

Hegemonía del capital financiero y
estructura productiva: determinantes
de la trayectoria de la economía brasileña
en el siglo XXI*

Hegemony of financial capital
and productive structure: Determinants of
the trajectory of the Brazilian economy
in the 21st century

*Ricardo Dathein y
Pedro Cezar Dutra Fonseca***

ABSTRACT

The consistent underperformance of the Brazilian economy in the 21st century, despite some years of higher gross domestic product (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, to identify how the former affects negatively 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, and consequently affects

* Artículo recibido el 23 de agosto de 2023 y aceptado el 15 de enero de 2024. Su contenido es responsabilidad exclusiva de los autores. [Traducción del portugués por Ana Amador.]

** Ricardo Dathein, Universidad Federal de Río Grande del Sur, Porto Alegre, Brasil (correo electrónico: ricardo.dathein@ufrgs.br). Pedro Cezar Dutra Fonseca, Universidad Federal de Río Grande del Sur (correo electrónico: pedro.fonseca@ufrgs.br).

the industry and foreign trade, while also allowing the financial sector to maintain its gains over time.

Keywords: Hegemony; financial capital; Brazilian economy. *JEL codes:* L16, O11, O16.

RESUMEN

El bajo rendimiento constante de la economía brasileña en el siglo XXI, a pesar de algunos años de mayor crecimiento del producto interno bruto (PIB) en la década del 2000, ha coincidido con resultados positivos en su sistema financiero. Esta contradicción se examina en el artículo mediante los conceptos de *hegemonía* y *financiarización*. El objetivo es establecer una conexión entre la hegemonía financiera, la estructura económica y la rentabilidad agregada, a fin de identificar cómo lo primero impacta negativamente en lo segundo. Se evalúa el peso del sector financiero, así como su capacidad para influir en las políticas económicas y mantener sus ganancias en diferentes contextos. Además, se examinan los determinantes de la tasa de beneficio y su relación con los factores estructurales. La evidencia apunta a una influencia significativa del capital financiero, que mediante cambios estructurales adversos afecta las tendencias de la tasa de beneficio a largo plazo, lo que en consecuencia impacta en la industria y el comercio exterior, y permite al sector financiero mantener sus ganancias con el tiempo.

Palabras clave: hegemonía; capital financiero; economía brasileña. *Clasificación JEL:* L16, O11, O16.

INTRODUCCIÓN

La economía brasileña ha tenido un bajo rendimiento a lo largo de las últimas cuatro décadas. Distintas políticas macroeconómicas y algunos intentos de política industrial no han logrado revertir de forma consistente la trayectoria de baja acumulación del capital. Paralelamente, el capital financiero ha mostrado, en general, un rendimiento y una resiliencia óptimos. Otra interpretación poco desarrollada es que la hegemonía del sector financiero ha condicionado negativamente la dinámica de la estructura productiva a largo plazo y, por lo tanto, el crecimiento económico.

El objetivo principal del artículo es interpretar el desempeño de la estructura económica mediante la coyuntura y a partir de los conceptos de *hegemonía* y *financiarización*. La hipótesis del trabajo es que la trayectoria económica brasileña posterior a los 2000 fue condicionada por la hegemonía del sector financiero, la cual no sólo garantizó sus propias ganancias, sino que también influyó en las políticas económicas, la misma estructura productiva y de comercio exterior, y, a través de estos factores, la tendencia en la tasa de ganancia. De esta manera, factores internos y externos se asociaron para explicar el desempeño económico a corto y mediano plazos, sin lograr revertir la tendencia a largo plazo.

Con base en esta aproximación, el artículo busca contribuir en la interpretación de la actividad económica brasileña a partir de la idea de existencia de condicionantes estructurales, de hegemonía en el sector financiero y de cómo estos factores se relacionan.

El trabajo se constituye a partir del siguiente método. En primer lugar, se abordan los conceptos de hegemonía y financiarización, y cómo ambos fenómenos se entrelazan para explicar el desempeño de la economía en el periodo posterior a 2003. En segundo lugar, se analiza la trayectoria de ganancias del sector financiero en los distintos periodos y ciclos de la economía y las finanzas públicas, así como el gran peso del sector financiero en paralelo al bajo rendimiento de la estructura productiva. Además, se estudian los componentes de la tasa de ganancia de la economía en sus diferentes fases para detectar cómo condicionaron la trayectoria económica, y cómo fueron determinados, en última instancia, por factores estructurales. Por último, se presentan las consideraciones finales.

I. HEGEMONÍA Y FINANCIARIZACIÓN

En este artículo la categoría teórica de hegemonía será utilizada con una acepción diferente a la tradición gramsciana. Ésta tiene mayor extensión conceptual y complejidad, ya que incorpora variables relativas a la cultura, creencias y valores simbólicos. La opción fue restringirla al campo de la política económica, debido, en gran medida, a la dificultad de concreción que impone límites a la fundamentación empírica frente a las dificultades para la cuantificación.

Se parte del supuesto de que la política económica, al ser interventora, tiende a afectar, en mayor o menor medida, positiva o negativamente, sectores sociales o grupos de intereses específicos. Esto puede ocurrir de forma deliberada o no, pues muchas veces la manipulación de los tres principales instrumentos de política económica — monetario, fiscal y cambiario — se enfoca en atender las exigencias de estabilización macroeconómica, como la baja en la inflación o el equilibrio en el balance de pagos. Algunos sectores perderían, ganarían o dejarían de perder más que otros, pero ¿cómo afirmar que uno, y no otro, es el hegemónico?, ¿qué criterio usar? Si tomáramos como ejemplo los gobiernos brasileños del siglo XXI, como el de Lula y Rousseff, así como cualquier otro, siempre sería posible enumerar las medidas tomadas en favor de las industrias, los bancos, las exportaciones, los ruralistas, el comercio, los trabajadores, la burocracia estatal... El sector hegemónico, si es que existe, no puede ser encontrado sólo en el número de medidas tomadas en favor de algún segmento, ni en su costo presupuestario. Se debe considerar que las políticas interventoras pueden resultar de la presión de segmentos específicos o, simplemente, del carácter mediador del Estado, por lo tanto, son reactivas y no fruto de la hegemonía (lo que supondría “detener el poder” más que tener un juego de negociación y concesiones con él).

Debido a esto, la opción fue el uso del término en un sentido más estricto que el gramsciano tradicional. El propósito era detectar si un sector, más que otros, conseguía imponer no sólo medidas puntuales, sino también políticas institucionales duraderas en su favor. No se trataba de un acuerdo para cada coyuntura, sino del establecimiento de reglas de juego capaces de asegurar, probablemente, la posición más benéfica en la gestión de las crisis y las ganancias de las expansiones cíclicas. Era importante que las reglas fueran mayoritariamente aceptadas, lo que implicaba, por lo general, políticas de compensación para los demás segmentos, ya fueran del “bloque en el poder” (Poulantzas) o más allá de él. La forma más sofisticada y acabada ocurrió cuando tales reglas fueron naturalizadas, es decir, internalizadas como normales, lo que disminuyó el alcance y el impacto social de las eventuales contestaciones.

Gracias a tal criterio metodológico, es posible afirmar que el sector financiero es la hegemonía en la economía brasileña, por lo menos desde las últimas dos décadas del siglo XX. Las reglas institucionalizadas son claras: *a)* la definición de las políticas monetarias y cambiarias corresponde al Banco Central, mientras que la política fiscal (gastos y tributación) queda bajo la responsabilidad de la Secretaría de Hacienda; *b)* el Banco Central, incluso

antes de disponer de su autonomía legal —obtenida en febrero de 2021—, la tenía garantizada en la práctica, al menos desde el gobierno de F. H. Cardoso; c) el sistema de metas de inflación es el principal rector de la política económica, y d) la variable principal y definitoria en la conducción de política económica es el déficit público primario.

