

CONVENÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA E O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO BRASILEIRO*

Monetary Policy Conventions and the Brazilian Financialization Process

Ana Clara Fernandes Nogueira[†]

RESUMO

O conceito de convenções, introduzido por John Maynard Keynes, é de extrema importância para o entendimento da economia. No presente artigo explora-se as convenções que regem a política monetária, visto o comportamento convencional da taxa de juros, e sua ligação com o processo de financeirização brasileiro. A literatura da área demonstra que a convenção regente é pró-conservadora, o que condiciona uma taxa de juros básica elevada e pouco flexível para baixo, fator determinante para o aumento da financeirização brasileira a partir de 1995.

Palavras-chave: convenções; política monetária; financeirização; taxa de juros; Brasil.

Classificação JEL: E12; E43; E52.

ABSTRACT

The concept of conventions, introduced by John Maynard Keynes, is of paramount importance for understanding economics. This article explores the conventions governing monetary policy, given the conventional behavior of the interest rate, and its connection to the process of financialization in Brazil. The literature in the field demonstrates that the prevailing convention is pro-conservative, which results in a high and inflexible basic interest rate, a determining factor for the increase in Brazilian financialization since 1995.

Keywords: conventions; monetary policy; financialization; interest rate; Brazil.

JEL Code: E12; E43; E52.

* Agradeço à professora Carmem Feijó pelos comentários, fundamentais para o aprimoramento deste trabalho.

[†] Mestranda em Economia pela Universidade Federal Fluminense (UFF). Pesquisadora do grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE/UFF). Contato: acfnogueira@id.uff.br

1. Introdução

John Maynard Keynes (1893-1946) foi responsável por promover diversos avanços na forma como se enxerga e analisa a macroeconomia¹. Entre os muitos conceitos cunhados pelo autor, denota-se a ideia de convenções, apresentada em 1936 na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. O autor argumenta que as decisões humanas não dependem de expectativas matemáticas rigorosas, uma vez que, tendo em vista a existência de incerteza² acerca do futuro, não há base para realizar tais cálculos. Portanto, os agentes econômicos se apoiam em convenções como um dispositivo cujo objetivo é a redução da incerteza.

Keynes (1996) aponta que a taxa de juros é um fenômeno altamente convencional, visto que é largamente governada pela visão prevalecente sobre seu valor esperado. Nesse sentido, Modenesi *et al.* (2013) apontam que, embora as autoridades monetárias consigam fixar a taxa de juros de curto prazo, a determinação da referida de longo prazo é mais complexa e não está sob controle do Banco Central (BC), pois depende de uma convenção aceita pelos agentes privados. Bresser-Pereira e Nakano (2002), Erber (2011)³ e Lara Resende (2017) desenvolveram a hipótese de que existe uma convenção conservadora de política monetária brasileira acerca do nível da taxa de juros de curto prazo. Uma consequência, segundo Bresser-Pereira *et al.* (2020), é o processo de financeirização brasileiro, que ocorre através da receita de juros.

O artigo tem o objetivo de expor a relação entre a convenção de política monetária vigente e o processo de financeirização brasileiro, que teve uma elevação acentuada a partir

¹ A análise macroeconômica pré-keynesiana, dos economistas das escolas clássica e neoclássica, diluía-se amplamente na microeconômica. Essa perspectiva adotava pressupostos como preços e salários flexíveis, moeda apenas com função transacional e a crença que leis naturais governavam a dinâmica econômica, conforme Bresser-Pereira (1976). Além disso, o modelo clássico apoiava-se na Lei de Say e na Teoria Quantitativa da Moeda. Em contraste, Keynes, em sua obra de 1936, propôs uma ruptura ao introduzir conceitos como incerteza fundamental, expectativas de curto e longo prazo, preferência pela liquidez e desemprego involuntário, redefinindo os parâmetros da análise macroeconômica.

² Keynes (1996) apresenta a incerteza fundamental como um fator basilar de sua análise macroeconômica. Para o autor, a incerteza é a condição fundamental de ignorância sobre o futuro que impede a atribuição de probabilidades calculáveis e a formação de expectativas confiáveis baseadas apenas no conhecimento objetivo. Dessa forma, “o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficientes para uma esperança matematicamente calculada” (p. 149), sendo preciso a utilização de convenções para auxiliar na formulação das expectativas de longo prazo.

³ Erber (2011) destaca-se como um dos autores que integram convenções no contexto de política monetária, através da construção de uma economia política da macroeconomia. Entretanto, Dequech (2017) contesta a definição de convenções utilizada por Erber (2011), argumentando que a passagem que o autor utiliza é, na verdade, um trecho em que Orléan (2004) apresenta o conceito de convenções dentro do ferramental da Teoria dos Jogos, que possui diferenças fundamentais em relação à abordagem da Escola Convencionalista Francesa, pois exige unanimidade dos indivíduos. Ademais, aponta que convenções, conforme a ECF, definem-se pelas características de “conformidade com a conformidade” e “arbitrariedade”, sendo que este segundo fator não está explicitado na exposição de Erber (2011).

de 1995, ano em que o Real iniciava sua consolidação. Expõe-se que a convenção de política monetária é pró-conservadora em sua condução, pouco sensível ao estado da economia e altamente inflexível, o que gera elevadas taxas de juros ao longo do tempo. Isso, junto a peculiaridade da dívida pública brasileira, que está em grande parte indexada à taxa básica de juros, alimenta o processo de financeirização brasileiro.

O presente artigo se divide em quatro seções, a primeira apresenta o conceito de convenções de Keynes pela ótica pós-keynesiana e da Escola Convencionalista Francesa (ECF). A segunda aborda como a taxa de juros básica brasileira, a Selic, é comandada por uma convenção de política monetária pró-conservadora. A terceira conecta esse fenômeno com o processo de financeirização da economia brasileira. Por fim, têm-se as considerações finais.

2. Convenções: Abordagem Pós-Keynesiana e da Escola Convencionalista Francesa (ECF)

As convenções podem ser entendidas como um dispositivo de defesa que permite lidar com a incerteza nas decisões econômicas, uma vez que as escolhas humanas que impactam o futuro - tanto de famílias quanto de empresas - dependem pouco de cálculos matemáticos rigorosos, já que não há fundamentos sólidos para realizá-los. Dessa forma, o conhecimento corrente não é suficiente para a tomada de decisões que estejam envolvidas por incerteza, conforme Modenesi *et al.* (2013). Nessa perspectiva, convenções são pensadas por Keynes como uma construção mental, vinculada a um comportamento correspondente, a depender da confiança no processo (Dequech, 2011).

Tais dispositivos são estruturas de julgamentos interdependentes entre os indivíduos que contribuem para a determinação dos julgamentos individuais, sendo essa perspectiva, embora normativa, dinâmica, o que implica que seu conteúdo deve variar ao longo do tempo, de acordo com Davis (1997). Tal argumento converge com o que foi apontado por Keynes (1996). O autor afirma que convenções são em geral de curta duração, visto que são construídas sobre uma base precária de conhecimento, entretanto, caso haja convicção para que ela seja durável, ela tenderá a ser durável:

Uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, está sujeita a modificações violentas em consequência de repentinas mudanças na opinião suscitada por certos fatores que na realidade pouco significam para a renda provável, já que essa avaliação carece de raízes profundas que permitam sua sustentação (Keynes, 1996, p. 164).

