Artigo original
Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp. IE
http://dx.doi.org/10.1590/1982-3533.2025v34n2.270963

Da crise da dívida ao efeito Tequila: a triangulação entre crises, neoliberalismo e financeirização no México no final do Século XX [*]

Marcelo Milan [**]
Bruno Palombini Gastal [***]

Resumo

O artigo aborda as transformações da economia mexicana entre a crise da dívida externa em 1982 e os desdobramentos do efeito Tequila de 1994. Ele defende uma triangulação entre estas crises, o neoliberalismo e a financeirização, argumentando que estes fatores se reforçam mutuamente. Assim, as crises proporcionam um "choque" social e facilitam a adoção de medidas neoliberais, ampliando desta forma os canais para a valorização do capital financeiro, que ganha centralidade na articulação dos principais setores da economia e, portanto, na gestação de novas crises sistêmicas. Essa dinâmica triangular, argumenta-se, resume a evolução concreta da economia mexicana durante os governos De la Madrid (1982-1988), Salinas (1988-1994) e Zedillo (1994-2000), que constituem o primeiro ciclo de governos neoliberais no país.

Palavras-chave: México; Crises; Neoliberalismo; Financeirização.

Abstract

From the debt crisis to the Tequila effect: the triangular relationship between crises, neoliberalism, and financialization in Mexico at the end of the 20th Century

The article discusses the transformations of the Mexican economy between the 1982 foreign debt crisis and the unfolding of the 1994 Tequila effect. It defends a triangulation between these crises, neoliberalism, and financialization, arguing that these factors are mutually reinforcing. Thus, crises provide a social "shock" and facilitate the adoption of neoliberal measures, thus expanding the channels for the valorization of financial capital, which gains centrality in the articulation of the main sectors of the economy and, therefore, in the gestation of new systemic crises. This dynamic triangular relationship, it is argued, summarizes the concrete evolution of the Mexican economy during the De la Madrid (1982-1988), Salinas (1988-1994) and Zedillo (1994-2000) governments, which constitute the first cycle of neoliberal reforms in the country.

Keywords: Mexico; Crises; Neoliberalism; Financialization.
JEL: O54, B52, G20, H12, E60.

1 Introdução

Este artigo analisa as transformações ocorridas na economia mexicana nas décadas de 1980 e 1990. A partir da crise da dívida externa de 1982 e o colapso do modelo político-econômico então adotado, o Partido Revolucionário Institucional (PRI) conduziu o país a um período de reformas neoliberais que alteraram de forma duradoura suas bases econômicas, especialmente pela financeirização. O México passou de uma economia altamente estatizada para um modelo neoliberal (Guillén, 2012; 1997; Márquez; Delgado; Pérez, 2006; Otero, 1996; Sotelo, 2016). Essa mudança ocorreu sem grandes rupturas institucionais, o que levanta importantes questões.

Esse processo é interpretado aqui à luz de dois fenômenos interligados: o neoliberalismo e a financeirização. No caso do México, o neoliberalismo tem sido amplamente utilizado para interpretar sua história recente, mas existe uma literatura relativamente escassa sobre a financeirização, e ainda mais restrita sobre seu possível desdobramento do binômio crise-neoliberalismo, como pode ser inferido pelo efeito Tequila de 1994. As crises econômicas são rupturas que possibilitam o início ou o aprofundamento de reformas neoliberais, como sugerido pela 'doutrina do choque' de Klein (2007) e pela tese de que 'não se deve desperdiçar uma crise' de Mirowski (2013). O artigo está estruturado em seis seções, incluindo a introdução

[*] Artigo recebido em 8 de janeiro de 2023 e aprovado em 15 de agosto de 2024.

[**] Professor associado do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, RS, Brasil. E-mail: milan.econ@gmail.com. ORCID: https://orcid.org/0000-0001-7586-6528.

[***] Doutorando no Instituto de Ciência e Tecnologia Ambientais da Universidade Autônoma de Barcelona (projeto ERC Synergy "REAL: A post-growth deal"), Barcelona, Espanha. E-mail: b.paga@proton.me. ORCID: https://orcid.org/0000-0002-1342-3577.

(cc) BY

e a conclusão. A próxima seção delineia o marco teórico do trabalho a partir da financeirização e do neoliberalismo.

O artigo está estruturado em seis seções, incluindo introdução e conclusão. A próxima seção delineia o marco teórico do trabalho a partir da financeirização e do neoliberalismo. A seguir, apresenta-se um resumo da evolução da economia mexicana até a crise de 1982, buscando parâmetros para enfatizar a mudança e a ruptura em termos históricos. Na seção três, a primeira parte da interpretação consiste em uma análise das reformas neoliberais dos governos De la Madrid (1982–1988), Salinas (1988–1994) e Zedillo (1994–2000). A segunda parte da tese, os indícios de desdobramentos do neoliberalismo na forma da financeirização, é abordada de forma descritiva e empírica na quarta seção.