La consecuencia de asociar tales reglas guarda una amplia autonomía para que el Banco Central establezca dos precios fundamentales para la economía: la tasa de interés y la de cambio. De los tres instrumentos de política económica, al gobierno sólo le queda, de forma más directa, la política fiscal. Sólo que ésta, al contrario de otros países cuyos *policymakers* trabajan con metas de superávit nominal, en Brasil el compromiso es obtener el superávit primario, es decir, descontando los intereses. La consecuencia más inmediata de este acuerdo institucional es que el Banco Central goza de una gran autonomía para formular y ejecutar las políticas que le conciernen, en contraste con la política fiscal que sigue reglas estrictas. La naturalización del rentismo, menos perceptible de forma inmediata, se materializa mediante el trato especial de asegurar su remuneración, incluso cuando se exigen cortes en los demás sectores. Es más grave aún que, en coyunturas inflacionarias o de déficit primario, el Banco Central eleva los intereses, lo que convierte al sector financiero no sólo en inmune al gravamen de los ajustes, sino que es privilegiado dentro de él. Gracias a esto, la política monetaria anula el esfuerzo fiscal recesivo, debido a que genera más gastos. Además, las inversiones con interés en la deuda pública no salen a la luz como causa del problema, pues el concepto de déficit primario lo oculta y sugiere más contracción de la política fiscal mediante el recorte de gastos o del aumento tributario. Incluso este último está limitado, ya sea por la alta carga tributaria o por dificultades políticas.

El marco interpretativo ayuda a explicar las razones de la resistencia general del medio empresarial en el gobierno de Rouseff a partir de agosto de 2011 (Fonseca, Arend y Guerrero, 2020). Con el crecimiento económico y un buen rendimiento en el balance de pagos de la primera década del siglo, el superávit primario pudo ser asegurado, simultáneamente con la garantía de políticas compensatorias de otros segmentos empresariales —incluso mediante bancos públicos como el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES)— y los trabajadores. De esta manera, fue posible honrar el pacto propuesto por Lula en la “Carta al Pueblo Brasileño” antes de su elección en 2002, que implicaba respetar la hegemonía financiera al mantener las cuatro reglas anterior-

mente citadas. Con la profundización de la crisis, el gobierno de Rouseff, que inicialmente se mostró dispuesto a mantener tal pacto, dio un giro opuesto —llamado “nueva matriz macroeconómica”— que forzó al Banco Central a bajar la tasa de interés y a devaluar el tipo de cambio, al tiempo en que se resistía a atacar medidas compensatorias como el recorte de gastos, de subsidios o el aumento de impuestos a los demás sectores.

Un concepto ampliamente usado en la literatura económica que agranda la comprensión en el asunto es la financiarización.¹ Se tiene una vasta literatura sobre ella, el capital ficticio y el rentismo, principalmente en las teorías keynesiana y marxista.² Mollo (2011) argumenta que la financiarización de las economías, en las últimas décadas, expandió el carácter ficticio del capital, lo que amplió la inestabilidad y está en la base de las crisis financieras.³ La autora destaca que “el capital financiero, visto como el capital que se especializa en el comercio de dinero, involucra, por un lado, el capital de crédito productor de intereses y, por el otro, el capital ficticio que no retorna a la producción real para valorizarse” (Mollo, 2011: 484). Esta distinción es esencial en el Brasil de hoy, ya que su sector financiero privado da poco impulso a la producción y la inversión,⁴ pero es altamente financiarizado, y,

¹ El proceso de financiarización implica el predominio de las actividades financieras por encima de las productivas, con desconexión o falta de contrapartida entre la producción real y la circulación de valores (ello define el capital ficticio, que posee precio o reconocimiento social, pero no valor, siendo, por ello, limitado), lo que resulta en una hegemonía económica y política del capital financiero sobre el capital productivo (Mollo, 2011). De acuerdo con Stockhammer (2008: 184), “La noción de financiarización abarca una amplia gama de fenómenos: la desregulación del sector financiero y la proliferación de nuevos instrumentos financieros, la liberalización de las corrientes internacionales de capital y la creciente inestabilidad de los mercados de tipos de cambio, el paso al mercado, sistemas financieros basados, la aparición de inversores institucionales como actores principales en los mercados financieros y los mercados de activos en auge (y contracción), la orientación al valor de los accionistas y los cambios en la gobernanza empresarial (de negocios no financieros), un mayor acceso al crédito por parte de grupos previamente ‘mal bancarizados’ o cambios en el nivel de los tipos de interés (reales). La financiarización también se ha utilizado para destacar los cambios psicológicos y las estructuras ideológicas. La lista podría ampliarse fácilmente”. Véase también a Paulani (2016), Carneiro (2019 y 2020) y Guttman (2017).

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

³ Véase también Braga et al. (2017).

⁴ De acuerdo con Fernando Cardim de Carvalho (2010: 16), “El sistema financiero brasileño [...] ofrece una paradoja a los analistas. Por un lado, está marcado por la diversificación y por la sofisticación, con las instituciones financieras locales adoptando los más avanzados métodos de operación y gestión localizables en el mercado financiero de países desarrollados”, y, por otro lado, “el papel de este mismo sistema en la financiación de la producción y, más particularmente, en la inversión, siempre fue de poca relevancia. A pesar del enorme poder en la movilidad de recursos [...] el sector estuvo mucho más enfocado en la aplicación de la deuda pública —atraído, naturalmente, por la combinación

de esta manera, es un importante generador de ingresos.⁵ Así, el sistema se apropia de recursos sociales y públicos al distorsionar los precios relativos, es decir, al reducir relativamente la rentabilidad del sector real, principalmente del sector industrial. De esta manera, el sector financiero⁶ impacta negativamente la estructura económica del país con una tendencia relativa a disminuir el peso de los sectores reales, generadores de valor, innovaciones y exportaciones, para ampliar su peso relativo, que es el de un sector sin estas características, ya que, en gran medida, financieriza y genera capital ficticio. Por lo tanto, la tasa de ganancia agregada de la economía tiende a la baja, a no ser que factores externos (como un crecimiento en los términos de intercambio) la amplíen o compensen.

Este rentismo, típico de procesos de economía crecientemente financierizados, suele generar un bajo rendimiento económico, pues está basado en la apropiación de excedentes sin generación de valor, o sin la base de trabajo productivo (sin aumento en la producción real). Squeff y De Negri (2014: 273), por ejemplo, subrayan que las variaciones en la productividad del sistema financiero en Brasil pueden no reflejar de manera efectiva los cambios de eficiencia, sólo la capacidad de arbitraje. Parece que es precisamente lo que ocurre al mantener la alta participación de este sistema en el valor agregado de una economía con las características típicas del subdesarrollo, es decir, con heterogeneidad estructural y tendencia a la pérdida de diversificación y complejidad.⁷

del alto rendimiento y el bajo o casi inexistente riesgo—, o en operaciones interfinancieras, expandiendo la circulación financiera con poco reflejo sobre la circulación industrial. En otras palabras, el sistema financiero brasileño exhibe la paradoja de la existencia de instituciones financieras modernas, activas y agresivamente competitivas que, a la vez, sirven de poco en el impulso de la actividad productiva y, aún menos para sustentar inversiones, prefiriendo la actividad en mercados secundarios, lo que lleva al crecimiento en el grado de apalancamiento del sistema, pero sin potencializar la capacidad económica de acumular capital real”.

⁵ Mollo (2011), citando a Brunhoff (2006), subraya que el capital ficticio se caracteriza, en efecto, por su capacidad de generar rentas financieras independientemente del trabajo productivo.

⁶ Aquí se trata fundamentalmente al sector financiero privado, pues existen en Brasil instituciones públicas con dinámicas distintas en el periodo de análisis, como BNDES.

⁷ Según Bruno et al. (2011: 737), para Brasil la tasa de financierización se calcula como la relación entre el *stock* de activos financieros no monetarios y el capital fijo productivo, lo que constata una tendencia de crecimiento entre 1974 y 2008, al mismo tiempo en que ocurrió una “disminución tendencial de la parcela del beneficio bruto macroeconómico destinado a la formación bruta de capital fijo (FBCF/Beneficio)”. De acuerdo con los autores, este proceso tiende a generar un menor dinamismo, a su vez, gracias a que la economía se torna más vulnerable por factores del mercado interno (la distribución de ingresos y el bajo dinamismo del mercado de trabajo) y de mercados externos (por ejemplo, cambios en los términos de intercambio).