Keynes (1996), ao argumentar que a taxa de juros é um fenômeno altamente convencional, apresenta uma relação entre a convicção em uma convenção e a sua duração: “Qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura, será duradoura” (p. 204).

Em sua obra, Keynes aborda o conceito de convenções e o coloca em um papel de evidência para o entendimento da sua teoria econômica. Dequech (2011) apresenta o conceito implícito de convenções presente nos escritos do autor e afirma que é possível admitir que estas possuem três características principais, indispensáveis para qualquer tipo de convenção: compartilhamento social, conformidade de um agente com a conformidade esperada dos outros e arbitrariedade. O autor aponta que Keynes expõe dois tipos de convenções: a projetiva e o julgamento convencional. A primeira apresenta-se como aquela com objetivo de assumir que o estado existente irá continuar indefinidamente, a menos que haja razões para esperar uma mudança. O segundo tipo deriva da analogia do “concurso de beleza keynesiano”⁴. Tal analogia mostra que as pessoas dedicam sua inteligência em antecipar a opinião média esperada, o que, de acordo com o autor, liga-se ao conceito de julgamento convencional desenvolvido por Keynes (1937).

Adicionalmente, Dequech (2011) argumenta que as convenções possuem uma cláusula de condicionalidade, visto que a adesão a esta é dependente da ausência de razões para não o fazer, ou seja, as pessoas não adotam incondicionalmente um padrão de projeção, no que diz respeito a convenção projetiva, o que diferencia as ideias de Keynes da hipótese tradicional de expectativas adaptativas.

Conforme apresentado pelo autor, a arbitrariedade está presente no conceito de convenções keynesiano pois uma avaliação que seria correta conforme a convenção prevalecente não pode ser exclusivamente correta, visto que o conhecimento existente não fornece base para uma expectativa matemática calculada. Portanto, as convenções são arbitrárias, em função da falta de conhecimento seguro em sua base, em razão de incerteza.

⁴ Keynes (1996) apresenta a metáfora do concurso de beleza a fim de exemplificar o comportamento convencional, o autor aponta que “o investimento por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm que escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias” (p. 166) onde o ganhador do prêmio seria o competidor que selecionasse a média das preferências dos competidores em conjunto, dessa forma “cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes” (*ibid.*). Nesse sentido, o autor aponta que “empregamos nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral” (*ibid.*).

Para Dequech (2011), o conceito de convenções desenvolvido por Keynes possui aspectos gerais e específicos. Pelos aspectos gerais, convenções são um padrão socialmente compartilhado de pensamento e comportamento que não são individuais e dependem da conformidade com a conformidade esperada dos outros agentes, e arbitrariedade.

Os aspectos específicos desse conceito explicam razões para a conformidade dos agentes a determinada convenção. O primeiro motivo é que elas são caracterizadas por profecias autorrealizáveis, de forma que, por exemplo, preços reais na bolsa de valores são vistos por Keynes como determinação da opinião média. Outro aspecto é a crença de que os outros agentes sejam mais bem informados. Em terceiro, devido a questões reputacionais, caso haja sanções nesse sentido, tendo em vista a percepção de Keynes de que é preferível – para a reputação – a falha convencionalmente estabelecida do que o sucesso de forma não convencional.

Dequech (2017) apresenta outras causas para a conformação com uma convenção, como o hábito, que ocorre sem muita deliberação consciente, de forma que o agente se conforma pois já havia feito no passado. Ademais, identifica o motivo do efeito coordenação e retornos crescentes da adoção de uma convenção, o que converge com o motivo de profecia autorrealizável. Outra razão exposta é a aversão à incerteza para a implementação de um novo modelo de pensamento. A legitimidade de uma convenção também possui um papel importante pois, caso seja vista como legítima, mais agentes se conformam. Aparência de naturalidade ou inevitabilidade são outros motivos pontuados pelo autor. Por fim, afirma que a falta de recursos ou poder para desviar da convenção vigente também apresenta um fator decisivo para a conformação a uma convenção.

A discussão sobre o conceito de convenção está ligada ao entendimento de como o conhecimento é absorvido pelo agente econômico. De acordo com Arestis *et al.* (2019), o conhecimento começa com o “*direct acquaintance*”, que é a absorção de dados e evidência por meio da habilidade inata de perceber fatos pela experiência. Tal processo oferece os dados que constituem o conhecimento direto, a base sobre a qual se formam as proposições, que Keynes (1926) define como conhecimento indireto. Essas proposições são as expectativas dos agentes acerca do futuro, produzido através de raciocínio indutivo. Os dados a partir dos quais os indivíduos adquirem conhecimento direto incluem uma crença compartilhada com outros indivíduos, ou seja, convenções. Dessa forma, segundo Arestis *et al.* (2019), uma convenção é uma convicção partilhada que prevalece ao longo do tempo, a qual os agentes

acrescem a seu conhecimento direto e utilizam na tomada de decisões, mesmo sem conhecimento seguro, enraizando o conceito.

Nota-se, portanto, o papel das convenções na construção do conhecimento utilizado para a tomada de decisões, ou seja, a função desempenhada por estas na composição das expectativas dos agentes econômicos acerca do futuro, que guia suas decisões. Terra e Goudard (2018) apontam como as convenções são uma premissa que o indivíduo busca apreender e entender para chegar no conhecimento indireto e, dessa forma, na tomada de decisão.

Fraga e Resende (2022) argumentam que o estado de confiança dos agentes é dependente das convenções. Assim, convenções aumentam o grau de completude do conjunto de premissas, influenciando o peso dos argumentos e confiança dos agentes em suas conclusões, conforme Resende (2023). Ademais, o autor argumenta que convenções são um mecanismo de indução de confiança que possuem um papel crucial em moldar as expectativas dos agentes privados e suas decisões de investimento. Nesse sentido, a convenção é um instrumento de coordenação de expectativas, que fornece informação a cada um do que os outros esperam resultar de um dado estímulo (Carvalho, 2014 p. 257).

A teoria keynesiana de formação de expectativas apoia-se em uma visão de mundo na qual a incerteza irreduzível acerca do futuro é um fator central, conforme Carvalho (2014), o que dialoga diretamente com o uso das convenções para suplantiar as lacunas deixadas por fatores puramente objetivos e matemáticos na formação das expectativas. O autor aponta que as expectativas não são endógenas, determinadas mecanicamente por fatores objetivos, as mesmas são formadas pelos indivíduos que estão imersos no contexto de incerteza. Ademais, adiciona na discussão o conceito de convenções, ao afirmar que é preciso reconhecer no mundo real que as expectativas tendem a convergir para valores que são amplamente compartilhados. Nesse sentido, as convenções seriam uma das formas de racionalidade sob efeito da incerteza utilizada pelos agentes econômicos no processo de decisão dos indivíduos. Dessa forma, as convenções se apresentam como dispositivos utilizados para enfrentar a incerteza.

Os membros da ECF definem o conceito de convenções em convergência com o exposto por Keynes. Erber (2011) utiliza uma definição de convenções oferecida por Orléan (2004), um dos expoentes da corrente francesa no estudo do tema, posteriormente contestada por Dequech (2017). Erber (2011) apresenta o conceito da seguinte forma: tem-

se uma convenção se dada uma população P, observa-se um comportamento C compartilhado pelos membros de P, onde cada membro de P acredita que demais seguirão C e tal crença fornece aos membros de P razões suficientes para adotar C. Dada tal definição, Carvalho (2014) aponta que para os membros da ECF qualquer comportamento compartilhado por um grupo de indivíduos define uma convenção, desde que estes aceitem a regra de comportamento que a define.

