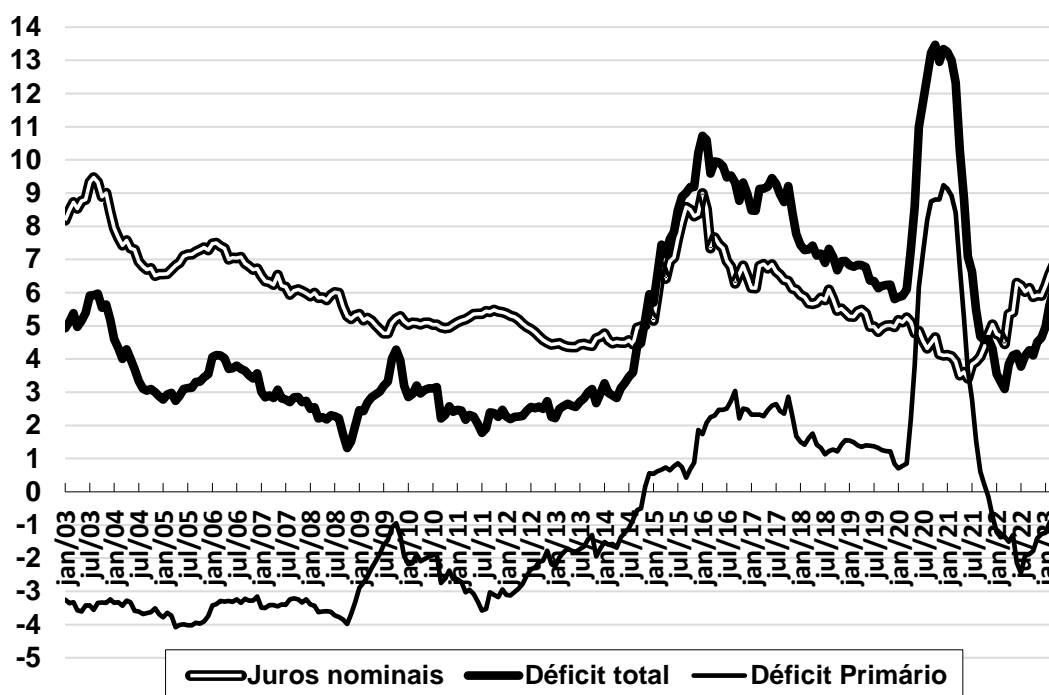
Com a crise econômica, a partir de 2014, o superávit primário desapareceu e tornou-se um substancial déficit, ao mesmo tempo em que dobrou o pagamento de juros como proporção do PIB (no seu pico), de forma que o déficit total se elevou de um patamar entre 2 e 3% do PIB para mais de 10%. Esse impacto da crise e a política adotada garantiram ao capital financeiro a forte elevação de pagamento de juros mostrada no gráfico 1.

Após a crise de 2015 e 2016, o gasto com pagamento de juros como proporção do PIB reduziu-se, voltando para próximo ao patamar anterior à crise em somente em 2021, lentamente, ao longo de cinco anos. O déficit primário também se reduziu, mas relativamente pouco, tendo na vista o baixo dinamismo

econômico posterior à crise. Com isso, o déficit total, apesar de cair, estava no início de 2020 em cerca de 6% do PIB, mais que o dobro da situação anterior à crise de 2015/2016.

A pandemia provocou uma disparada dos déficits primário e total, indicando uma importante política fiscal anticíclica. A recuperação econômica posterior permitiu uma grande redução dos déficits, mas os juros nominais pagos cresceram muito. O pagamento desses juros no início de 2013 estava entre 6 e 7% do PIB, com uma média de 5,8% entre 2015 e abril de 2013.

Gráf. 2- Brasil, Déficit público, jan./2003 a abr./2023 (% do PIB)



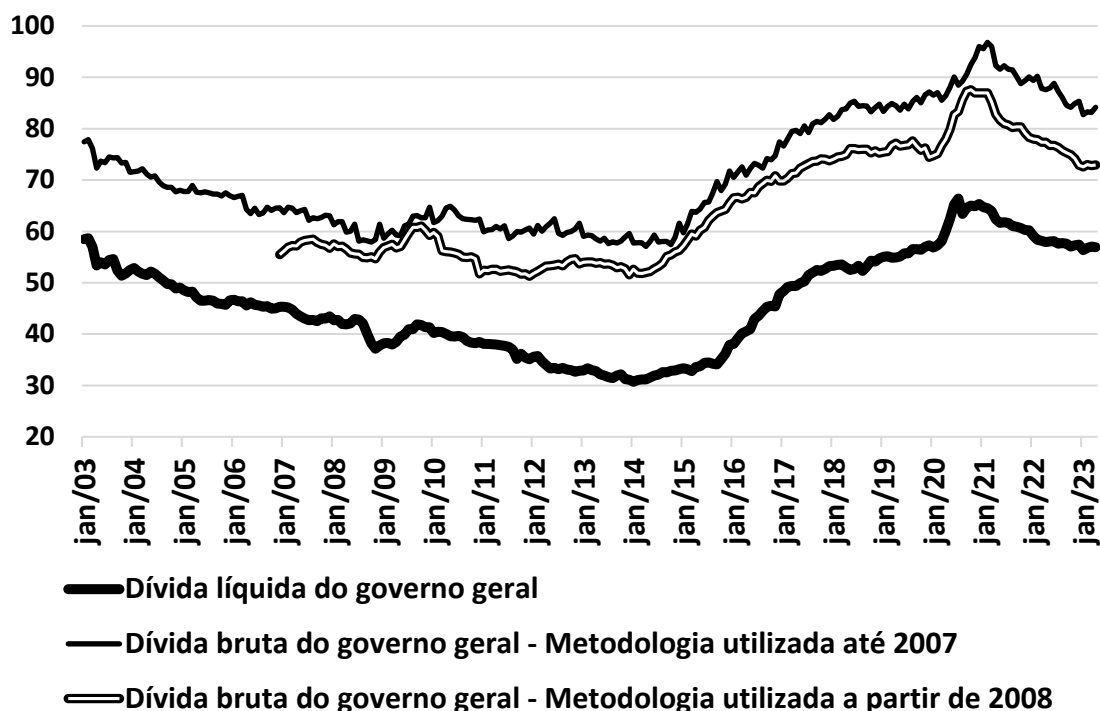
Fonte dos dados brutos: BANCO CENTRAL (2023)