El proceso de financiarización modifica y condiciona la dinámica macroeconómica, la producción y la distribución de ingresos, en caso de no estar controlados. De acuerdo con Stockhammer (2004: 719): “La financiarización, la revolución de los accionistas y el desarrollo de un mercado para el control corporativo han desplazado el poder a los accionistas y, por lo tanto, han cambiado las prioridades de gestión, lo que lleva a una reducción en la tasa de crecimiento deseada”. A partir de exámenes econométricos, el autor concluye que, para los Estados Unidos, el Reino Unido y Francia, se encontraron evidencias no sólo de la correlación, sino además de los efectos negativos de la financiarización sobre la acumulación. En otro estudio Stockhammer (2008: 184) resalta la relación entre el proceso de financiarización y los cambios en la dinámica de inversión y de consumo; además, es en los gastos públicos donde se propone la noción de un “régimen de acumulación dominado por las finanzas”⁸ para destacar que este proceso amolda fundamentalmente el patrón y el ritmo de la acumulación. En este contexto puede ocurrir que una elevación de los beneficios empresariales no esté acompañada, como era esperado, de un correspondiente aumento en las inversiones, lo que da como resultado que un régimen de acumulación dominado por las finanzas tiende a producir un crecimiento económico mediocre y un alto grado de fragilidad e inestabilidad.⁹

Hay una diferencia sustancial en el impacto de la financiarización en países desarrollados y subdesarrollados sobre la estructura productiva; algunos autores consideran que existe una “financiarización periférica” o “financiarización subordinada” (Corrêa y Feijó, 2022). En primer lugar, sucede un impacto significativo en las prácticas y los comportamientos de los mercados financieros internacionales en el interior de países periféricos, con resulta-

⁸ Stockhammer (2008) nombra “régimen de acumulación dominado por las finanzas” al modelo económico mediante el cual la circulación monetaria y financiera es el centro de la valoración del capital, y no la órbita directamente productiva. De esta forma, un régimen de acumulación dominado por las finanzas puede generar una desconexión entre la tasa de ganancias y la tasa de acumulación.

⁹ Para el sector financiero (o el mercado del capital) privado y sus agentes, al contrario, la inestabilidad puede producir un resultado positivo, lo que genera una mayor oportunidad de ganancia derivada de la especulación y el arbitraje. Estos agentes generalmente no trabajan con modelos o teorías que involucren una visión sistémica o estructural, apenas atomizada, de acuerdo con las teorías económicas liberales. En esta visión no existen *trade-offs* entre el corto y el largo plazos, o entre los intereses individuales y los agregados. De esta manera, al autoconsiderarse el sector más eficiente de la economía por su pretendida capacidad de asignación más racional y rápida (teniendo en cuenta su liquidez inmediata, con ausencia de rigidez) de ahorros e inversiones (o de portafolios), este capitalismo sin regulación, dominado por las finanzas, también produciría mayor crecimiento económico (Saad Filho, 2023: cap. 1).

dos derivados de estar situados en una posición inferior, en términos de jerarquía, en las monedas internacionales, lo que aumenta el riesgo de inestabilidad macroeconómica. De esta forma, los países son *business-cycle takers* y *policy takers* (Ocampo, 2001). Es posible afirmar que también son *institutional takers*. La dinámica de la financiarización para determinar la tasa de cambio y los precios en las *commodities* puede estar asociada con que ocurra el síndrome holandés, lo que se relaciona con el proceso de desindustrialización (Bresser-Pereira, Oreiro y Marconi, 2015). Además, las grandes empresas no financieras, muchas de ellas multinacionales, asumen una gestión financiera. Éstos son mecanismos para transmitir la financiarización hacia una estructura productiva. Así, “las ganancias del sector financiero se colocan frente a las demandas de otros sectores en la agenda del gobierno” (Corrêa y Feijó, 2022: 1014). Por lo tanto, la financiarización en países subdesarrollados impone barreras en el proceso de desarrollo, sin estimular, o incluso al desestimar, las inversiones productivas que hacen más complejas y diversifican estas economías.

Saad Filho (2023) argumenta que el proceso de financiarización ayudaría a transnacionalizar y ampliar las ganancias de las grandes empresas, al imponer intensamente sus intereses ante la continua amenaza de fuga de capital, si las políticas económicas y sociales no estuvieran de acuerdo con sus intereses. Para el autor, en este proceso “la búsqueda de ganancias financieras tiende a obstruir la actividad productiva y a promover la concentración de ingresos y riqueza dentro y entre los países, perjudicando la rentabilidad agregada, la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico a largo plazo” (Saad Filho, 2023: 33).

Otro aspecto relevante que Stockhammer (2004: 722) resalta es relativo a las relaciones sociales, donde distingue tres tipos de ingreso: salarios, beneficios e intereses, así como dividendos y alquileres. Para cada uno de estos ingresos corresponden tres categorías sociales: trabajadores, capitalistas y rentistas. El autor observa que, así como los dividendos y el pago de intereses son parte de los beneficios, los capitalistas y los rentistas pueden ser considerados dentro de la misma categoría ocupando, no obstante, sitios distintos dentro del proceso de producción y con intereses diferenciados. De esta forma, se considera importante la distinción entre capitalistas (principalmente industriales) y rentistas, aunque ésta sea una *intraclase* y a pesar de que haya una creciente fusión entre las dos, si bien con roles diferenciados y considerando que puede revertirse esta tendencia en el futuro. Estas nocio-

nes y conclusiones resaltan el aspecto distributivo de la financiarización, que genera una tendencia en la concentración de ingresos.¹⁰

De este modo, la financiarización tiende a crear un bloqueo estructural en el desarrollo (con menores y más volátiles tasas de crecimiento), ya que la concentración de ingresos producidos no lleva al aumento en las inversiones productivas. Además, el proceso incrementa el poder político de los rentistas con una tendencia a determinar las pautas y la gestión del Estado de acuerdo con sus intereses, y con la contaminación a corto plazo de evaluaciones de mercados financieros (dominados por la racionalidad del capital ficticio) en las expectativas empresariales de grandes compañías productivas, las cuales, en gran medida, también se vuelven financiarizadas al asumir esta lógica de gestión.¹¹

La financiarización, por lo tanto, no puede ser entendida como una “deficiencia” del capitalismo, sino como una evolución tendencial de un mercado que funciona libremente. Por ello, la “solución” no es simplemente corregir la falla en el mercado. Para Saad Filho (2023: 31-32):

la financiarización no distorsiona el “capitalismo puro”, ni expresa un “golpe del sector financiero” contra el capital productivo [...] en cambio, en la era del neoliberalismo las finanzas son hegemónicas porque el CPI (capital portador de intereses) comanda la actividad económica y la reproducción del capital como un todo que permea en todas las formas de relaciones sociales e impulsa la formulación de políticas.

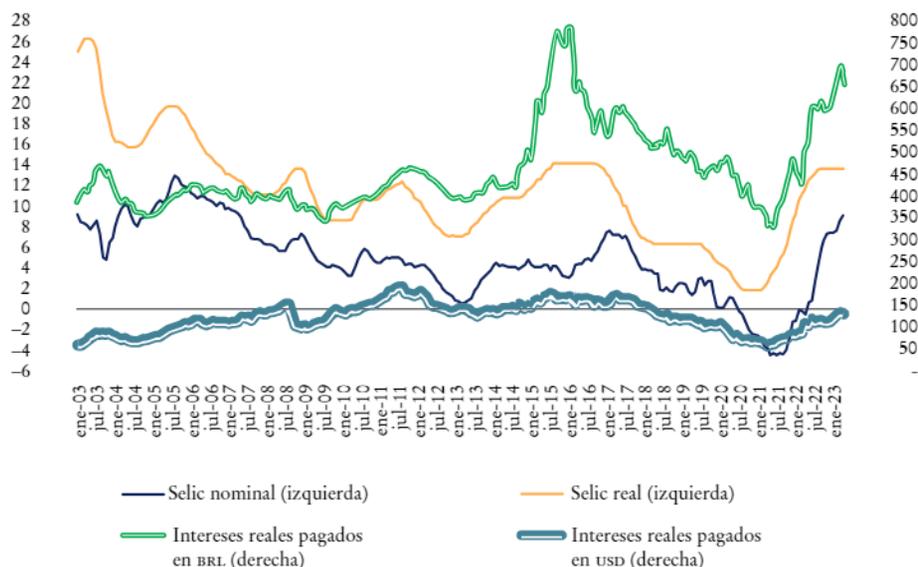
II. FINANCIARIZACIÓN, ESTRUCTURA ECONÓMICA Y RENTABILIDAD

Esta sección analiza las ganancias del mercado financiero en el contexto de la dinámica económica y de la política monetaria en Brasil a partir de 2003. A su vez, evalúa el peso del sector financiero en relación con otros países y en comparación con el producto interno bruto (PIB) y el sector manufacturero de Brasil. Finalmente, se abordarán los factores determinantes para la rentabilidad total de la economía en el periodo, al resaltar su relación con la estructura productiva.