Porém, a ideia de convenções da ECF e compartilhada por seus adeptos, difere da keynesiana, pois aos segundos interessa apenas a convenção dominante, enquanto aos primeiros a convivência e a concorrência entre convenções diversas são o tema principal, como proposto por Carvalho (2014). Ou seja, na obra de Keynes este conceito inclui apenas o modo pelo qual a economia parece funcionar, enquanto para a ECF se trata de algo mais especializado, que inclui hipóteses comuns a respeito da operação efetiva da economia e uma hierarquia de fins. Assim, há uma visão comum acerca do funcionamento de uma economia de mercado, além do estabelecimento de uma hierarquia definidora de solução para eventuais intervenções externas.

Modenesi *et al.* (2013) ressaltam que convenções, como produto das ações humanas, não são livres das vontades e interesses individuais que envolvem sua formação, de forma que a construção de uma convenção é um processo no qual diferentes grupos de interesse buscam impor suas visões com objetivo da manutenção ou melhora de sua posição. Assim sendo, uma convenção nunca é neutra.

3. Taxa De Juros, Política Monetária e Convenção Pró-Conservadorismo no Brasil

No capítulo 12 da Teoria Geral (1996), Keynes apresenta o conceito de convenções, através da introdução da convenção projetiva e do julgamento convencional. Para esta primeira, o autor afirma que o método convencional de cálculo citado será compatível com um considerável grau de continuidade e estabilidade nos negócios, enquanto haja crença em sua continuação. A segunda é apresentada através da analogia do concurso de beleza keynesiano, explicado na seção anterior. O referido capítulo diz respeito ao estado de expectativa a longo prazo e deixa evidente que as convenções possuem um papel primordial na formação das expectativas, visto que atuam como dispositivos de mitigação da incerteza percebida pelos agentes econômicos.

No capítulo 15, Keynes (1996) aponta que a taxa de juros é um fenômeno altamente convencional:

Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê. Qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como duradoura provavelmente será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado. (p. 188)

No caso do Brasil, a taxa de juros de curto prazo é anunciada pelo Banco Central do Brasil e mantida no nível anunciado através da venda e compra de títulos em operações de mercado aberto. O funcionamento normal da política monetária exige a existência de uma continuidade das expectativas sobre a evolução futura das taxas de curto prazo, visto que nas operações de mercado o BC precisa convencer os bancos comerciais de que é interessante para estes a realização de compras ou vendas de títulos públicos, conforme Modenesi *et al.* (2013).

Entretanto, enquanto essa competência da taxa de juros está sob o controle do BC, a taxa de juros de longo prazo possui uma determinação mais complexa, de acordo com Modenesi *et al.* (2013). Pois esta depende, pela teoria das expectativas da estrutura temporal das taxas de juros, da média ponderada dos valores atuais e valores futuros esperados da taxa de juros de curto prazo. Ou seja, as taxas de juros de longo prazo dependem das expectativas dos mercados financeiros sobre os valores futuros das taxas de juros de curto prazo. Ou ainda, como aponta Moore (1988), a taxa de longo prazo depende da expectativa acerca da política monetária futura.

Nesse sentido, as expectativas sobre a política monetária futura, ou das taxas de juros de curto prazo, são formadas de acordo com uma taxa de referência, de acordo com Modenesi *et al.* (2013). Na teoria neoclássica essa taxa se apresenta como a taxa natural de juros, que é compatível com inflação constante, em outras palavras, é o valor da taxa de juros prevalecente quando a economia está operando sob a “*non-accelerating inflation rate of unemployment*” (NAIRU). Do ponto de vista keynesiano, a ideia de uma taxa de juros natural é enganosa, pois se baseia na noção de que o produto potencial é independente da procura agregada. Para os autores adeptos da visão keynesiana, a expectativa acerca do comportamento futuro da política monetária é determinada por uma convenção (*ibid.*). Nas ideias de Keynes, tais expectativas dependem da “taxa de juros segura”, que é o valor da taxa que o público acredita que prevalecerá no longo prazo, portanto, é uma convenção social – uma crença partilhada sobre qual valor a taxa tende a flutuar ao longo do tempo.

Dessa forma, Modenesi *et al.* (2013) apontam que o BC será capaz de influenciar as taxas de juros futuras se for capaz de induzir mudanças nas expectativas sobre o nível da “segura”, ou seja, uma mudança na convenção prevalecente sobre o valor desta taxa. Caso o BC não seja capaz de operar tal mudança, uma redução na taxa de juros de curto prazo irá produzir expectativas de aumento das taxas de juros de curto prazo em um futuro próximo.

A condição fundamental para que o BC consiga influenciar a taxa de juros de longo prazo é que a política monetária praticada possua credibilidade. Entretanto, essa construção de credibilidade não significa que a autoridade monetária deve ter como objetivo único a estabilidade de preços, conforme proposto pela teoria neoclássica. Significa, na verdade, que o BC precisa fazer com que os agentes econômicos acreditem que a política monetária vigente é compatível com o interesse público, conduzida com forte convicção por uma autoridade que dificilmente será substituída. Dessa forma, há continuidade nas expectativas acerca da política monetária futura, conforme Modenesi *et al.* (2013). Assim, consoante com Keynes (1996), as convenções prevalecentes sobre o valor da taxa de juros “segura” poderiam ser alteradas se o público compreendesse que a política é conduzida de forma lógica e determinada pelo BC.

Na teoria keynesiana, a taxa básica de juros é vista como “o governador de todo o sistema”, sendo a principal ferramenta de política monetária e agindo sobre as preferências de liquidez dos agentes, definindo as taxas de juros praticadas no mercado. Visto que a taxa de juros é um fenômeno convencional, o BC deve construir uma convenção positiva acerca de como pretende administrá-la ao longo do tempo, de acordo com Arestis *et al.* (2019). Para Keynes (1996), uma política monetária que se apresente como experimental ou passível de mudança para o público possui grandes chances de falhar.

Na visão de Keynes, o prêmio de liquidez está inversamente relacionado com a confiança que o agente tem em suas estimativas dos retornos totais na detenção de ativos, sendo que tal confiança está amparada pelos cálculos dos indivíduos e pelas convenções, conforme Dequech (2003). Nota-se que a taxa de juros é determinada, na visão keynesiana, pela preferência pela liquidez dos agentes, e, como ela é um fenômeno convencional, seu valor corrente depende de seu valor futuro esperado, consoante ao mencionado anteriormente. Portanto, é possível observar a aproximação que a preferência pela liquidez dos agentes detém com as convenções de política monetária prevalecentes.

Os altos valores das taxas reais de juros brasileiras desde a estabilização de preços promovida pelo Plano Real são alvo de questionamentos por parte de Bresser-Pereira *et al.* (2020). Os autores apontam que embora existam fatores utilizados para justificar tais níveis, os quais serão apresentados a seguir, estes seriam secundários. A principal explicação para os níveis elevados da taxa real de juros é a existência de uma convenção conservadora de política monetária no Brasil, conforme formulado por Bresser-Pereira e Nakano (2002), Erber (2011) e Lara Resende (2017).

Os argumentos geralmente utilizados nas justificativas dos altos valores da taxa de juros são, de acordo com Bresser-Pereira *et al.* (2020), questionáveis ou insuficientes. O motivo amplamente utilizado é que os canais de transmissão da política monetária estariam “entupidos” em função de uma série de fatores, o que faz com que a autoridade monetária tenha que elevar a taxa de juros excessivamente para administrar a demanda agregada.