Por outro lado, o expressivo e rápido aumento da dívida líquida e bruta a partir de 2014 (conforme evidenciado no gráfico 3) determinou um aumento na base sobre a qual as taxas incidem. Consequentemente, isso resultou em um ônus elevado de pagamento de juros, mesmo em cenários de redução das taxas de juros.

Em outras palavras, o que se torna relevante para a remuneração do capital financeiro não são apenas as taxas de juros em si, mas o valor total pago. Taxas de juros mais baixas podem ser compensadas pelo aumento do endividamento público, o que acaba sendo altamente favorável para o sistema financeiro.¹²

¹² Como observam Bruno et al. (2011, p. 746), “No Brasil, a dívida pública interna tornou-se o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial e a base da subordinação das finanças públicas às pressões dos mercados financeiros globais. Em consequência, a autonomia da política econômica é significativamente reduzida e sua formatação e gestão encontram-se permanentemente monitoradas pelas expectativas e racionalidade inerentes à revalorização financeira dos capitais.”

Gráf. 3- Brasil, Dívida líquida e bruta do governo geral (% do PIB), jan./2003 a abr./2023



Fonte dos dados brutos: BANCO CENTRAL (2023)

Como pode ser observado, independentemente do contexto, seja em períodos de crescimento ou de crise, a remuneração do capital financeiro geralmente permaneceu em níveis elevados. No período de maior crescimento, mesmo com a redução da taxa de juros e do endividamento, proporcionalmente ao PIB, esse patamar se manteve. Quando, com a crise econômica (e a alta da inflação) a perda de receitas fiscais aumentou o déficit e eliminou o superávit primário, o aumento da taxa de juros (em um primeiro momento) e do endividamento passou a garantir a remuneração do capital financeiro, de forma ainda maior que antes. Ou seja, devido à composição da dívida pública e à sua hegemonia na definição das regras, o sistema financeiro foi capaz de assegurar sua renda em ambas as situações.¹³

O sistema financeiro desempenha um papel significativo na economia brasileira, com um peso relativo elevado quando comparado a países de destaque em termos de performance econômica, como China, Coreia do Sul e Índia, conforme ilustrado na Tabela 1. O Brasil conta com um setor financeiro moderno, é claro que não tanto quanto centros financeiros internacionais, como Hong Kong e Singapura.¹⁴

¹³ Mazzucatto (2014, p. 244) afirma que “[...] o setor financeiro é um dreno potencialmente parasitário da economia” e que “sua situação lhes permite ganhar tanto na alta quanto na baixa”, com risco socializado e recompensa privatizada.

¹⁴ Segundo Fernando Cardim de Carvalho (2010, p. 16): “Esse paradoxo [de que o setor financeiro é moderno, mas pouco estimulador de produção e investimentos, ver nota 4] é talvez mais oculto do que informado pelos dados de participação do setor no produto interno bruto (PIB), que exibiu significativa oscilação nas últimas duas décadas, sem que isso impactasse de

Tabela 1- Serviços financeiros, participação do valor adicionado bruto no valor adicionado total, média de 2003 a 2018, preços constantes de 2015

Argentina	3,4
Brasil	6,4
Chile	4,6
China	5,9
Coreia do Sul	5,3
Hong Kong	15,2
Índia	5,4
Indonésia	3,9
Japão	4,3
México	2,5
Paquistão	2,3
Singapura	11,0
Taiwan	6,7
Turquia	2,7

Fonte: GRONINGEN GROWTH AND DEVELOPMENT CENTER (2023)