¹⁰ En este mismo sentido, Marques y Rugitsky (2020) hacen un análisis aplicado a la economía brasileña.

¹¹ Véase en Paulani (2017), en este sentido, un análisis aplicado en Brasil.

GRÁFICA 1. *Brasil, tasa de interés Selic nominal y real, e intereses pagados por el sector público consolidado (miles de millones de reales y de dólares; en valores de abril de 2023, de enero de 2003 a abril de 2023)*



FUENTE: datos brutos del Banco Central de Brasil (2023), el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE, 2023c), el Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 2023) y el U. S. Bureau of Labor Statistics (BLS, 2023).

El Banco Central de Brasil utiliza, para la ejecución de la política monetaria, la tasa de interés Selic (Sistema especial de liquidação e custódia), el tipo básico que es fundamento y luz para fijar la remuneración de los títulos públicos para el sector financiero. Durante 2003-2013 se observa que, a pesar de la caída de la tasa Selic, tanto en términos nominales como reales (véase la gráfica 1), el total de intereses pagados (en moneda nacional y en términos reales) no se redujo, se mantuvo cíclicamente en torno a un nivel.

Entre 2003 y 2005, en promedio, las tasas de interés nominal y real fueron, respectivamente, de 19.6 y 9.3%, mientras que el pago de intereses fue de 400 000 millones de reales brasileños (BRL) por año, en promedio (valores actualizados en abril de 2023). Para 2011 y 2013, también en promedio, las mismas tasas de interés fueron sustancialmente menores: de 9.5 y 3.2%, respectivamente; sin embargo, el valor pagado fue similar (y hasta un poco mayor) a 427 000 millones (BRL) al año. En la media anual de enero de 2003

y agosto de 2014 (inmediatamente antes de la fuerte elevación de la tasa de interés), el pago de intereses fue de 405 000 millones (BRL), un nivel bastante estable a pesar de lo cíclico. Incluso en 2013, con la baja tasa de interés nominal y real de 2003-2013, el valor anual mínimo pagado fue de 392 000 millones (BRL) (en abril de 2013). Es decir, no fue mucho menor al promedio de todo el periodo anterior, y fue incluso mayor que otros momentos (en 2004 y 2009, por ejemplo).

En dólares reales de abril de 2023 hubo, incluso, una elevación sustancial en el pago de intereses, a causa de la valoración del tipo de cambio. En promedio, en 2003 se pagaron 77 000 millones (USD) y, en la media de 2011, 179 000 millones (USD). Posteriormente, con la devaluación del tipo de cambio, el nivel medio de intereses pagados permaneció en 154 000 millones (USD) (de 2012 a 2017).

A partir de 2013, y hasta finales de 2016, hubo un fuerte crecimiento en la tasa de interés y, con ello, una elevación sustancial del pago de intereses. Partió de cerca de 400 000 millones (BRL) al año, y el valor pagado llegó a casi 800 000 millones (BRL) anuales en enero de 2016.

Posteriormente, debido a que la inflación se desplomó fuertemente y permaneció en niveles bajos, hubo una intensa y larga reducción en la tasa de interés básica (de noviembre de 2016 a septiembre de 2020). En el contexto de la pandemia, cuando la inflación volvió a subir, la tasa de interés real se volvió negativa, de julio de 2020 a abril de 2022, incluso con la elevación del Selic. Con esta reducción en la tasa Selic, el pago de intereses se redujo sustancialmente tanto en reales como en dólares. Sin embargo, y a pesar de esto, el promedio para 2021 fue de 385 000 millones (BRL), muy próximo a la media de 2003-2014 referida anteriormente. En dólares hubo una mayor reducción: 70 000 millones (BRL) en promedio de 2021, considerando la devaluación del tipo de cambio de años anteriores.

Pero este nivel relativamente bajo en el pago de intereses duró poco, ya que la inflación del periodo de la pandemia provocó que la tasa de interés subiera a niveles altos y, a su vez, el pago de intereses, lo que puede ser observado en la gráfica 1.

Al dividir el periodo en un análisis de dos fases, tenemos que de 2003 a 2014 el pago promedio de intereses fue de 407 000 millones (BRL) y 123 000 millones (USD). En el periodo posterior, de 2015 a abril de 2023, estos pagos fueron respectivamente de 534 000 millones (BRL) y 123 000 millones (USD) (coincidentemente el mismo valor). En retrospectiva, el crecimiento prome-

dio del PIB fue de 3.5% de 2003 a 2014, y de 0.3% de 2015 a 2022. Es decir, en el segundo periodo fue mucho menos dinámico y más inestable; la lógica de funcionamiento del capital financiero le garantizó incluso una mayor remuneración.

Al examinar la evolución del déficit público, se observa que hasta 2014 la generación de superávit fiscal primario relativamente elevado (derivado de un crecimiento económico mayor y de las decisiones en política económica voluntarias u obligatorias) permitió el pago de interés en los niveles citados anteriormente, además de llevar a la reducción sustancial del déficit total (como una proporción del PIB) de los intereses nominales y el endeudamiento neto y bruto (véanse las gráficas 2 y 3). O, si se interpreta a la inversa, la reducción del endeudamiento y de las tasas de interés permitió la generación de superávits que garantizó una remuneración estable de capital financiero.

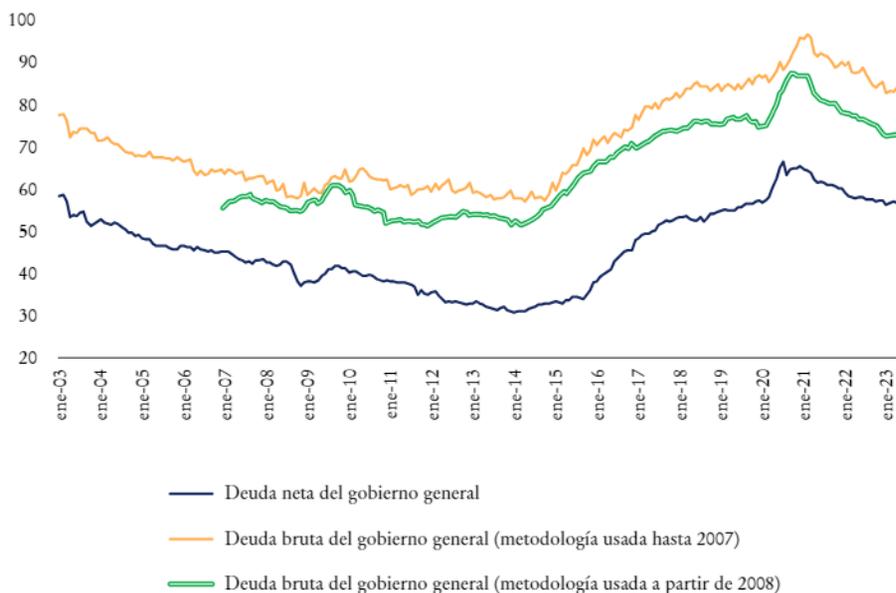
Se observa que el pago de intereses en valor alto y estable ocurrió al mismo tiempo que la reducción en la relación de este pago proporcionado al PIB (gráfica 2) y al endeudamiento (gráfica 3) en el contexto de mayor crecimiento

GRÁFICA 2. Brasil, déficit público, de enero de 2003 a abril de 2023 (porcentaje del PIB)



FUENTE: datos brutos del Banco Central de Brasil (2023).

GRÁFICA 3. Brasil, deuda bruta y neta del gobierno general
(porcentaje del PIB; de enero de 2003 a abril de 2023)



FUENTE: datos brutos del Banco Central de Brasil (2023).

del PIB. Aun así, el pago de intereses no fue menor a 4.4% del PIB (en 2013 y 2014), lo que es un valor muy elevado, con alto impacto sobre el presupuesto y sus prioridades.

Con la crisis económica, a partir de 2014 el superávit primario desapareció y se volvió un déficit sustancial; al mismo tiempo duplicó el pago de intereses como proporción al PIB (en su pico), de modo que el déficit total se elevó de un nivel entre 2 y 3% del PIB a más de 10%. Este impacto de la crisis y la política adoptada garantizaron al capital financiero la fuerte elevación del pago de intereses mostrada en gráfica 1.