O primeiro motivo que prejudica os canais de transmissão é o peso dos preços administrados no IPCA (índice oficial de inflação), pois estes são insensíveis às condições de mercado. O segundo motivo seria a alta presença de crédito direcionado do BNDES, entretanto, Bresser-Pereira *et al.* (2020) apontam que o crédito direcionado possui um peso pequeno no período analisado, sendo responsável por uma média de 5,1% do crédito total entre 2011 e 2014 e 2,8% entre 2015 e 2018. O terceiro motivo é a indexação financeira, como parte da riqueza financeira do Brasil está indexada à taxa Selic, cria-se um efeito riqueza invertida (Pastore, 1996), onde um aumento da taxa de juros gera um rendimento positivo que pode traduzir-se em um aumento da demanda agregada. O quarto motivo é que, devido à deformação da dívida pública brasileira, em vista de sua indexação em partes à Selic, o Tesouro Nacional percebe-se um refém do mercado financeiro para emissões de títulos e rolagem da dívida pública (Oreiro e Paula, 2011). O quinto motivo é que, com a taxa Selic cumprindo um papel duplo, de rolagem da dívida pública e instrumento de política monetária, a fragilidade das finanças públicas torna a taxa excessivamente elevada. O sexto motivo é a existência de uma baixa taxa de poupança no país e um elevado risco-país, no entanto Bresser-Pereira *et al.* (2020) demonstram que países com taxas de poupança e risco-país semelhantes ao Brasil possuem taxas de juros mais baixas.

Tais argumentos apresentados para justificar as elevadas taxas de juros são em geral insuficientes, de acordo com Bresser-Pereira *et al.* (2020). Os únicos argumentos que os autores utilizam na explicação principal para estes elevados níveis é a existência de uma ampla indexação financeira e o efeito contágio bidirecional da dívida pública com a política

monetária. Como mencionado previamente, o fator chave para tais níveis de taxa de juros é a existência de uma convenção pró-conservadora de política monetária.

Modenesi *et al.* (2013) concordam com a existência dessa convenção pró-conservadora como a explicação chave para a manutenção de tais níveis da taxa de juros mesmo após o abandono da âncora cambial em 1999, a melhora nas contas externas e a adoção de uma política fiscal restritiva. Os argumentos de Bresser-Pereira *et al.* (2020) e Modenesi *et al.* (2013) convergem nesse sentido e na concordância do papel da peculiaridade da dívida pública brasileira na conservação de tais níveis. Tal peculiaridade da dívida pública brasileira, junto ao processo de arbitragem, geram uma igualdade entre a taxa de juros de longo prazo dos títulos governamentais e a taxa do mercado interbancário. Consequentemente, a taxa determinada pelo BC passa a ser determinada pela taxa de longo prazo, pois a indexação de parte dos títulos à Selic gera um título de duração zero.

Devido a essa peculiaridade institucional da dívida pública brasileira, a convenção sobre a taxa de juros de longo prazo tem efeito direto de contágio sobre a taxa de juros de curto prazo, de acordo com Modenesi *et al.* (2013), o que significa que se a convenção estabelecida acerca da taxa de longo prazo for mais rígida, há menos liberdade para o BC definir as taxas de curto prazo.

Ao apresentar a hipótese de existência de uma convenção pró-conservadorismo da política monetária brasileira, Lara Resende (2017) adiciona duas sub-hipóteses. A primeira é a existência de uma coalizão de interesses de classe de rentistas-financeiros e a segunda se refere ao efeito contágio bidirecional da dívida pública entre o mercado de reservas bancárias e de títulos públicos. Bresser-Pereira *et al.* (2020) argumentam, em convergência com a primeira sub-hipótese, que a prevalência de altas taxas de juros reais no Brasil por décadas levou à formação de uma coalizão de interesses dos rentistas-financeiros, cujo objetivo está vinculado à manutenção de taxas de juros elevadas, o que resulta em um processo de “financeirização pelos ganhos de juros”.

A coalizão de interesses rentistas-financeiros, enraizada em torno do binômio juros elevados e taxa de câmbio valorizada, é benéfica à classe dos rentistas e ao BC. Aos primeiros tem-se um ganho financeiro e ao segundo um benefício reputacional, pois se consolida como um Banco conservador cujo prestígio está ancorado no cumprimento de suas metas de inflação com auxílio da taxa de câmbio valorizada (Erber, 2011).

O uso de elevadas taxas de juros para o controle da inflação faz com que os agentes econômicos, incluindo o BC, comecem a compartilhar uma convenção de que abaixar a taxa comprometerá o custoso processo de estabilização de preços que ocorreu nos anos 1990, tendo a inflação crônica e elevada criado um sentimento socialmente compartilhado de que a redução da taxa de juros seria uma ameaça para a estabilidade inflacionária, de acordo com Modenesi *et al.* (2013). Corrêa (2010) argumenta que essa convenção possui as três características apresentadas por Dequech (2011), há compartilhamento social, no entendimento de que a taxa deve permanecer elevada, há conformidade com a conformidade de terceiros, de forma que os indivíduos concordam com o patamar elevado da taxa, pois os outros o fazem, e há arbitrariedade, com os agentes optando por seguir um rumo mais lento de ajuste da taxa Selic diante da incerteza.

O excesso de conservadorismo na condução da política monetária, mantendo a taxa de juros em um nível elevado, atende aos interesses dos rentistas, os quais se beneficiam das políticas de austeridade monetária, de acordo com Feijó e Araújo (2024). A credibilidade da política monetária e a reputação da autoridade monetária são requisitos para o êxito do controle da inflação sob o Regime de Metas. A formação e expectativas econômicas em um cenário em que os agentes admitem que elevações na inflação, independente da sua fonte, geram elevações na taxa de juros, reforça o movimento pró-conservador na manutenção de um viés altista da taxa de juros.

Em diálogo com os autores que expõem a hipótese da existência de uma convenção pró-conservadorismo na condução da política monetária, Modenesi (2008) estima a função reação do BC para o período de 2000 a 2007. O autor encontra que há uma elevada inércia na taxa de juros básica e um elevado nível de equilíbrio, ou seja, da taxa “neutra”, constatando a existência da convenção conservadora. Foi identificado uma alta autocorrelação na taxa de juros, de forma que as autoridades monetárias atribuem pouca importância para o estado atual da economia na determinação da taxa. Ademais, a constante da função reação estimada é elevada, 14,81. Argumenta-se que seria necessária uma deflação crônica e de grandes proporções para que o BC fixasse a Selic em um patamar razoável, próximo às taxas básicas praticadas internacionalmente. Tais resultados corroboram o argumento de Nakano (2006) de que a autoridade monetária incorpora a convenção de que há um elevado piso para a taxa de juros no Brasil.

Os financistas brasileiros se acostumaram com uma taxa de juros real elevada, de forma que as expectativas de aumento inflacionários refletem o desejo destes de que a taxa

de juros aumente e se mantenha elevada, conforme Feijó *et al.* (2022). Ademais, apontam que a utilização da taxa de juros como instrumento de combate de processos inflacionários de custo, faz com que o uso do instrumento tenha de ser viesado para cima, para ter efeito sobre a inflação (que não é de demanda). Tal comportamento alimenta a convenção de um nível excessivamente elevado de juros, e esse resultado beneficia a classe de rentistas. Uma convenção de juros elevados mantém a economia com um baixo ritmo de crescimento e baixa taxa de investimento, o que resultou em um retrocesso da matriz produtiva e estagnação da produtividade, contribuindo para perpetuar as pressões de custos sobre os preços e o patamar elevado das taxas de juros.