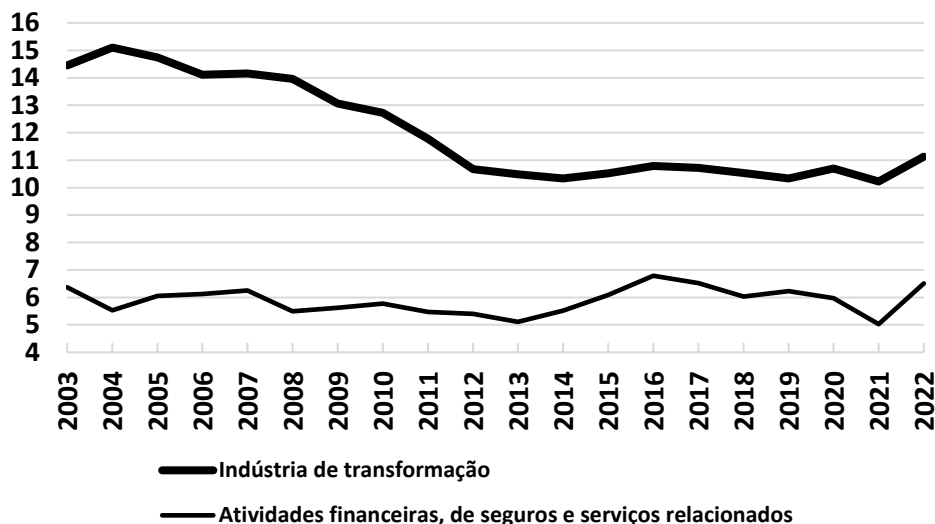
Nota: Sistema Financeiro são as atividades financeiras, de seguros, atividades imobiliárias e serviços prestados às empresas. Essa base de dados inclui apenas países da América Latina, Ásia e África.

Esse alto peso do setor financeiro existe concomitantemente à perda de peso do setor industrial (ver gráfico 4). Além dessa redução quantitativa, existe uma piora qualitativa, segundo Morceiro e Guilhoto (2019), pois “o Brasil apresenta uma grave desindustrialização prematura em alguns setores de alta e média-alta tecnologia” (p. 19). Uma hipótese plausível é de que haja uma correlação e causalidade entre a relativamente alta participação do capital financeiro sobre a diminuição da participação da indústria, devido à sucção de recursos e à alternativa de remuneração com menor risco.¹⁵ Por outro lado, se o setor financeiro está crescendo, mas isso não está impedindo a regressão das manufaturas, presume-se que ele não está desempenhando adequadamente seu papel como gerador de crédito e dinamizador da produção e do investimento.

forma mais intensa a operação real da economia. O setor apresentava alta participação no PIB nos últimos anos do regime de alta inflação – até meados dos anos 1990. Com a estabilização dos preços e a queda do imposto inflacionário – compartilhado pelos bancos dada sua capacidade de criação de moeda escritural –, essa participação caiu dramaticamente [...]. Depois dos primeiros anos do período de estabilidade de preços, marcado, porém, pela instabilidade macroeconômica, o setor voltou a crescer, mas muito voltado para o aumento da atividade intrafinanceira.”

¹⁵ Além disso, deve-se considerar que parte substancial do setor industrial, em seus setores de maior valor agregado e de mais alta intensidade tecnológica, é propriedade de empresas multinacionais. Para esses setores a maximização de ganhos ocorre em nível internacional, de forma que uma perda de valor agregado no Brasil não necessariamente impacta negativamente seus ganhos globais. Provavelmente a formação de cadeias globais de valor também determinou que importe menos para seus ganhos a produção no Brasil. Com administração tributária e de seus fluxos comerciais e financeiros, via uso de filiais em outros países e em paraísos fiscais, seus ganhos podem ser maximizados de forma razoavelmente independentemente da situação econômica do Brasil.

Gráf. 4- Brasil, Participação da Indústria de Transformação e do Sistema Financeiro no PIB (%), 2003 a 2022



Fonte: IBGE/Contas Nacionais Trimestrais (2023)

Com o domínio cada vez maior do capital financeiro, a indústria é prejudicada em seu dinamismo e, com isso, também o comércio internacional. Assim, tal comércio fica cada vez mais dependente de exportações de *commodities* e, desse modo, dos termos de troca. Portanto, o crescimento econômico tende a tornar-se menor no longo prazo e cada vez mais volátil, além de mais vulnerável aos ciclos comerciais (e financeiros), como ressaltam Foster-McGregor, Kaba e Szirmai (2015).

Existe uma relação de bicausalidade entre comércio exterior e dinâmica da estrutura econômica. Ao mesmo tempo em que a piora da pauta exportadora produz efeitos negativos sobre a indústria de transformação, via doença holandesa, também o inferior desempenho da indústria gera menor capacidade exportadora desse setor.

Com a piora da estrutura produtiva e de comércio exterior¹⁶, o que significa a continuidade do processo de “especialização regressiva”, aparentemente a economia brasileira foi se tornando cada vez mais dependente da dinâmica dos termos de intercâmbio. Ou seja, mudou negativamente o padrão de inserção internacional da economia brasileira. Com isso, o Índice de Complexidade Econômica (The Observatory of Economic Complexity, 2023) do Brasil reduziu-se de 0,59 em 2003 para 0,33 em 2021, passando sua classificação de 31º para 49º em um ranking de 131 países.

Essa dinâmica também pode ser analisada segundo a classificação marxista de atividades produtivas. O setor produtivo total, em valores nominais, foi em média de 43,7% do PIB na década de 1950 e cresceu para 49,2% nos anos 1980, mas reduziu-se nos anos 1990, recuperou-se parcialmente nos anos 2000 (com o avanço dos serviços produtivos), mas decaiu para 44,5% do PIB na média de 2010 a 2020 (Brito, 2023, p. 178).

No sentido de analisar a dinâmica recente da economia brasileira, faz-se um exercício voltado a relacionar a taxa de lucro e seus determinantes para

¹⁶ Aspecto destacado por muitos trabalhos, como em Hiratuka e Sarti (2017) e Marconi, Rocha e Magacho (2016).

a economia brasileira.¹⁷ Examinam-se, com as simplificações necessárias tendo em vista a disponibilidade de dados, as evoluções da relação produto-capital (ou produtividade do capital) (Y/K), do nível de utilização da capacidade produtiva instalada (NUCI) e da participação do excedente econômico no PIB (π/Y) para quatro períodos: 2003-2010, 2010-2014, 2014-2016 e 2016-2021.