2 Três ângulos do capitalismo contemporâneo: financeirização, neoliberalismo e crise

No cenário contemporâneo, o neoliberalismo e a financeirização aparecem como fenômenos entrelaçados, muitas vezes até se sobrepondo completamente (Davis; Walsh, 2017). No entanto, eles se referem a dimensões distintas, embora interconectadas, do capitalismo atual. Para entender seus significados e suas associações históricas de maneira mais clara, é necessário examinar as conexões lógicas entre esses fenômenos, de modo a interpretar com maior precisão as realidades concretas que deles derivam.

O neoliberalismo, enquanto ideologia, orienta um programa político-econômico específico (Mirowski; Plehwe, 2009; Tickell; Peck, 2003), enquanto a financeirização, por sua vez, caracteriza uma transformação econômica observada desde a segunda metade da década de 1960 e que tem sido predominante na economia global desde então (Braga, 1993; Braga et al., 2017; Guttmann, 2017). A crise, por sua vez, é um fenômeno recorrente que se manifesta no período recente tanto como a gênese e justificativa para a implementação do programa neoliberal, quanto como um desdobramento da financeirização, que foi forjada sob a égide do neoliberalismo. Este processo encadeado assemelha-se ao triângulo infernal proposto por Duménil e Lévy (1999), no qual o neoliberalismo é substituído pela mundialização. Esses três elementos – neoliberalismo, financeirização e crise – formam os vértices estruturantes do capitalismo hodierno.

2.1 Financeirização: a afirmação do poder das finanças

De acordo com Epstein (2005, p. 3, tradução nossa), a financeirização descreve o "papel crescente dos mercados financeiros, dos atores financeiros e das instituições financeiras na operação das economias doméstica e internacional". Sua origem remonta à segunda metade da década de 1960, quando surgiu um novo tipo de finança, relacionado ao mercado de eurodólares. Esse mercado se caracterizou por ser internacionalizado, avesso às regulamentações nacionais, e se consolidaria como predominante nas décadas seguintes (Dickens, 2005; Guttmann, 2017). Com isso, o capital financeiro passou a ocupar uma posição hegemônica em relação a outras formas de capital (Duménil; Lévy, 2005).

Ao mesmo tempo, grandes empresas ou corporações não-financeiras (GCNF) dos EUA começaram a adquirir capacidades financeiras autônomas através da manipulação de ativos financeiros[1] e, do ponto de vista do passivo, da securitização das dívidas (Braga, 1993). Com isso, elas passaram a depender menos do crédito bancário. Os bancos, em resposta, especializam-se na intermediação financeira, de modo que uma parte de seus ganhos passa pela cobrança de taxas sobre serviços[2] e da manipulação especulativa de ativos (Santos, 2009). São "supermercados financeiros", segundo Oliveira (2009, p. 737).

Nos anos 1970, ganharam importância os fundos institucionais de investimento, principalmente os fundos mútuos do mercado monetário (money-market mutual funds) e os fundos de pensão (pension funds) com benefício variável, nos quais a remuneração é determinada pelo rendimento de uma carteira de ativos administrada pelas instituições (Guttmann, 2017). Constituídos principalmente por aplicações de pessoas

(1) Segundo Braga (1993, p. 26), os departamentos financeiros das GCNF estavam se tornando "bancos-não-bancos, internos às empresas", com capacidades para atuar em parte das funções bancárias tradicionais. A "'alavancagem', agora, envolve tanto captações quanto aplicações, com prazos e objetivos diferenciados. Capta-se no longo prazo, aplica-se no curto e compõem-se lucros produtivos e financeiros" (Braga, 1993, p. 30).

(2) Braga (1993, p. 29) chama de "falácia" a interpretação da securitização como um "processo de desintermediação bancária". A intermediação é reinventada, e os bancos se tornam instituições multifuncionais.

físicas, esses fundos se tornaram importantes compradores de títulos emitidos por empresas, operando com um elevado nível de alavancagem (Minsky, 2008; Oliveira, 2009). Assim, ao passo que as GCNF se autonomizaram, em um primeiro momento, em relação aos bancos, a captação de patrimônios individuais por parte do setor financeiro se tornou uma das principais fontes de recursos para a compra dos títulos de dívida emitidos pelas primeiras.

Em síntese, a financeirização se caracteriza pela conjunção dos fatores:

1. A redução da dependência de empresas não-financeiras em relação crédito bancário, adquirindo capacidades financeiras autônomas por meio da securitização de suas dívidas, e da aquisição direta de ativos financeiros;

2. A expansão do papel dos bancos como intermediários em mercados financeiros e de suas operações com as famílias; e

3. O envolvimento financeiro crescente das famílias, tanto como devedoras como enquanto proprietárias de ativos - ou "expropriação financeira" (Lapavitsas, 2011 p. 612).

Adicionando a emergência de atores financeiros não-bancários, como fundos de investimento e fundos de pensão, tem-se os quatro aspectos que constituem a dimensão ontológica da financeirização utilizada neste artigo.