Feijó *et al.* (2022) adicionam que o compromisso do BC de garantir a convergência da inflação para a meta no ano-calendário⁵ via taxa de juros produz uma correlação positiva entre aumentos no nível de preços e a formação de expectativas de políticas monetárias contracionistas. Tal comportamento estabelece um nível “normal” de taxa de juros em um patamar elevado, resultando numa convenção de política econômica que combina baixo crescimento e altas taxas de juros. Ademais, apontam que a busca de credibilidade da política monetária baseada em uma regra rígida pode levar à captura do BC pelos interesses do setor financeiro, aumentando a concentração de renda e riqueza.

Modenesi (2013) argumenta que a ascensão do liberalismo econômico como doutrina global se somou ao descontentamento doméstico com os resultados do desenvolvimentismo na “década perdida”⁶, com baixo crescimento e aceleração inflacionária, o que abriu espaço para a ascensão do modelo neoliberal no Brasil, de forma que houve uma passagem da convenção de crescimento para a convenção de estabilidade, como desenvolvida por Castro (1993). Sendo a primeira convenção vigente no país entre o pós-Segunda Guerra e o final da

⁵ Conforme Decreto nº 12.079 de 26 de junho de 2024 (2024), a partir de 2025 a meta ano-calendário foi substituída pela contínua. Ministério da Fazenda (2024), Nota à Imprensa publicada pelo Ministério da Fazenda, aponta que a mudança no horizonte da meta permite que a autoridade monetária comunique com maior precisão os prazos estimados para convergência da inflação, balizando de maneira mais apropriada as expectativas, além de oficializar prática já usual.

⁶ Modenesi (2013) utiliza o conceito de “década perdida” para se referir à década de 1980 devido aos “resultados medíocres do modelo desenvolvimentista” (p. 9) e afirma que este fenômeno abriu espaço para a ascensão do liberalismo econômico. Essa interpretação converge com a de Castro (1993) que, de forma pioneira, utiliza o conceito de convenções para fazer uma análise da economia brasileira desde os anos 1930 até os anos 1980, se referindo a essa última como “década tortuosa”. Castro (1993) aponta que entre 1930 e 1980 havia uma ampla aceitação de uma convenção pró-crescimento da economia, o que estimulou o *animal spirits* dos agentes econômicos. Entretanto essa convenção foi dissolvida devido ao amplo pessimismo que tomou a economia brasileira após “doze anos de uma crise destrutiva” (p. 25) que levou o país a “regressar ao estágio de subdesenvolvimento que estava a pouco de ser superado nos anos 1980” (*ibid.*) de forma que “a lacuna tecnológica entre o Brasil e as economias avançadas se ampliou no espectro das atividades industriais e de serviços” (*ibid.*).

década de 1980, e a segunda tendo conquistado seu espaço a partir dos anos 1990, em um contexto de liberalização dos fluxos comerciais e financeiros. Após anos de inflação alta e crescente, a estabilidade de preços é vista como um “bem em si mesmo”, o que foi utilizado como uma das justificativas para se tolerar as elevadas taxas de juros no Brasil.

Embora a estabilidade de preços seja apresentada como um “bem em si mesmo”, com característica de um bem público, e essa seja uma das justificativas para a adoção de políticas monetárias restritivas centradas no combate à inflação, tal política fundamenta-se em um tripé macroeconômico assimétrico, que prioriza a política monetária. Além disso, essa política não é neutra do ponto de vista distributivo, apresentando ganhadores e perdedores bem definidos, de acordo com Erber (2011). O autor aponta dentre os perdedores, os devedores, como o Estado brasileiro. Dentre os beneficiários se destaca o sistema financeiro, cujo balanço consolidado demonstrou que o volume de lucros líquidos triplicou entre 2003 e 2007.

Bresser-Pereira *et al.* (2020) apresentam dois canais pelos quais a coalizão de interesses rentistas-financeiros pode afetar a taxa de juros. O primeiro é através do Relatório Focus, pelo qual o BC apura as previsões do mercado financeiro sobre indicadores econômicos. Oreiro e Passos (2005) apontam que o sistema financeiro pode influenciar o BC pela revisão de suas expectativas acerca da inflação. Nota-se que, em geral, a taxa de inflação esperada pelos mercados financeiros é mais elevada do que a efetiva. O segundo canal diz respeito à ligação entre o mercado financeiro e o Tesouro Nacional (TN) no processo de negociação de títulos públicos, com o mercado financeiro exercendo seu poder para pressionar o TN e torná-lo refém para a emissão e renovação da dívida pública.

4. Financeirização no Brasil

A financeirização é um padrão sistêmico de riqueza em vigor no capitalismo desde o colapso do acordo de Bretton Woods, de acordo com Braga *et al.* (2017). Tal padrão envolve a valorização dos ativos financeiros para além das operações realizadas por entidades financeiras, envolvendo as famílias e empresas produtivas, afetando as decisões de empréstimo, gastos e alocação de riqueza entre diferentes classes de ativos, com diferentes graus de liquidez e retornos esperados.

Os autores apontam que o fim do acordo de Bretton Woods resultou em mudanças que permitiram a consolidação da financeirização como padrão sistêmico de riqueza, como

o envolvimento da riqueza de famílias e companhias com ativos financeiros e a existência de novas formas de definir, administrar e adquirir riqueza sob o domínio da lógica financeira. Esse padrão sistêmico de riqueza influenciou fortemente a dinâmica das economias, pelo aumento da importância do valor de ativos financeiros sobre decisões de investimento e de gastos. Nesse sentido, os autores apontam que há uma tendência inevitável para o aumento da instabilidade financeira e crises, pois as decisões de despesas e empréstimos tornam-se cada vez mais sensíveis aos preços atuais e esperados dos ativos financeiros, o que determina mudanças na produção, renda e nível de emprego.

Nota-se, nesse sentido, o maior peso que as convenções financeiras passam a ter sobre os ciclos econômicos, uma vez que os valores esperados de ativos financeiros passam a ter grande relevância nas decisões econômicas. Dequech (2011) aponta que na visão das convenções de Keynes, a arbitrariedade é reforçada no caso do funcionamento do mercado financeiro, pois uma avaliação convencional estabelecida como resultado da avaliação de muitos indivíduos ignorantes está sujeita a mudar violentamente em função de uma súbita flutuação de opinião – ainda que em função de fatores que não fazem diferença no rendimento prospectivo.

Bresser-Pereira *et al.* (2020) apontam que a principal característica do desenvolvimento do capitalismo *finance-led* reside no descolamento entre a acumulação financeira e o investimento produtivo. Para Epstein (2005) a financeirização reside no papel crescente dos motivos financeiros, dos mercados financeiros, dos agentes financeiros e das instituições financeiras no funcionamento das economias nacionais e internacionais. Becker *et al.* (2010) argumentam que a financeirização reduz a autonomia da nação, na formulação de políticas econômicas independentes das condições internacionais ou em uma conexão com uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo consistente com as condições produtivas.