Um aumento da participação do excedente econômico no PIB eleva a rentabilidade do capital, mas tem a característica de ser limitado, até porque não se pode concentrar a renda indefinidamente. O crescimento do nível de utilização da capacidade produtiva também tem caráter restrito, pois há um máximo e há o risco de inflação, mas é uma importante variável para análise dos ciclos econômicos. A relação produto-capital, ao contrário, expressa no longo prazo melhorias tecnológicas (no caso do argumento deste trabalho, da mudança estrutural), e é a causa mais consistente de elevação (ou queda) da taxa de lucro.

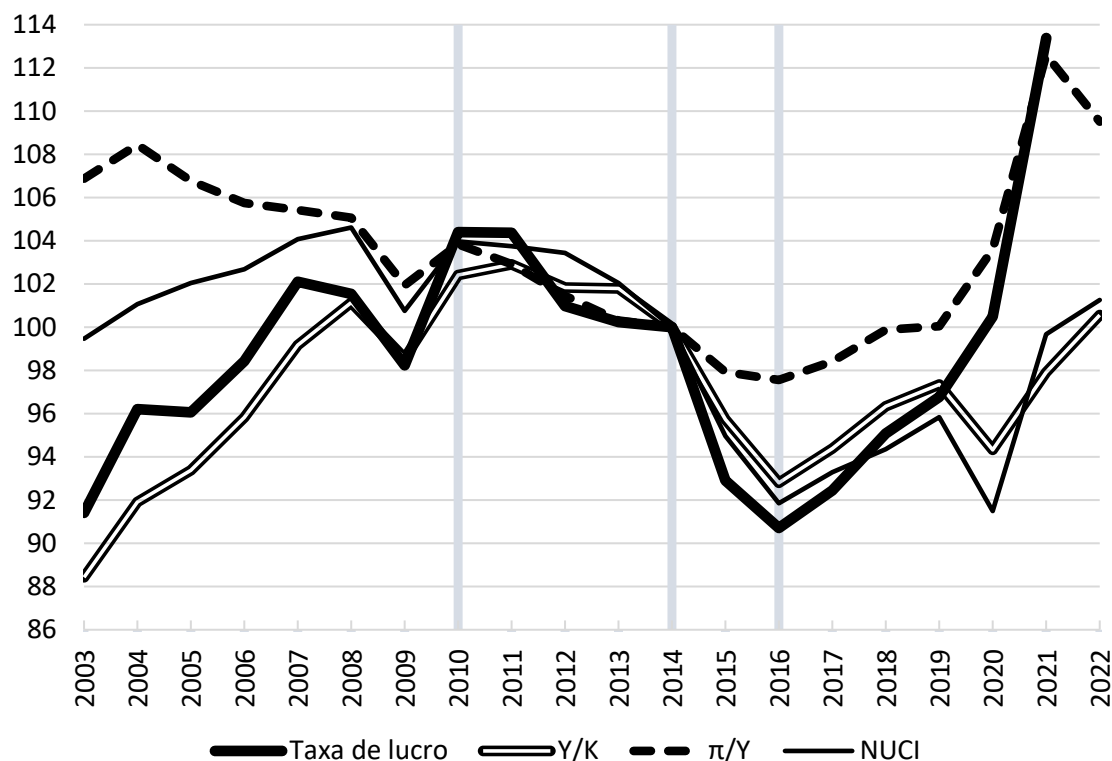
No primeiro período (2003-2010), houve uma combinação de aumento da massa salarial e queda do excedente econômico, ambos em relação ao PIB. De outra parte, o nível de utilização da capacidade e a produtividade do capital apresentaram tendência de crescimento, menos na crise de 2009, conforme pode ser visto no gráfico 5. A alta da produtividade do capital pode ser explicada pela melhora dos termos de intercâmbio¹⁸, que se elevou 40% de 2003 a 2011. Segundo a lei de Thirlwall (1979), essa melhora reduz as limitações do Balanço de Pagamentos ao crescimento. Portanto, esse processo (derivado de maior crescimento econômico dos parceiros comerciais do Brasil) deve ter elevado a relação produto-capital e a taxa de lucro.

Assim, apesar da redução da participação do excedente no PIB, a maior utilização da capacidade e a relação produto-capital crescente devem ter provocado o aumento da rentabilidade do capital, permitindo uma compatibilização excepcional (no sentido de positiva e de rara) entre as tendências de elevação da produtividade do capital, da utilização da capacidade produtiva, da taxa de lucro, de crescimento dos investimentos e do PIB e melhor distribuição de renda. Nesse caso, uma maior utilização da capacidade e uma alta produtividade do capital compensaram uma decrescente participação do excedente no PIB. Isso pode explicar as relativamente elevadas taxas de crescimento do PIB nesses anos, a partir de melhoras da demanda externa, do mercado interno de consumo e dos investimentos públicos e privados.