Tras la crisis de 2015 y 2016, el gasto con pago de interés como proporción del PIB se redujo; así se volvió al siguiente nivel anterior a la crisis de 2021, lentamente, a lo largo de cinco años. El déficit primario también disminuyó, pero relativamente poco teniendo en cuenta el bajo dinamismo económico posterior a la crisis. Con ello, el déficit total, a pesar de caer, estaba a inicios de 2020 en cerca de 6% del PIB, más del doble de la situación anterior a la crisis de 2015-2016.

La pandemia provocó un disparo en los déficits primario y total, lo que indicó una importante política fiscal anticíclica. La recuperación económica posterior permitió una gran reducción en los déficits, pero los intereses nominales pagados crecieron mucho. El pago de éstos a inicios de 2023 correspondía a entre 6 y 7% del PIB, con un promedio de 5.8% entre 2015 y abril de 2023.

Por otro lado, el expresivo y veloz aumento de la deuda bruta y neta a partir de 2014 (como se muestra en la gráfica 3) determinó un aumento en la base sobre la cual se aplicaban las tasas. Esto llevó, por lo tanto, a un gravamen elevado de pago de intereses, incluso en escenarios de reducción de las tasas de interés.

En otras palabras, lo que se vuelve relevante para la remuneración del capital financiero no sólo lo constituyen las tasas de interés en sí, sino el importe total pagado. Las tasas de interés más bajas pueden ser compensadas por el aumento de la deuda pública, lo que termina siendo muy favorable para el sistema financiero.¹²

Como puede observarse en cualquier contexto, ya sea en periodos de crecimiento o de crisis, la remuneración del capital financiero se ha mantenido, por lo general, en niveles elevados. En el lapso de mayor crecimiento, incluso con la reducción de la tasa de interés y el endeudamiento, proporcionado al PIB, este nivel se mantuvo. Cuando con la crisis económica (y la alta inflación) la pérdida de ingresos fiscales aumentó el déficit y eliminó el superávit primario, el incremento de la tasa de interés (en un primer momento) y el endeudamiento comenzaron a garantizar la remuneración del capital financiero, incluso más que antes. Es decir, debido a la composición de la deuda pública y su hegemonía para definir las reglas, el sistema financiero fue capaz de asegurar su ingreso en ambas situaciones.¹³

El sistema financiero tiene un papel importante en la economía brasileña con un peso relativo elevado comparado a países que destacan en términos de rendimiento económico, como China, Corea del Sur y la India, según se ilustra en el cuadro 1. Brasil cuenta con un sector financiero moderno, aun-

¹² Como observa Bruno et al. (2011: 746), “En Brasil, la deuda pública interna se volvió el eje principal de la acumulación rentista-patrimonial y la base de la subordinación de las finanzas públicas a la presión de los mercados financieros globales. En consecuencia, la autonomía de la política económica es significativamente reducida, y su formato y gestión se encuentran permanentemente monitoreados por las expectativas y la racionalidad inherente a la revalorización financiera de los capitales”.

¹³ Mazzucatto (2014: 244) afirma: “el sector financiero es un desagüe potencialmente parasitario de la economía” y “su situación le permite ganar tanto al alta como a la baja”, con riesgo socializado y recompensa privatizada.

CUADRO 1. *Servicios financieros, participación del valor añadido bruto en el valor añadido total, promedio de 2003 a 2018 (precios constantes de 2015)^a*

Argentina	3.4
Brasil	6.4
Chile	4.6
China	5.9
Corea del Sur	5.3
Hong Kong	15.2
India	5.4
Indonesia	3.9
Japón	4.3
México	2.5
Pakistán	2.3
Singapur	11.0
Taiwán	6.7
Turquía	2.7

^a El sistema financiero se conforma por las actividades financieras, de seguros, actividades inmobiliarias y servicios prestados a empresas. Esta base de datos incluye sólo países de América Latina, Asia y África.

FUENTE: Groningen Growth and Development Center (GGDC, 2014).

que, es claro, no tanto como centros financieros internacionales, como Hong Kong y Singapur.¹⁴

El gran peso del sector financiero existe de manera simultánea a la pérdida de peso del sector industrial (véase la gráfica 4). Además de esta reducción cuantitativa, existe un empeoramiento cualitativo, según Morceiro y Guilhoto (2019: 19), pues “Brasil presenta una grave desindustrialización prematura en algunos sectores de alta y media-alta tecnología”. Una hipótesis posible es que hay una correlación y una causa en la relativamente alta

¹⁴De acuerdo con Fernando Cardim de Carvalho (2010: 16): “Esta paradoja [de que el sector financiero es moderno, pero poco estimulante en la producción y las inversiones, véase la nota 4] está quizá más oculta de lo que se informa con los datos de participación del sector en el PIB, que exhibió una fluctuación significativa en las últimas dos décadas, sin que esto impactara de forma más intensa la operación real de la economía. El sector presentó una alta participación en el PIB en los últimos años del régimen de alta inflación —hasta mediados de los años noventa—. Con la estabilización de los precios y la caída del impuesto de inflación —compartido por los bancos por su capacidad de creación de una moneda escritural—, esta participación cayó dramáticamente [...] Después de los primeros años del periodo de estabilidad de precios, marcados, no obstante, por la inestabilidad macroeconómica, el sector volvió a crecer, pero muy enfocado en el aumento de la actividad intrafinanciera”.

GRÁFICA 4. Brasil, participación de la industria de la transformación y el sistema financiero en el PIB (porcentaje) de 2003 a 2022



FUENTE: IBGE (2023a), cuentas nacionales trimestrales.

participación del capital financiero en disminuir la participación de la industria, debido a la succión de recursos y a la alternativa de remuneración de bajo riesgo.¹⁵ Por otro lado, si el sector financiero está creciendo, pero no está impidiendo la regresión de las manufacturas, puede suponerse que no está desempeñando adecuadamente su papel como generador de crédito y dinamizador en la producción y la inversión.

Con un dominio cada vez mayor del capital financiero, la industria es perjudicada en su dinamismo y, con ello, también el comercio internacional. De esta forma, tal comercio depende cada vez más de las exportaciones de *commodities* y, por lo tanto, de los términos de cambio. Por ello, el crecimiento económico tiende a volverse menor a largo plazo, así como más

¹⁵ Además, debe considerarse que una parte sustancial de la industria, en sus sectores de valor agregado e intensidad tecnológica mayores, es propiedad de empresas multinacionales. Para estos sectores, la maximización de ganancias sucede en un nivel internacional, de forma que una pérdida de valor agregado en Brasil no necesariamente impacta negativamente sus ganancias globales. Probablemente, la formación de cadenas globales de valor también determinó que importa menos para sus ganancias la producción en Brasil. Con administración tributaria y de su flujo comercial y financiero, mediante el uso de filiales en otros países y en paraísos fiscales, sus ingresos pueden ser maximizados de forma razonable independientemente de la situación económica de Brasil.

volátil, además de estar más vulnerable a los ciclos comerciales (y financieros), como subrayan Foster-McGregor, Kaba y Szirmai (2015).

Existe una relación de bicausalidad entre el comercio exterior y la dinámica de la estructura económica. Mientras el empeoramiento del arancel exportador produce efectos negativos sobre la industria de transformación, mediante el síndrome holandés, también el bajo rendimiento de la industria genera menor capacidad exportadora para este sector.

Con el empeoramiento de la estructura productiva y de comercio exterior,¹⁶ lo que significa la continuidad del proceso de “especialización regresiva”, la economía brasileña fue tornándose en apariencia cada vez más dependiente de la dinámica de los términos de intercambio. Es decir, cambió negativamente el patrón de inserción internacional de la economía brasileña. Con esto, el índice de complejidad económica (The Observatory of Economic Complexity [OEC], 2023) de Brasil se redujo de 0.59 en 2003 a 0.33 en 2021, y su clasificación pasó del lugar 31 al 49 en un *ranking* de 131 países.

Esta dinámica también puede ser analizada a partir de la clasificación marxista de actividades productivas. El sector productivo total, en valores nominales, fue en promedio 43.7% del PIB en la década de los cincuenta; creció a 49.2% en los años ochenta; se redujo en los noventa; se recuperó parcialmente en los 2000 (con el avance de los servicios productivos), y decayó a 44.5% del PIB en la media de 2010 a 2020 (Brito, 2023: 178).