Paula e Bruno (2017) afirmam que em um quadro de um regime de política econômica liberal, com a liberalização comercial de 1990 e financeira de 1992, a financeirização tornou-se um regime de acumulação com ganhos de juros, substituindo o antigo regime monetário de acumulação com ganhos inflacionários. Tal processo foi estimulado pela liberalização financeira em termos de fluxo de capital e sua natureza especulativa. Bresser-Pereira *et al.* (2020) argumentam que em razão das altas taxas de juros e alto endividamento público, o processo de financeirização no Brasil aumentou, visto que ocorre principalmente pelos ganhos de juros sobre títulos públicos. Ademais, o regime de

financeirização prevalecente no Brasil difere do regime de financeirização de ganhos de dividendos, presente nas economias desenvolvidas.

Feijó e Araújo (2024), em convergência com Bresser-Pereira *et al.* (2020), argumentam que o processo de financeirização brasileiro se dá em grande medida pela indexação dos títulos da dívida pública à taxa de juros, sendo essa uma característica peculiar da economia brasileira, visto que os títulos públicos possuem uma anomalia, que os tornam uma quase-moeda. As autoras apontam que a busca pela ancoragem das expectativas pela da autoridade monetária leva à financeirização. Isso ocorre, pois, a política monetária impacta a preferência pela liquidez dos agentes e suas alocações de portfólio, em função da não-neutralidade da moeda no curto ou longo prazo. Nesse sentido, políticas monetárias que propõem níveis de taxas de juros elevadas estimulam a preferência por ativos mais líquidos, alimentando a circulação financeira. Ou seja, tais políticas, ao elevarem a preferência por liquidez da economia, desestimulam o investimento produtivo e acentuam o processo de estagnação.

O processo de financeirização brasileiro está associado à integração nos mercados financeiros internacionais, aprofundado em 1990 com a abertura da conta de capitais e em 2000 com a consolidação do tripé macroeconômico, centrado no Regime de Metas de Inflação, de acordo com Feijó e Araújo (2024). As autoras apresentam o processo de financeirização dividido em quatro períodos, o que contrasta com Bresser-Pereira *et al.* (2020), que vê tal processo como sendo fruto do regime de acumulação de juros. Os quatro períodos apresentados são: (i) durante a primeira década dos anos 2000, a taxa de juros foi o principal eixo de financeirização; (ii) entre 2011 e 2017, o mercado de crédito assumiu centralidade; (iii) de 2017 a 2020, a financeirização ocorre devido à dinâmica do mercado de capitais; (iv) a partir de 2021 há um retorno da taxa de juros como eixo de acumulação rentista, em função da elevação da taxa de juros básica da economia brasileira.

Nota-se que quando a taxa de juros de curto prazo sofre uma queda, abre-se espaço para outras formas de acumulação no processo de financeirização, entretanto elas não se sustentam, em virtude do efeito sobre a taxa de câmbio. Feijó e Araújo (2024) apontam que diversos autores mostram como o câmbio é um importante componente no mecanismo de transmissão da política monetária para os preços. Dessa forma, dada a forte ligação entre desvalorizações cambiais e inflação, as autoras afirmam que não é surpreendente o fato de que a política monetária brasileira tenha sido gerida principalmente para apreciar o Real e controlar a inflação.

Nesse sentido, a convenção pró-conservadora de condução da política monetária, que mantém a economia com elevadas taxas de juros e uma taxa de câmbio com tendência a apreciação, resulta em baixo crescimento da economia, baixas taxas de investimento, acarretando o retrocesso da matriz produtiva e estagnação da produtividade.

A convenção conservadora na condução da política monetária se tornou algo visto como natural, em função da taxa de juros ter se mantido em um nível elevado durante um longo período, de forma que emergam receios acerca da redução de seu nível, de acordo com Bresser-Pereira *et al.* (2020). Para Erber (2011), essa restrição da política monetária deve ser explicada principalmente pela perspectiva da economia política, visto que a questão da redução da taxa de juros não é um problema exclusivamente macroeconômico, mas um resultado da formação de coalizões de classes destinadas a manter a taxa de juros real elevada.

Dessa forma, a manutenção das taxas de juros reais elevadas por décadas no Brasil, sob a presença do circuito *overnight*, levou à criação de uma taxa de juros elevada e convencionalmente “segura” e à crença na continuidade de taxas elevadas. Esse ciclo vicioso contribui enormemente para o desenvolvimento do processo de financeirização da economia brasileira através da receita de juros, uma característica central da forma de capitalismo rentista-financeiro predominante no país.

No processo de financeirização, as instituições e elites financeiras obtêm maior influência sobre a política econômica e seus resultados, conforme Bresser-Pereira *et al.* (2020). Bruno e Caffé (2015) argumentam que para o surgimento e desenvolvimento do fenômeno da financeirização são necessárias estruturas institucionais permissivas, nas quais tornem-se possível sua reprodução no plano econômico, incluindo a formatação e condução da política econômica e o aval do Estado, de forma que a acumulação financeira seja dominante com relação à acumulação de capital nos demais setores de atividade.

Bresser-Pereira *et al.* (2020) apresentam um índice de financeirização, calculado com base na relação entre estoque total de ativos financeiros não-monetários sobre o estoque total de capital fixo da economia, que demonstra uma tendência crescente da financeirização ao longo do tempo. Entre os anos 1970 e 1980, o índice era de 1,06, ou seja, para cada real aplicado em atividade produtiva, 1,06 reais eram aplicados em ativos financeiros. Entre os anos 1981 e 1994, o índice foi de 2,04, o período denominado pelos autores de “financeirização pelos ganhos inflacionários”. Por fim, entre o período de 1995 e 2018 o índice é de 8,63, percebe-se um crescimento expressivo em relação ao período anterior de

análise. Os autores apontam que é possível observar um descolamento entre a acumulação rentista-financeira e a taxa de acumulação de capital fixo produtivo, o que caracteriza o processo de financeirização.

Uma das características principais da financeirização brasileira é a integração financeira subordinada, ligando a financeirização doméstica aos fluxos de capital internacional, de acordo com Kaltenbrunner e Paineira (2018) e Bonizzi, Kaltenbrunner e Powell (2020). O processo de integração financeira internacional através da liberalização da conta de capitais e financeira demonstra-se assimétrico, visto que se apresenta como a integração entre parceiros desiguais, pois os fluxos de capitais dependem de fontes exógenas para os países emergentes e estes tornam-se vulneráveis à volatilidade de tais fluxos. Ademais, é um processo assimétrico do ponto de vista da inserção marginal de ativos das economias emergentes nas carteiras globais, pois contribuiu para maior vulnerabilidade macroeconômica e instabilidade, em função do comportamento pró-cíclico de tais fluxos, de acordo com Paula *et al.* (2017).

A financeirização de economias capitalistas emergentes é fundamentalmente influenciada pela natureza subordinada de sua integração internacional, conforme Bonizzi, Kaltenbrunner e Powell (2020). A subordinação financeira afeta o processo de financeirização devido a uma série de fatores⁷, como a natureza dos fluxos de capitais recebidos por tais economias, a volatilidade desses fluxos, o amplo endividamento em moeda estrangeiros pelos países, acúmulo de reservas cambiais pelos bancos centrais, financeirização da elite e saída do capital.