¹⁷ A taxa de lucro expressa a relação entre a massa de lucros (ou o excedente econômico) e o estoque líquido de capital fixo produtivo. A fórmula pode ser desdobrada em seus três determinantes básicos, o componente distributivo, a utilização da capacidade produtiva potencial (componente de demanda) e a produtividade do capital (componente de oferta ou tecnológico, no longo prazo). Sua expressão é: $R = \pi/K = (\pi/Y)(Y/Y^{pot})(Y^{pot}/K)$, onde R é a taxa de lucro, π é o excedente econômico, K é o estoque líquido de capital fixo produtivo (não residencial), Y é o PIB corrente e Y^{pot} é o PIB potencial. Dessa forma, têm-se os três componentes da taxa de lucro, a participação dos lucros no PIB (π/Y), que representa o efeito da distribuição de renda sobre a taxa de lucro, o grau de utilização da capacidade produtiva potencial (Y/Y^{pot}) e a relação produto-capital potencial (Y^{pot}/K), que representa no longo prazo o efeito da tecnologia (ou o efeito de uma melhora nos termos de intercâmbio no curto ou médio prazo) sobre a taxa de lucro.

¹⁸ Como também observam Fonseca, Cunha e Bichara (2013) e Fonseca, Arend e Guerrero (2018), como uma “condição permissiva” do período.

Gráf. 5- Brasil, Taxa de lucro, produtividade do capital (Y/K), participação do excedente (π/Y) e nível de utilização da capacidade (NUCI), índices de 2014 = 100, 2003 a 2022



Nota: Os dados de 2021 e 2022 são estimativas.

Fontes dos dados brutos: IPEADATA (2023), IBGE/SCN (2023), Bonelli (2017) e Marquetti et al. (2023).

No período seguinte, de 2010 a 2014, os três determinantes da taxa de lucro estiveram em queda. Os aumentos da participação dos salários no PIB não foram mais compensados pela produtividade do capital e pela ocupação da capacidade produtiva. Assim, a taxa de lucro decresceu, mas a alta demanda ainda permitiu que a massa de lucro se mantivesse elevada, não provocando uma crise.¹⁹ O principal determinante da reversão da tendência da produtividade do capital parece ter sido a dinâmica dos termos de troca, que recuaram 21% de 2011 a 2015. Ao mesmo tempo, a utilização da capacidade parece ter chegado a um limite.²⁰

Portanto, quando houve a reversão do superciclo das *commodities*, o impacto foi negativo sobre a produtividade do capital (revelando a insustentabilidade da dinâmica anterior) e sobre a taxa de lucro, o que gerou intensa crise econômica no período seguinte. Assim, tornou-se novamente

¹⁹ Bruno e Caffé (2018, p. 238) observam a “queda da taxa de lucro bruto e, conseqüentemente, do investimento em capital fixo das empresas, antes da deterioração da conjuntura macroeconômica em 2014-2015.”, tendo como “explicação mais plausível” as “condições estruturais de produção e de demanda que caracterizam a economia brasileira desde a consolidação de seu novo padrão de inserção internacional a partir dos anos 1990. Esse padrão acelerou o processo de desindustrialização, levando ao predomínio das *commodities* na pauta de exportações, o que elevou a vulnerabilidade externa, dada a inelasticidade-renda desse tipo de produto.”

²⁰ Com pressões inflacionárias e, portanto, menor margem para estímulos macroeconômicos.

aparente que a piora tendencial da estrutura produtiva e de comércio exterior, com a economia brasileira tendo se tornado estruturalmente mais dependente, tendeu a gerar menores taxas de lucro produtivas.

Portanto, até 2010/2011 foi possível compatibilizar a distribuição de renda em favor dos salários com o crescimento econômico, tendo em vista o avanço positivo da produtividade do capital e da utilização da capacidade e, portanto, da taxa de lucro. A partir de então, isso não foi mais possível. A queda da relação produto-capital e a redução da participação do excedente no PIB causaram redução da taxa de lucro, desestimulando investimentos privados. O comportamento da produtividade do capital não compensou mais a redução da participação do excedente (e dos lucros) no PIB. Ao contrário, ampliou a pressão negativa sobre a rentabilidade. O aumento da participação da massa salarial no PIB, nesse caso, tornou-se incompatível com o processo de acumulação.

Com a falta de solução para os problemas, a crise tornou-se aberta em 2015 e 2016, impulsionando a crise política. Todos os indicadores da taxa de lucro continuaram em queda, impulsionando a redução da taxa de lucro, agora também com a redução da massa de lucros. Com os novos governos liberais, a solução via impulso de demanda não estava em cogitação, pois a política adotada deveria ser a de austeridade fiscal. A produtividade do capital, por outro lado, é de difícil manejo, considerando a piora da estrutura econômica e a falta de capacidade inovativa das empresas brasileiras. Além disso, a dinâmica dos termos de intercâmbio está fora do alcance da política econômica no curto e médio prazos. Assim, a “solução” proposta e adotada foi a de redução do poder de barganha dos trabalhadores, via desemprego, reformas trabalhista e previdenciária, com a conseqüente reconcentração da renda.