Con un enfoque de análisis de la dinámica reciente en la economía brasileña, se realizó un ejercicio dedicado a relacionar la tasa de ganancia con sus determinantes para dicha economía.¹⁷ Se examinan, con las simplificaciones necesarias y considerando la disponibilidad de datos, la evolución de la relación producto-capital (o productividad del capital) (Y/K), del nivel de uso de la capacidad productiva instalada (NUCI) y de la participación del exce-

¹⁶ Aspecto destacado por muchos trabajos, como los de Hiratuka y Sarti (2017), y Marconi, Rocha y Magacho (2016).

¹⁷ La tasa de ganancias expresa la relación entre la masa de ganancia (o el excedente económico) y el *stock* neto del capital fijo productivo. La fórmula puede ser desdoblada en sus tres determinantes básicos, el componente distributivo, el uso de la capacidad productiva potencial (componente de demanda) y la productividad del capital (componente de oferta o tecnológico a largo plazo). Su expresión es: $R = \pi/K = (\pi/Y)(Y/Y_{pot})(Y_{pot}/K)$, donde R es la tasa de interés; π es el excedente económico; K es el *stock* neto de capital fijo productivo (no residencial); Y es el PIB corriente, e Y_{pot} es el PIB potencial. De esta forma, se tienen los tres componentes de la tasa de interés: la participación de los intereses en el PIB (π/Y), que representa el efecto de la distribución de ingresos sobre la tasa de ganancias; el grado de uso de la capacidad productiva potencial (Y/Y_{pot}), y la relación producto-capital potencial (Y_{pot}/K), que representa a largo plazo el efecto de la tecnología (o el efecto de una mejora en los términos de intercambio a corto o mediano plazo) sobre la tasa de interés.

dente económico en el PIB (π/Y) para cuatro periodos: 2003-2010, 2010-2014, 2014-2016 y 2016-2021.

Un aumento en la participación del excedente económico del PIB eleva la rentabilidad del capital, pero tiene la característica de ser limitado, porque no puede concentrarse el ingreso indefinidamente. El aumento en el nivel de uso de la capacidad productiva también tiene carácter limitado, pues hay un máximo y un riesgo de inflación, pero es una importante variable en el análisis de ciclos económicos. Al contrario, la relación producto-capital expresa mejoras tecnológicas a largo plazo (en el argumento de este trabajo, del cambio estructural), y es la causa más consistente de elevación (o caída) en la tasa de interés.

En el primer periodo (2003-2010) hubo una combinación del aumento de la masa salarial con la caída del excedente económico, ambos en relación con el PIB. Por otro lado, el nivel de uso de la capacidad y la productividad del capital presentaron una tendencia de crecimiento, salvo en la crisis de 2009, como puede observarse en la gráfica 5. El aumento en la productividad del capital puede explicarse en la mejora de los términos de intercambio,¹⁸ que se elevó 40% de 2003 a 2011. De acuerdo con la ley de Thirlwall (1979), esta mejora reduce las limitantes del balance de pagos en el crecimiento. Por lo tanto, este proceso (derivado de un mayor crecimiento económico de los socios comerciales de Brasil) debió elevar la relación producto-capital y la tasa de ganancias.

De este modo, a pesar de reducir la participación del superávit del PIB, el mayor uso de la capacidad y la creciente relación producto-capital debieron provocar un aumento en la rentabilidad del capital, lo que permitió una compatibilidad excepcional (en el sentido de positiva y rara) de las tendencias de aumento en la productividad del capital, del uso de la capacidad productiva, de la tasa de ganancias, del crecimiento de las inversiones, del PIB y de una mejor distribución de ingresos. En este caso, un mayor uso de la capacidad y una alta productividad del capital compensaron una disminución de la participación del excedente en el PIB. Esto puede explicar las tasas de crecimiento del PIB relativamente elevadas en esos años a partir de mejoras en la demanda externa, del mercado interno de consumo y las inversiones públicas y privadas.

En el periodo siguiente, de 2010 a 2014, los tres factores determinantes de la tasa de ganancias disminuyeron. El aumento en la participación de los

¹⁸ Como también observan Fonseca, Cunha y Bichara (2013), y Fonseca et al. (2020), como una "condición permisiva" del periodo.

GRÁFICA 5. Brasil, tasa de ganancias, productividad del capital (Y/K), participación del excedente (π/Y) y nivel de uso de la capacidad (NUCI) (índices de 2014=100, 2003 a 2022)^a



^a Los datos de 2021 y 2022 son estimados.

FUENTE: datos brutos de IPEA (2023), IBGE (2023a), Bonelli (2017) y Marquetti, Maldonado Filho, Miebach y Morrone (2023).

salarios en el PIB no fue compensado nuevamente por la productividad del capital ni por la ocupación de la capacidad productiva. Así, la tasa de ganancias disminuyó, pero la alta demanda aún permitió que la masa de beneficios se mantuviera elevada, sin provocar una crisis.¹⁹ El principal determinante de la reversión en la tendencia de la productividad del capital parece haber sido la dinámica de los términos de intercambio, que retrocedieron 21% de

¹⁹ Bruno y Caffé (2018: 238) observan la “caída de la tasa de beneficio bruto y, en consecuencia, de la inversión del capital fijo de las empresas antes del deterioro de la coyuntura macroeconómica en 2014-2015”, lo que tiene como “explicación más plausible” las “condiciones estructurales de producción y de demanda que caracterizan a la economía brasileña desde la consolidación de su nuevo estándar de inserción internacional a partir de la década de 1990. Este estándar aceleró el proceso de desindustrialización, lo que llevó al predominio de las *commodities* en la pauta de exportaciones, y elevó la vulnerabilidad externa dada la inelasticidad-ingreso de este tipo de producto”.

2011 a 2015. Al mismo tiempo, el uso de la capacidad parece haber llegado a un límite.²⁰

Por lo tanto, cuando llegó una reversión del superciclo de las *commodities*, el impacto fue negativo en la productividad del capital (lo que reveló la falta de sustentabilidad de la dinámica anterior) y la tasa de ganancias, lo cual generó una intensa crisis económica en el periodo siguiente. Así, fue nuevamente aparente el empeoramiento tendencial de la estructura productiva y del comercio exterior con la economía brasileña estructuralmente más dependiente, por lo que fue tendencia generar menores tasas de ganancia productivas.

No fue hasta 2010-2011 que el crecimiento económico se logró hacer compatible con la distribución de ingresos en favor de los salarios, al considerar el avance positivo de la productividad del capital, el uso de la capacidad y, por lo tanto, la tasa de ganancia. Desde entonces, esto no ha sido posible nuevamente. La caída de la relación producto-capital y la reducción de la participación del excedente en el PIB causaron una disminución en la tasa de ganancias, lo que desestimuló inversiones privadas. El comportamiento en la productividad del capital no compensó la reducción en la participación del excedente (y ganancias) en el PIB, al contrario, amplió la presión negativa sobre la rentabilidad. El aumento de la participación de la masa salarial en el PIB, en este caso, se volvió incompatible con el proceso de acumulación.

A falta de una solución a los problemas, la crisis se abrió en 2015 y 2016, e impulsó una crisis política. Todos los indicadores en la tasa de ganancias continuaron a la baja, lo que suscitó la reducción en la tasa de beneficios, así como en la masa de ganancias. Con los nuevos gobiernos liberales, la solución por impulso de demanda no estaba en consideración, pues la política adoptada debería ser de austeridad fiscal. La productividad del capital, por otro lado, es de difícil manejo, lo que considera el empeoramiento de la estructura económica y la falta de capacidad de innovación de las empresas brasileñas. Además, la dinámica en términos de intercambio está fuera del alcance de la política económica a corto y mediano plazos. Así, la *solución* propuesta y adoptada fue la de reducir el poder de negociación de los trabajadores mediante desempleo, reformas de trabajo y seguridad social, con la consecuente reconcentración de ingresos.

²⁰ Con presiones inflacionarias y, por lo tanto, menor margen para estímulos macroeconómicos.