Bresser-Pereira *et al.* (2020) argumentam que tal subordinação molda a relação dos agentes com os mercados financeiros por operações *carry-trade*, as quais exploram o diferencial das taxas de juros, em função das elevadas taxas domésticas em comparação com países desenvolvidos. Os autores apontam que a conexão com a financeirização da economia brasileira se dá pela política de acumulação de reservas internacionais e pelo uso intensivo

⁷ Os autores argumentam que a subordinação financeira implica que os fluxos de capitais para as economias emergentes são predominantemente de curto prazo e buscam retornos financeiros ao invés de assumir riscos produtivos de longo prazo. A dominância de operações de curto prazo torna esses fluxos altamente voláteis. O endividamento em moeda estrangeira por corporações não financeiras afeta este processo pois há um aumento da vulnerabilidade a mudanças na taxa de câmbio. Ademais, os autores apontam que o acúmulo de reservas pelos bancos centrais representa riqueza que é canalizada para mercados financeiros globais. Os lucros obtidos pelas elites, juntamente com elevadas taxas de retorno financeiro doméstico levaram à financeirização da elite e a uma grande saída de capital devido ao investimento deste recurso em economias avançadas.

das operações compromissadas do BC, cujo objetivo é calibrar a liquidez do mercado de reservas bancárias.

Os efeitos perversos da financeirização no Brasil são, de acordo com Bresser-Pereira *et al.* (2020): primeiramente a elevação da preferência pela liquidez dos detentores de capital, reduzindo a formação bruta de capital fixo, em vista da competição dos ativos financeiros, os quais oferecem alto rendimento em comparação com a rentabilidade esperados dos investimentos produtivos, consequentemente a financeirização leva à expansão da importância do setor financeiro em detrimento da economia real, conduzindo o país à estagnação. O segundo efeito perverso é o aumento da concentração pessoal de renda e riqueza, em função dos ganhos de juros elevados, lucros e dividendos para os segmentos do topo da pirâmide de renda.

A tendência à financeirização crescente da economia brasileira, com a existência de um grande volume de aplicações financeiras com remuneração denominadas à taxa básica de juros, faz com que a política monetária seja pouco eficiente no país, sendo essa uma das razões para país ter uma taxa de juros muito elevada, pois requer maiores taxas para ter o mesmo efeito sobre as decisões de alocação de renda e riqueza dos agentes. Sendo isso, junto à convenção pró-conservadora de condução da política monetária as principais razões para a manutenção de taxas em níveis tão elevados, quando comparadas com o cenário internacional.

Uma taxa de juros em um patamar convencionalmente elevado aumenta a preferência pela liquidez dos agentes econômicos, de forma a inibir o investimento produtivo e constranger a demanda agregada. Dessa forma, a economia, à medida que se financeiriza pelo processo de acumulação de riqueza financeira, tende à estagnação de seu crescimento, com redução da formação bruta de capital fixo e concentração de renda.

Nota-se que o processo de financeirização ocorre em grande parte em função do benefício que este apresenta para as elites financistas-rentistas, assim como apresentado anteriormente. De forma que há uma constelação de interesses, estruturada ao longo do tempo em torno de combinações de altos juros e câmbio valorizado. Nesse sentido, constata-se a existência de uma convenção de estabilidade, antagônica à convenção anterior de crescimento, como apontado por Castro (1993) e Erber (2011). Perceber a estabilidade de preços como um “bem em si mesmo” atua como a principal justificativa para a austeridade praticada pelas autoridades monetárias, que adotam uma convenção pró-conservadora,

centrando o objetivo da política econômica no combate à inflação, o que caracteriza o tripé macroeconômico adotado desde 1999.

5. Considerações Finais

As convenções demonstram-se uma instância fundamental para a compreensão das engrenagens do sistema econômico, tendo em vista o seu papel basilar na formação das expectativas dos agentes econômicos e suas decisões, em um contexto de incerteza fundamental. Keynes (1996) apresenta dois tipos de convenções em sua obra, a convenção projetiva e o julgamento convencional. Dequech (2011), em convergência com o apresentado por autores expoentes da ECF, aponta que todas as convenções possuem três características essenciais: compartilhamento social, conformidade de um agente com a conformidade esperada dos outros e arbitrariedade.

Para Keynes (1996), a taxa de juros é uma variável altamente convencional. De forma que embora as taxas de juros de curto prazo sejam determinadas com facilidade pelas autoridades monetárias, as taxas de longo prazo detêm uma determinação mais complexa, dependente das expectativas acerca da política monetária futura e, portanto, da convenção acerca da taxa de juros “segura” da economia. Para que o BC possa influenciar a taxa de longo prazo, é necessário credibilidade, mas não no sentido da busca única de estabilidade de preços e sim com uma política compatível com o interesse público, como apontam Modenesi *et al.* (2013).

A política monetária brasileira é regida por uma convenção pró-conservadora, como demonstrado pelas elevadas e inflexíveis taxas de juros, sustentada pela existência de uma coalizão de interesses de classe de rentistas-financeiros e pelo efeito contágio bidirecional da dívida pública com o mercado de reservas bancárias (Bresser-Pereira *et al.*, 2020). Essa convenção levou os financeiros brasileiros a se acostumarem com a taxa de juros real elevada, considerada “segura”. Ademais, o compromisso do BC com a convergência da inflação com a meta produziu uma correlação positiva entre o nível de preços e a expectativa de políticas monetárias contracionistas (Feijó *et al.*, 2022).

Nesse contexto de economias altamente financeirizadas, nas quais os valores de ativos financeiros possuem elevado peso nas decisões de investimento e produção, e em que as decisões de despesas e empréstimos se tornam mais sensíveis aos preços atuais e esperados destes ativos, percebe-se a importância da consideração acerca das convenções correntes e

seu impacto sobre as flutuações de produção e emprego. Em virtude da natureza altamente arbitrária das convenções financeiras (Dequech, 2011), passa a haver maiores flutuações na economia real devido à volatilidade dos preços dos ativos financeiros, em um mercado pautado pelo comportamento especulativo.

O regime prevalecente de financeirização do Brasil ocorre por receitas de juros (Bresser-Pereira *et al.*, 2020). Tal processo foi estimulado pela liberalização financeira em termos de fluxo de capital e sua natureza especulativa, ocorrida nos anos 1990. Com as elevadas taxas de juros praticadas pela política monetária e o aumento do endividamento público via peso dos juros para rolar a dívida, ocorreu uma aceleração no processo de financeirização a partir de 1995.

Em síntese, percebe-se como a convenção pró-conservadora na condução da política monetária fortalece o processo de financeirização vigente no Brasil, visto a tendência à manutenção de taxas de juros reais elevadas. A política monetária, nesse sentido, através do regime de metas de inflação e da manipulação da taxa de juros, não é neutra do ponto de vista distributivo e funciona, em primeiro lugar, por meio da distribuição de renda e riqueza e, eventualmente, pode afetar o gasto agregado e a atividade econômica (Feijó e Araújo, 2024). Nota-se, portanto, que o processo de financeirização possui efeitos perversos sobre a economia nacional, como a redução da formação bruta de capital fixo, causando estagnação no crescimento econômico e a concentração de renda.