Como se pode observar para o período 2016-2022, houve ampla reversão da tendência anterior na variável participação do excedente no PIB. Ou seja, o capital passou a se apropriar da maior parte do excedente gerado, concentrando a renda. Por outro lado, os termos de troca elevaram-se em 14% de 2015 a 2022, permitindo o aumento da produtividade do capital, e a utilização da capacidade instalada também se recuperou parcialmente e, após a queda da crise da pandemia em 2020, subiu muito com as políticas fiscais fortemente expansionistas desse ano e de 2021-2022. Assim, com os três determinantes se expandindo, a taxa de lucro recuperou-se. Especificamente no ano de 2021, além do reduzido poder de barganha dos trabalhadores, a alta inflação corroeu o poder de compra médio dos salários, provocando provavelmente forte concentração de renda e, com isso, acompanhado da elevação da relação produto-capital e da NUCI, maior taxa de lucro.²¹

Em qualquer situação, o capital financeiro continuou a obter elevados ganhos. A financeirização, com seu processo de acumulação rentista-financeira, tende a tornar a lucratividade independente da acumulação (sob um ponto de vista de curto e médio prazo)²², enquanto a solução (sob o ponto de vista do desenvolvimento econômico e social) deve ser construir o oposto, ou seja, é a

²¹ O Banco Central, em seu Relatório de Estabilidade Financeira (BANCO CENTRAL, 2023, p. 23), também mostra uma elevação consistente da rentabilidade das empresas de capital aberto para o período 2015-2021. Os dados do BC mostram, no entanto, um recuo em 2022, em relação ao pico de 2021.

²² Paulani (2016, p. 534) enfatiza que o processo de financeirização conduz a uma “transferência cada vez mais acentuada da produção para a propriedade enquanto base de justificação da remuneração do capital...”

acumulação que deve se tornar relativamente independente da lucratividade, como ressaltam Marglin e Bhaduri (1988).²³ O Brasil provavelmente está na primeira situação. Por isso, o país deve fazer reformas institucionais que permitam alavancar o investimento público, de forma a, concomitantemente, fazer crescer a taxa de lucro da economia como um todo.²⁴

4. Considerações finais

A economia brasileira está presa há quase quatro décadas a uma situação de semiestagnação, com sua estrutura econômica em regressão tendencial, caracterizada por desindustrialização, reprimarização e financeirização. Como as tentativas de recuperação que significassem maior intervenção do Estado nessa estrutura não obtiveram força política para serem sustentadas, ao mesmo tempo em que as alternativas estruturalistas perderam peso no pensamento heterodoxo, a opção mais lucrativa ao capital foi ampliar seus ganhos via acumulação financeira e rentista. Isso porque, em uma economia financeirizada, a taxa de rentabilidade determinante é a da órbita financeira e não a das atividades produtivas, a qual é, nesse contexto, subordinada. No âmbito das empresas, por exemplo, os departamentos financeiros são mais importantes e detêm profissionais mais bem remunerados do que os das áreas de engenharia e inovação.

Neste trabalho ressaltou-se o papel da hegemonia financeira na economia brasileira, observando-se que ela permaneceu, mesmo durante o período dos governos petistas, com poder de definição sobre as políticas econômicas e conseguiu manter seus ganhos de forma quase permanente, independentemente do contexto conjuntural. Com isso, a estrutura produtiva, do comércio exterior e distributiva são impactadas negativamente, pois recursos econômicos são carregados para a órbita improdutiva, distorcendo os preços relativos em seu proveito. Mais, a dinâmica macroeconômica passa a ser mais volátil, também prejudicando a decisão de investimentos produtivos. E, além disso, também pode explicar as dificuldades encontradas pelas tentativas de adoção de políticas industriais no período.

Um dado que evidencia o poder hegemônico do setor financeiro na economia brasileira é o de que, apesar da redução da taxa de juros e do endividamento público em vários períodos, os juros pagos pelo Estado permaneceram mais ou menos estáveis em termos reais. E em períodos de crise econômica, os ganhos apropriados pelo setor financeiro foram até maiores (a não ser no período da pandemia). Ou seja, as evidências mostram que sua lucratividade em geral independeu da trajetória de acumulação produtiva, o que vai ao encontro da aceção da categoria teórica hegemonia aqui utilizada.

Constatou-se, também, que o peso do setor financeiro na economia brasileira é relativamente elevado, em relação a outros países do mundo,

²³ Segundo Marglin e Bhaduri (1988, p. 35): "In fact, in our view the essential elements of any left alternative to mainstream policies for restoring growth are 1° to recognize the present need for profitability, 2° to recognize the ultimate desirability of making accumulation independent of profitability, and 3° to provide a bridge from here to there."

²⁴ Segundo Stockhammer (2004, p. 739), "Regulation of financial markets and the empowerment of growth interested groups within the firm should go hand in hand. But organisational changes will take time. Therefore, if investment is to be increased in the short run, public investment may be a more effective way to do so."

concomitantemente à redução do peso do setor industrial, relativamente ao PIB, o que é o resultado negativo previsto pela teoria, de que esses processos se condicionam mutuamente.

Por fim, a pesquisa examinou a trajetória de variáveis determinantes da taxa de lucro agregada. No caso do período 2003-2010, a trajetória das variáveis foi favorável à rentabilidade do capital, o que pode explicar os maiores investimentos produtivos e o crescimento econômico. No entanto, permaneceu a trajetória de deterioração da estrutura produtiva e de comércio exterior, o que força as taxas de lucro no longo prazo para baixo. Desse modo, a estrutura tende a determinar a conjuntura, a não ser sob a presença de forças externas e internas determinantes (caso grosso modo do período Lula 1 e 2), mas de difícil manutenção no longo prazo. Ou seja, existe um bloqueio na conjuntura determinado pela dinâmica da estrutura produtiva e de comércio exterior e pelo processo de financeirização. Isso também contribui para elucidar a dificuldade de recuperação econômica consistente, na ausência de um contexto econômico internacional que dê impulso autônomo. Caso, além disso, for adotada uma política macroeconômica de austeridade, essa atua como dificuldade adicional. Isso pode ser percebido no contexto pós pandemia, no qual, mesmo com recuperação da taxa de lucro, as expectativas de crescimento não são superiores à média dos anos pós 1980 (com taxas já muito menores que nos períodos prévios) e substancialmente inferiores às médias mundiais.