Como puede observarse, hubo en 2016-2022 una gran reversión de la tendencia anterior en la variable excedente sobre PIB. Es decir, el capital comenzó a apropiarse de la mayor parte del excedente generado, al concentrar el ingreso. Por otro lado, los términos de intercambio se elevaron 14% de 2015 a 2022, lo que permitió el aumento de la productividad del capital, la recuperación parcial del uso de la capacidad instalada y, tras la caída de la crisis de la pandemia en 2020, el incremento de las políticas fiscales fuertemente expansionistas de ese año y de 2021-2022. Así, con los tres determinantes en expansión, la tasa de ganancia se recuperó. En específico en 2021, además del reducido poder de negociación de los trabajadores, la alta inflación erosionó el poder de compra promedio de los salarios, lo que probablemente provocó una fuerte concentración de ingresos y, con ello, la elevación en la relación producto-capital y de la NUCI, una mayor tasa de ganancias.²¹

En cualquier situación, el capital financiero continuó obteniendo grandes beneficios. La financiarización, con su proceso de acumulación rentista-financiera, tiende a volver la rentabilidad independiente de la acumulación (considerando corto y mediano plazos),²² mientras que la solución (desde el punto de vista del desarrollo económico y social) debe ser la construcción de lo opuesto, es decir, la acumulación es la que debe independizarse de la rentabilidad, como resaltan Marglin y Bhaduri (1988).²³ Probablemente, Brasil se encuentra en la primera situación. Por ello, el país debe hacer reformas institucionales que permitan aumentar la inversión pública, para, al mismo tiempo, aumentar la tasa de ganancias de la economía en su conjunto.²⁴

²¹ El Banco Central (2023: 23), en su *Informe de Estabilidad Financiera*, también muestra una elevación consistente en la rentabilidad de las empresas de capital abierto para 2015-2021. Los datos del banco muestran, no obstante, un retroceso en 2022 en relación con el pico de 2021.

²² Paulani (2016: 534) enfatiza que el proceso de financiarización conduce a una “transferencia cada vez más acentuada de la producción para la propiedad como base de justificación en la remuneración del capital”.

²³ De acuerdo con Marglin y Bhaduri (1988: 35): “De hecho, en nuestra opinión, los elementos esenciales en cualquier alternativa de izquierda a las políticas generales para restaurar el crecimiento son 1° reconocer la necesidad actual de rentabilidad, 2° reconocer la conveniencia última de hacer que la acumulación sea independiente de la rentabilidad, y 3° proveer un puente de aquí a allí”.

²⁴ De acuerdo con Stockhammer (2004: 739), “La regulación de los mercados financieros y el empoderamiento de los grupos interesados en el crecimiento dentro de la firma deben ir de la mano, pero los cambios organizativos llevarán tiempo. Por lo tanto, si la inversión va a aumentar a corto plazo, la inversión pública puede ser una forma más eficaz de hacerlo”.

III. CONSIDERACIONES FINALES

La economía brasileña está presa desde hace cuatro décadas en una situación de semiestancamiento, con una estructura económica en trayectoria de regresión, caracterizada por desindustrialización, reprimarización y financiarización. Como los intentos de recuperación que significan una mayor intervención del Estado en esta estructura no obtuvieron fuerza política para ser sustentados, al mismo tiempo en que las alternativas estructuralistas perdieron peso en el pensamiento heterodoxo, la opción más lucrativa para el capital fue ampliar sus ganancias mediante la acumulación financiera y rentista. Esto porque, en una economía financiarizada, la tasa de rentabilidad determinante es la de la órbita financiera y no la de las actividades productivas, la cual en este contexto es subordinada. En el ámbito de las empresas, por ejemplo, los departamentos financieros son más importantes y tienen profesionales mejor remunerados que los de áreas como ingeniería e innovación.

En este trabajo se resaltó el papel de la hegemonía financiera en la economía brasileña, donde se observa que permaneció, incluso durante el periodo de los gobiernos del Partido de los Trabajadores, con poder para definir las políticas económicas y consiguió mantener sus ingresos de forma casi permanente e independiente de su contexto coyuntural. Con esto, la estructura productiva del comercio exterior y la distributiva son afectadas negativamente, pues recursos económicos son transportados hacia la órbita improductiva, lo que distorsiona los precios relativos en su beneficio. Sin embargo, la dinámica macroeconómica comenzó a ser más volátil, lo que también perjudicó la decisión de inversiones productivas, y, además, pudo explicar las dificultades encontradas en el intento de adopción de políticas industriales para el periodo.

Un dato que muestra el poder hegemónico del sector financiero en la economía brasileña es que, a pesar de la reducción de la tasa de interés y del endeudamiento público en varios periodos, los intereses pagados por el Estado permanecieron más o menos estables en términos reales. En periodos de crisis económica, las ganancias que se apropió el sector financiero fueron incluso mayores (salvo en el periodo de la pandemia). Es decir, la evidencia muestra que su rentabilidad, en general, no dependió de la trayectoria de acumulación productiva, lo que permite aceptar el significado de la categoría teórica de hegemonía utilizada aquí.

Se constató, a su vez, que el peso del sector financiero en la economía brasileña es relativamente elevado en relación con otros países del mundo, lo que es simultáneo a la reducción del peso del sector industrial que concierne al PIB, que en estos procesos se condicionan mutuamente, un resultado negativo previsto por la teoría.

Finalmente, la investigación analizó la trayectoria de variables determinantes en la tasa de interés agregada. En 2003-2010 la trayectoria de variables fue favorable para la rentabilidad del capital, lo que puede explicar las más grandes inversiones productivas y el crecimiento económico. Sin embargo, la trayectoria permaneció en el deterioro de la estructura productiva y del comercio exterior, lo que llevó a la baja la tasa de ganancias a largo plazo. De esta manera, la estructura determina la coyuntura, excepto en presencia de fuerzas externas e internas determinantes (como fue, *grosso modo*, en el primer y el segundo periodos de Lula), pero de difícil conservación a largo plazo. Es decir, existe un bloqueo en la coyuntura determinado por la dinámica de la estructura productiva y de comercio exterior, y por el proceso de financiarización. Esto también ayudó a comprender la dificultad de recuperación económica consistente que hay en ausencia de un contexto económico internacional que diera un impulso autónomo. Además, en caso de ser adoptada una política macroeconómica de austeridad, ésta actuaría con una dificultad adicional, lo que puede ser percibido en el contexto pospandémico, donde, incluso con la recuperación de la tasa de ganancias, las expectativas de crecimiento no son superiores al promedio de años posteriores a 1980 (con tasas ya mucho más bajas que en periodos anteriores) y sustancialmente inferiores a la media mundial.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Araujo, A., y Ferrari-Filho, F. (2023). Monetary policy in Brazil under the inflation targeting regime from a contested terrain approach. En F. Ferrari-Filho y L. F. Paula (eds.), *Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Countries*. Cheltenham y Northampton: Edward Elgar.
- Banco Central de Brasil (s. f.). Recuperado de: <https://www.bcb.gov.br/>
- Banco Central de Brasil (2023). *Relatório de Estabilidade Financeira* (vol. 22, núm. 1, mayo). Brasília: Banco Central.
- BLS (2023). Recuperado de: <https://www.bls.gov/>

- Bonelli, R. (2017). *Uma medida da utilização da capacidade na economia brasileira, 1947-2016: nota metodológica*. Río de Janeiro: IBGE/Fundação Getúlio Vargas.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism: A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111-145. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/030851400360587>
- Braga, J. C., Contento de Oliveira, G., Whitaker Wolf, P. J., Palludeto, A. W. A., y Silva de Deos, S. (2017). For a political economy of financialization: Theory and evidence. *Economia e Sociedade*, 26(número especial), 829-856. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art1>
- Bresser-Pereira, L. C., Oreiro, J. L., y Marconi, N. (2015). *Developmental Macroeconomics: New Developmentalism as a Growth Strategy*. Londres y Nueva York: Routledge.
- Brito, E. C. (2023). *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* (tesis de doctorado). Programa de Posgrado en Economía-Universidad Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Brunhoff, S. (2006). *Finance, Capital, États*. París: PUF.
- Bruno, M. A. P., y Caffé, A. R. D. (2018). Determinantes das taxas de lucro e de acumulação no Brasil: os fatores estruturais da deterioração conjuntural de 2014-2015. *Revista de Economia Política*, 38(2), 237-260. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/0101-31572018v38n02a02>
- Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E., Reis, A. C., y Rubens, M. (2011). Finance-led growth regime no brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, 31(5), 730-750. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572011000500003>
- Carneiro, R. (2019). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky). *Economia e Sociedade*, 28(2), 293-312. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2019v28n2art01>
- Carneiro, R. (2020). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea). *Economia e Sociedade*, 29(3), 693-717. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2020v29n3art01>
- Carvalho, F. C. (2010). *Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento*