Referências

- Arestis, P., Filho, F. F., Resende, M. F., & Terra, F. B. (2019). Brazilian Monetary and Fiscal Policies from 2011 to 2017: Conventions and Crisis. *Challenge*, 62(3), 187–199. DOI: 10.1080/05775132.2019.1606540
- Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., & Weissenbacher, R. (2010). Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition & Change*, 14(3-4), 225-247. DOI: 10.1179/102452910X12837703615337
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., & Powell, J. (2020). Subordinate financialization in emerging capitalist economies. In: *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 177-187). Routledge. DOI: 10.4324/9781315142876

- Braga, J. C., de Oliveira, G. C., Wolf, P. J. W., Palludeto, A. W. A., & de Deos, S. S. (2017). Por uma economia política da financeirização: teoria e evidências. *Economia e Sociedade*, 26 (spe), 829-856. DOI: 10.1590/1982-3533.2017v26n4art1
- Decreto nº 12.079 de 26 de junho de 2024 (2024). Estabelece nova sistemática de meta para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária. *Diário Oficial da União*, seção 1 edição extra A, p. 1. <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/2024/decreto-12079-26-junho-2024-795845-publicacaooriginal-172205-pe.html>
- Ministério da Fazenda (2024). Nova sistemática de meta para a inflação. https://www.gov.br/fazenda/pt-br/canais_atendimento/imprensa/notas-a-imprensa/2024/junho/nova-sistemica-de-meta-para-a-inflacao-1
- Bresser-Pereira, L. C. (1976). Da macroeconomia clássica à keynesiana. São Paulo. <https://www.bresserpereira.org.br/index.php/academic-papers/7432-649>
- Bresser-Pereira, L. C., & Nakano, Y. (2002). A Strategy of Development with Stability. *Brazilian Journal of Political Economy*, 22, 533-563. DOI: 10.1590/0101-31572002-1246
- Bresser-Pereira, L. C., Paula, L. F. D., & Bruno, M. (2020). Financialization, coalition of interests and interest rate in Brazil. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (27). DOI: 10.4000/regulation.16636
- Bruno, M. A. P., Caffé, R. (2015). Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. *ENCE eBooks*. DOI: 10.21579/isbn.9788524043192_cap2
- Carvalho, F. J. (2014). Expectativas, incerteza e convenções. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/1441>
- Castro, A. B. D. (1993). Renegade development: rise and demise of state-led development in Brazil. *Democracy, Markets and Structural Reform in Latin America*, Londres: Transaction Books. https://agora.ie.ufrj.br/pdf/3_CAPITULOS_DE_LIVROS/Capitulo_25_Renegade_Development.pdf
- Corrêa, L. S. R. C. (2010). Convenções financeiras e a taxa básica de juros no Brasil (Doctoral dissertation, [sn]). DOI: 10.47749/T/UNICAMP.2010.784527

- Davis, J. B. (1997). JM Keynes on History and Convention. *A Second Edition of The General Theory*. Ed Geoffrey Harcourt and Peter Riach. New York. Routledge. 203-221. https://epublications.marquette.edu/econ_fac/323/
- Dequech, D. (2003). Conventional and unconventional behavior under uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), 145-168. DOI: 10.1080/01603477.2003.11051384
- Dequech, D. (2011). Financial conventions in Keynes's theory: the stock exchange. *Journal of Post Keynesian Economics*, 33(3), 469-490. DOI: 10.2753/PKE0160-3477330304
- Dequech, D. (2017). The concept of development conventions: some suggestions for a research agenda. *Journal of Economic Issues*, 51(2), 285-296. DOI: 10.1080/00213624.2017.1320504
- Epstein, G. A. (Ed.). (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.
- Erber, F. S. (2011). As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Brazilian Journal of Political Economy*, 31, 31-55. DOI: 10.1590/S0101-31572011000100002
- Feijó, C., Araújo, E. C. (2024). “Política monetária e financeirização da economia brasileira”. *Financeirização: crise, estagnação e desigualdade*. Editora Contracorrente.
- Feijó, C., Araújo, E. C., & Bresser-Pereira, L. C. (2022). Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Brazilian Journal of Political Economy*, 42(1), 150-171. DOI: 10.1590/0101-31572022-3353
- Fraga, J. S., & da Cunha Resende, M. F. (2022). Infrastructure, conventions and private investment: An empirical investigation. *Structural Change and Economic Dynamics*, 61, 351-361. DOI: 10.1016/j.strueco.2022.03.006
- Terra, F. H. B., & Goudard, G. C. (2018). Incerteza, tomada de decisão, hábito e instituição: uma possível articulação entre keynesianos e neoinstitucionalistas. *Economia e Sociedade*, 27(3), 713-742. DOI: 10.1590/1982-3533.2018v27n3art01
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2018). Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. *New political economy*, 23(3), 290-313. DOI: 10.1080/13563467.2017.1349089
- Keynes, J. M. (1926[2013]). *A treatise on probability*. Courier Corporation.

- Keynes, J. M. (1936[1996]). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural.
- Keynes, J. M. (1937) The general theory of employment. *The quarterly journal of economics*, 51(2), p. 209-233. DOI: 10.2307/1882087
- Lara Resende, A. (2017). *Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas*. Portfolio-Penguin.
- Modenesi, A. D. M. (2008). Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB – 2000-2007. *Texto para Discussão*, No 1351, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Brasília. <https://hdl.handle.net/10419/91393>
- Modenesi, A. M (2013). Convenções do Desenvolvimento: a contribuição de Fabio Erber. *Texto para Discussão*, No 002/2013, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Rio de Janeiro. https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2013/TD_IE_002_2013.pdf
- Modenesi, A. M, Modenesi, R. L., Oreiro, J. L., & Martins, N. M. (2013). Convention, interest rates and monetary policy: a post-Keynesian–French-conventions-school approach. *European Journal of Economics and Economic Policies*, 10(1), 76-92. DOI: 10.4337/ejeep.2013.01.07
- Moore, B. (1988). *Horizontalists and verticalists: The macroeconomics of credit money*. Taylor & Francis.
- Nakano, Y (2006). Antes que os populistas tomem conta. *Jornal Valor Econômico*. <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/456849>
- Oreiro, J. L., Passos, M. (2005). A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança. *Indicadores Econômicos FEE*, 33(1), p. 157-168. <https://revistas.planejamento.rs.gov.br/index.php/indicadores/article/view/1089>
- Oreiro, J. L., Paula, L. F. D. (2011). A escolha de Sofia. *Jornal Valor Econômico*, 24(06). <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/a-escolha-de-sofia.pdf>
- Orléan, A. (2004). L'économie des conventions: définitions et résultats. In: *Analyse économique des conventions*, p. 9-48. <https://www.parisschoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/PrefaceQuadriga.pdf>
- Pastore, A. C. (1996). Por que a política monetária perde eficácia?. *Revista Brasileira de Economia*, 50(3), p. 281-311. <https://periodicos.fgv.br/rbe/article/view/675>

- Paula, L. F., & Bruno, M. (2017). Financeirização, coalização de interesses e taxa de juros no Brasil. *Revista Princípios*, 151. https://www.researchgate.net/profile/Luiz-Paula-2/publication/326092820_Financeirizacao_coalizacao_de_interesses_e_taxa_de_juros_no_Brasil/links/679af0a64c479b26c9c1de10/Financeirizacao-coalizacao-de-interesses-e-taxa-de-juros-no-Brasil.pdf
- Paula, L. F., Fritz, B., & Prates, D. M. (2017). Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of post Keynesian economics*, 40(2), 183-202. DOI: 10.1080/01603477.2016.1252267
- Resende, M. F. C. (2023). Conventions and the Brazilian Fiscal Policy to Face the Aftermath of the COVID-19 Economic Crisis: a Post Keynesian view. *Economic Issues*, 28(Part 1). https://www.economicissues.org.uk/Files/2023/EI_March2023_resende.pdf