Referências

ARAUJO, A.; FERRARI-FILHO, F. Monetary policy in Brazil under the inflation targeting regime from a Contested Terrain Approach. In: FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L. F. **Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Countries**. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2023.

BANCO CENTRAL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/>> Acesso em: 05.04.2023.

BANCO CENTRAL. **Relatório de Estabilidade Financeira**, v. 22, n. 1, maio de 2023.

BLS. Disponível em: <<https://www.bls.gov/>>. Acesso em: 14.04.2023.

BONELLI, R. **Uma medida da utilização da capacidade na economia brasileira**, 1947-2016: nota metodológica. Rio de Janeiro: IBRE/FGV, 2017.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism: A preliminary analysis, **Economy and Society**, 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*, v. 26, Número Especial, p. 829-856, dez. 2017.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. **Developmental Macroeconomics: New Developmentalism as a growth strategy**. London and New York: Routledge, 2015.

BRITO, E. C. A contribuição do setor produtivo moderno na determinação da estrutura ocupacional e dos episódios de crescimento e contração da economia

brasileira no período 1950-2020. Tese de doutorado. Porto Alegre: Programa de Pós-Graduação em Economia, UFRGS, 2023.

BRUNHOFF, S. **Finance, Capital, États**. Paris: PUF, 2006.

BRUNO, M. A. P. et al. Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 5 (125), p. 730-750, Edição especial/2011.

BRUNO, M. A. P.; CAFFE, A. R. D. Determinantes das taxas de lucro e de acumulação no Brasil: os fatores estruturais da deterioração conjuntural de 2014-2015. **Revista de Economia Política**, v. 38, n. 2 (151), p. 237-260, abr.-jun. 2018.

CARNEIRO, R. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky). **Economia e Sociedade**, v. 28, n. 2 (66), p. 293-312, mai.-ago. 2019.

_____. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea). **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 3 (70), p. 693-717, set.-dez. 2020.

CARVALHO, F. C. Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. **Textos Para Discussão CEPAL-IPEA**, 14. Brasília: CEPAL/IPEA, 2010.

CHESNAIS, F. **A Finança Mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2004.

_____. **Finance Capital Today: corporations and banks in the lasting global slump**. Chicago: Haymarket Books, 2017.

CORRÊA, M. F.; FEIJÓ, C. Connecting financialisation and structural change: a critical appraisal regarding Brazil. **Cambridge Journal of Economics**, v. 46, n. 5, p. 1005-1024, Sept. 2022.

DATHEIN, R. Estrutura econômica, gastos sociais, distribuição de renda e rentabilidade no Brasil entre 2000 e 2015: uma análise de suas relações e determinações sobre o crescimento econômico. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 50, p. 18-35, mai.-ago. 2018.

_____. Sistema monetário internacional: de Bretton Woods à globalização financeira. In: DATHEIN, R. (Org.). **Economia e Finanças Internacionais: de Bretton Woods à globalização financeira e depois**. Jundiaí: Paco Editorial, 2021.

_____. Estrutura econômica, taxa de lucro e desempenho da economia brasileira. In: DATHEIN, R. (Org.). **Desenvolvimento e Crise: a economia e as relações internacionais do Brasil no século XXI**. Jundiaí: Paco Editorial, 2022.

DAVIS, G. F. **Managed by the Markets: How finance re-shaped America**. Oxford University Press, 2009.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. **A Crise do Neoliberalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.

EATWELL, J.; TAYLOR, L. **Global Finance at Risk**. New York: The New Press, 2000.

EPSTEIN, G. A. (Ed.). **Financialization and the World Economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

- FINE, B.; SAAD-FILHO, A. **El Capital de Marx**. México: Fondo de Cultura Económica, 2013.
- FONSECA, P. C. D.; CUNHA, A. M.; BICHARA, J. S. O Brasil na Era Lula: retorno ao desenvolvimentismo? **Nova Economia**, v. 23, n. 2, p. 403-428, maio-agosto, 2013.
- FONSECA, P. C. D.; AREND, M.; GUERRERO, G. A. Growth, Distribution, and Crisis: The Workers' Party Administrations. **Latin American Perspectives**, Issue 230, v. 47, n. 1, p. 65–82, January 2020.
- FOSTER-McGREGOR, N.; KABA, I.; SZIRMAI, A. Structural change and the ability to sustain growth. **Working Paper** 19/2015. Vienna: UNIDO, 2015.
- GRONINGEN GROWTH AND DEVELOPMENT CENTER. Disponível em: <<https://www.rug.nl/ggdc/productivity/10-sector/>> Acesso em: 15.05.2023.
- GUTTMANN, R. **Finance-led capitalism**: shadow banking, re-regulation, and the future of global markets. New York: Palgrave Macmillan, 2016.
- _____. Financialization revisited: the rise and fall of finance-led capitalism. **Economia e Sociedade**, v. 26, número especial, p. 857-877, dez. 2017.
- HEIN, E. **The macroeconomics of finance-dominated capitalism and its crisis**. Cheltenham: Edward Elgar, 2012.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. Transformações na Estrutura Produtiva Global, Desindustrialização e Desenvolvimento Industrial no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 37, n.1 (146), p. 189-207, 2017.
- IBGE. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos.html>>. Acesso em: 14.04.2023.
- IBGE/Contas Nacionais. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/contas-nacionais.html>>. Acesso em: 05.04.2023.
- IBGE/Contas Nacionais Trimestrais. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/contas-nacionais.html>>. Acesso em: 05.04.2023.
- IBGE/PNAD. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9171-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-mensal.html?=&t=resultados>>. Acesso em: 21.05.2023.
- KREGEL, J. “Isms” and “Zations”: on fictitious liquidity and endogenous financialization. **Economia e Sociedade**, v. 26, Número especial, dez. 2017, p. 879-893.
- LAPAVITSAS, C. **Profiting Without Producing**: How finance exploits us all. London: Verso, 2013.
- MARCONI, N.; ROCHA, I. I.; MAGACHO, G. R. Sectoral capabilities and productive structure: An input-output analysis of the key sectors of the Brazilian economy. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 36, n. 3 (143), p. 470-492, 2016.
- MARGLIN, S. A.; BHADURI, A. Profit Squeeze and Keynesian Theory. **WIDER Working Papers**, n. 39, april 1988.