- (Textos Para Discussão CEPAL-IPEA, 14). Brasília: CEPAL/IPEA. Recuperado de: <https://hdl.handle.net/11362/28128>
- Chesnais, F. (2004). *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo.
- Chesnais, F. (2017). *Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump*. Chicago: Haymarket Books.
- Corrêa, M. F., y Feijó, C. (2022). Connecting financialisation and structural change: A critical appraisal regarding Brazil. *Cambridge Journal of Economics*, 46(5), 1005-1024. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/cje/beac036>
- Dathein, R. (2018). 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*, (50), 18-35. Recuperado de: <https://revistasep.org.br/index.php/SEP/article/view/370>
- Dathein, R. (2021). Sistema monetário internacional: de Bretton Woods à globalização financeira. En R. Dathein (ed.), *Economia e Finanças Internacionais: de Bretton Woods à globalização financeira e depois*. Jundiaí: Paco Editorial.
- Dathein, R. (2022). Estrutura econômica, taxa de lucro e desempenho da economia brasileira. En R. Dathein (ed.), *Desenvolvimento e Crise: a economia e as relações internacionais do Brasil no século XXI*. Jundiaí: Paco Editorial.
- Davis, G. F. (2009). *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*. Oxford: Oxford University Press.
- Duménil, G., y Lévy, D. (2014). *A Crise do Neoliberalismo*. São Paulo: Boitempo.
- Eatwell, J., y Taylor, L. (2000). *Global Finance at Risk*. Nueva York: The New Press.
- Epstein, G. A. (ed.) (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Fine, B., y Saad-Filho, A. (2013). *El capital de Marx*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Fonseca, P. C. D., Arend, M., y Guerrero, G. A. (2020). Growth, distribution, and crisis: The Workers' Party Administrations. *Latin American Perspectives*, 47(1), 65-82. Recuperado de: <https://doi.org/10.1177/0094582X19886821>
- Fonseca, P. C. D., Cunha, A. M., Bichara, J. S. (2013). O Brasil na Era

- Lula: retorno ao desenvolvimentismo? *Nova Economia*, 23(2), 403-428. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/S0103-63512013000200006>
- Foster-Mcgregor, N., Kaba, I., y Szirmai, A. (2015). *Structural Change and the Ability to Sustain Growth* (working paper, 19/2015). Viena: UNIDO.
- GGDC (2014). 10-Sector Database, 2014 release. Recuperado de: <https://www.rug.nl/ggdc/productivity/10-sector/>
- Guttman, R. (2016). *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Guttman, R. (2017). Financialization revisited: The rise and fall of finance-led capitalism. *Economia e Sociedade*, 26(número especial), 857-877. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art2>
- Hein, E. (2012). *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism and Its Crisis*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Hiratuka, C., y Sarti, F. (2017). Transformações na Estrutura Produtiva Global, Desindustrialização e Desenvolvimento Industrial no Brasil. *Revista de Economia Política*, 37(1), 189-207. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/0101-31572016v37n01a10>
- IBGE (2023a). Contas Nacionais. Recuperado de: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/contas-nacionais.html>
- IBGE (2023b). PNAD Contínua - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua. Recuperado de: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9171-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-mensal.html?=&t=resultados>
- IBGE (2023c). Preços e custos. Recuperado de: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos.html>
- IPEA (2023). Ipeadata. Recuperado de: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>
- Kregel, J. (2017). “Isms” and “Zations”: On fictitious liquidity and endogenous financialization. *Economia e Sociedade*, 26(número especial), 879-893. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art3>
- Lapavistas, C. (2013). *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*. Londres: Verso.
- Marconi, N., Rocha, I. I., y Magacho, G. R. (2016). Sectoral capabilities and productive structure: An input-output analysis of the key sectors of the Brazilian economy. *Brazilian Journal of Political Economy*, 36(3), 470-492. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/0101-31572016v36n03a02>

- Marglin, S. A., y Bhaduri, A. (1988). *Profit Squeeze and Keynesian Theory* (WIDER Working Papers, 39). Helsinki: UNU-WIDER.
- Marques, P. R., y Rugitsky, F. (2020). *Workers' Indebtedness and Rentier Squeeze: Rentier Income, Profit of Enterprise, and Wages in Brazil (2000-2017)* (working papers, 2). São Paulo: FEA/USP.
- Marquetti, A., Hoff, C., y Miebach, A. (2016). Lucratividade e Distribuição: A Origem Econômica da Crise Política Brasileira. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/312191358_Lucratividade_e_Distribuicao_A_Origem_Economica_da_Crise_Politica_Brasileira
- Marquetti, A., Maldonado Filho, E., Miebach, A., y Morrone H. (2023). Uma interpretação da economia brasileira a partir da taxa de lucro: 1950-2020. *Revista de Economia Política*, 43(2), 309-334. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3432>
- Mazzucatto, M. (2014). *O Estado Empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado*. São Paulo: Portfolio/Penguin.
- Mollo, M. L. R. (2011). Capital Fictício, Autonomia Produção-Circulação e Crises: Precedentes Teóricos para o Entendimento da Crise Atual. *Revista Economia*, 12(3), 475-496. Recuperado de: https://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p475_496.pdf
- Mollo, M. L. R., Dourado, F. F., y Paraná, E. (2022). Financialisation as the development of fictitious capital in developing and developed economies. *Cambridge Journal of Economics*, 46(5), 955-976. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/cje/beac041>
- Morceiro, P. C., y Guilhoto, J. J. M. (2019). *Desindustrialização setorial e estagnação de longo prazo da manufatura brasileira* (TD Nereus 01-2019). São Paulo: USP.
- Ocampo, J. A. (2001). *International Asymmetries and the Design of The International Financial System* (Temas de Coyuntura, 15). Santiago, Chile: CEPAL.
- OEC (2023). Complexity Rankings. Recuperado de: <https://oec.world/en/rankings/eci/hs6/hs96?tab=rank>
- Palley, T. I. (2013). *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. Londres: Palgrave Macmillan.
- Paulani, L. M. (2016). Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. *Revista de Economia Política*, 36(3), 514-535. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/0101-31572016v36n03a04>

- Paulani, L. M. (2017). A experiência brasileira entre 2003 e 2014: Neodesenvolvimentismo? *Cadernos do Desenvolvimento*, 12(20), 135-155. Recuperado de: <http://www.cadernosdodesenvolvimento.org.br/ojs-2.4.8/index.php/cdes/article/view/32>
- Prado, E. F. S. (2017). Das explicações para a quase estagnação da economia capitalista no Brasil. *Revista de Economia Política*, 37(3), 478-503. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/0101-31572017v37n03a02>
- Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, C. M., Reinhart, V., y Trebesch, C. (2016). Global cycles: Capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815-2015. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), 574-580. Recuperado de: <https://doi.org/10.1257/aer.p20161014>
- Roberts, M. (2009). *The Great Recession: Profit Cycles, Economic Crisis, a Marxist View*. Lexington: s. e.
- Saad Filho, A. (2023). *A Era das Crises: neoliberalismo, o colapso da democracia e a pandemia*. São Paulo: Contracorrente.
- Shaikh, A. (2017). Income distribution, econophysics and Piketty. *Review of Political Economy*, 29(1), 18-29. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/09538259.2016.1205295>
- Squeff, G. C., y De Negri, F. (2014). Produtividade do trabalho e mudança estrutural no Brasil nos anos 2000. En F. de Negri y L. R. Cavalcante (eds.), *Produtividade no Brasil: desempenho e determinantes*. Volume 1. *Desempenho*. Brasília: ABDI/IPEA.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.
- Stockhammer, E. (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition & Change*, 12(2), 184-202. Recuperado de: <https://doi.org/10.1179/102452908X289820>
- Thirlwall, A. P. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 32(128), 45-52. Recuperado de: <https://doi.org/10.13133/2037-3643/12804>
- Timmer, M. P., De Vries, G. J., y De Vries, K. (2015). Patterns of structural change in developing countries. En J. Weiss y M. Tribe (eds.), *Routledge Handbook of Industry and Development*. Londres: Routledge.