MARQUES, P. R.; RUGITSKY, F. Workers' indebtedness and rentier squeeze: rentier income, profit of enterprise, and wages in Brazil (2000-2017). FEA/USP/Made, **Working Papers**, n. 2, 22.10.2020.

MARQUETTI, A.; HOFF, C.; MIEBACH, A. **Lucratividade e Distribuição: A Origem Econômica da Crise Política Brasileira**. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/312191358_Lucratividade_e_Distribuição_A_Origem_Econômica_da_Crise_Política_Brasileira>, 2016.

MARQUETTI, A. et al. Uma interpretação da economia brasileira a partir da taxa de lucro: 1950-2020. **Revista de Economia Política**, v. 43, n. 2, p. 309-334, abr.-jun., 2023.

MAZZUCATTO, M. **O Estado Empreendedor**: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

MOLLO, M. L. R. Capital Fictício, Autonomia Produção-Circulação e Crises: Precedentes Teóricos para o Entendimento da Crise Atual. **Revista EconomiA**, v. 12, n. 3, p. 475-496, set./dez. 2011.

MOLLO, M. L. R.; DOURADO, F. F.; PARANÁ, E. Financialisation as the development of fictitious capital in developing and developed economies. **Cambridge Journal of Economics**, v. 46, n. 5, set. 2022, p. 955-976.

MORCEIRO, P. C.; GUILHOTO, J. J. M. Desindustrialização setorial e estagnação de longo prazo da manufatura brasileira. **TD Nereus/USP** 01-2019, São Paulo, 2019.

OCAMPO, J. A. International asymmetries and the design of the international financial system. **Série temas de coyuntura**, 15. Santiago, Chile: April 2001.

PALLEY, T. I. **Financialization: the economics of finance capital domination**. London: Palgrave Macmillan, 2013.

PAULANI, L. M. Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. **Revista de Economia Política**, v. 36, n. 3 (144), p. 514-535, jul.-set. 2016.

_____. A experiência brasileira entre 2003 e 2014: Neodesenvolvimentismo? **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 12, n. 20, p. 135-155, jan.-jun. 2017.

PRADO, E. F. S. Das explicações para a quase estagnação da economia capitalista no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 37, n. 3 (148), p. 478-503, jul.-set. 2017.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This Time is Different**: Eight centuries of financial folly. Princeton University Press, 2009.

REINHART, C. M.; REINHART, V.; TREBESCH, C. Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015. **American Economic Review**: Papers & Proceedings 2016, 106(5), p. 574-580, 2016.

ROBERTS, M. **The Great Recession**: profit cycles, economic crisis, a Marxist view. Lexington, 2009.

SAAD FILHO, A. **A Era das Crises**: neoliberalismo, o colapso da democracia e a pandemia. São Paulo: Contracorrente, 2023.

SHAIKH, A. Income Distribution, Econophysics and Piketty. **Review of Political Economy**, v. 29, n. 1, p. 18-29, 2017.

SQUEFF, G. C.; DE NEGRI, F. Produtividade do trabalho e mudança estrutural no Brasil nos anos 2000. In: DE NEGRI, F.; CAVALCANTE, L. R. (Orgs.). **Produtividade no Brasil: desempenho e determinantes**. Volume 1 – Desempenho. Brasília: ABDI; IPEA, 2014.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, p. 719-741, 2004.

_____. Some stylized facts on the finance-dominate accumulation regime. **Competition & Change**, v. 12, n. 2, p. 184-202, June 2008.

THE OBSERVATORY OF ECONOMIC COMPLEXITY (OEC). Disponível em: <<https://oec.world/en/rankings/eci/hs6/hs96?tab=rank>>. Acesso em: 13.07.2023.

THIRLWALL, A. P. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v. 32, n. 128, set. 1979 (Republicado em PSL Quarterly Review, v. 64, n. 259, 2011.)

TIMMER, M. P.; DE VRIES, G. J.; DE VRIES, K. Patterns of Structural Change in Developing Countries. In: WEISS, J.; TRIBE, M. (Eds.). **Routledge Handbook of Industry and Development**. Routledge, 2015.