2.2 O Neoliberalismo como instrumento político-ideológico da financeirização

Na aparência, a desregulamentação financeira poderia ser vista como uma resposta à "tensão entre regulamentos oficiais e o pragmatismo dos grandes grupos empresariais transnacionais na busca de rentabilidade e de oportunidades de investimentos, financeiros e produtivos" (Braga, 1993, p. 29). No entanto, entre o fim dos anos 1970 e o início dos 1980, a financeirização em curso foi impulsionada pelo neoliberalismo, disseminado em escala global a partir dos governos Thatcher e Reagan, depois do laboratório pioneiro com a ditadura de Pinochet no Chile. Segundo Mirowski e Plehwe (2009, p. 426), contudo, o neoliberalismo não é um programa consolidado e fixo, mas um movimento transnacional em constante transformação que, ainda assim, é caracterizado por algumas facetas fundamentais.

De início baseado no 'libertarianismo' de Hayek[3] junto à Sociedade Mont Pelerin (SMP), o neoliberalismo se consolidou como uma força real a partir de sua associação ao monetarismo da Escola de Chicago, centrado em outro membro da SMP (Milton Friedman), que deu respaldo acadêmico e político a essa ideologia emergente (Gómez, 1995; Mirowski e Plehwe, 2009). O neoliberalismo defende que uma economia pura de mercado converge naturalmente para o pleno emprego, maximizando a eficiente utilização dos fatores de produção. Tal processo não ocorreria de forma efetiva no caso da existência de fatores "exógenos" ao mercado, como a ingerência do Estado e/ou dos sindicatos de trabalhadores. O primeiro porque seus gastos invariavelmente gerariam inflação via expansão da base monetária. E os sindicatos distorceriam os salários, que deveriam ser determinados pela oferta e pela demanda no mercado, prejudicando assim os lucros e gerando inflação. A solução para a inflação e as baixas margens de lucro vigentes nos anos 1970, por exemplo, passaria pela contração da base monetária por meio de cortes no gasto público e pela flexibilização dos salários, acompanhada do enfraquecimento dos sindicatos (Van Horn; Mirowski; Plehwe, 2009; Palley, 2005). A essa agenda se dedicaram os governos de Thatcher e Reagan nos países ricos, cujos programas de liberalização e altas taxas de juros contribuíram para o 'retorno das finanças à hegemonia' (Duménil; Lévy, 2005, p. 25). Esse processo possibilitou uma primeira articulação entre neoliberalismo e financeirização

Promovendo a privatização de ativos estatais, a redução dos impostos devidos pelas classes de rendas mais altas (proprietárias), a mercantilização dos serviços públicos e reforçando a financeirização pela liberalização dos fluxos de capitais, o neoliberalismo é por excelência o projeto de poder da classe capitalista

(3) Alguns pressupostos desta tradição filosófica são o individualismo extremo, ético e metodológico; a naturalização e afirmação da necessidade da desigualdade social; a aceitação das tradições como normas para o funcionamento das sociedades; e uma concepção individual, abstrata e negativa da liberdade. O mercado é a forma mais sofisticada de regulação da sociedade, considerada meramente como um espaço de relações mercantis entre indivíduos, atomizados e isolados (Gómez, 1995; Mirowski, 2009).

contemporânea, cuja forma dominante de capital é o financeiro. É a referência política para a adoção de medidas voltadas à retomada da acumulação expandida de capital, após a crise dos anos 1970, e uma redistribuição de poder e recursos em favor dos capitalistas (Harvey, 2005). Progressivamente, constrói-se um "novo tipo de relações entre governos e sistemas financeiros às escalas nacional e mundial" (Braga, 1993, p. 29) sob a égide do neoliberalismo. Em sintonia com o avanço da financeirização por ele facilitada, o neoliberalismo estabelece um novo paradigma para a política econômica, em que os governos perdem significativamente sua autonomia, sintetizado na unanimidade do establishment político e financeiro, ou "Consenso de Washington (CW)"[4] (Williamson, 2005).

2.3 A triangulação entre neoliberalismo, crises financeiras e financeirização

A consolidação desses dois fenômenos interconectados altera de maneira fundamental o funcionamento das economias, caracterizando maior volatilidade, dificuldades crescentes para sustentar o rápido crescimento, aumento do desemprego, redução dos ganhos salariais reais, menor margem de manobra para as políticas econômicas e maior liberdade para os fluxos de capitais e mercadorias, ou seja, para as empresas transnacionais. Além disso, há um aumento da especulação financeira, o que permite o florescimento de atores financeiros não-bancários, como os fundos institucionais (Palma, 2000).

Esses elementos passam a definir uma grande parcela da economia mundial, a partir da mundialização, com a abertura das fronteiras para os fluxos internacionais de capitais, consequência das pressões de empresas transnacionais, tanto financeiras quanto não-financeiras, apoiadas politicamente pelo neoliberalismo, gerido por instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (BM) (Harvey, 2005). A mundialização assume uma relação lógica e política com a financeirização e o neoliberalismo, que são as formas históricas atuais da acumulação e da gestão do poder do capital, entremeadas pelas tendências típicas da pulsão expansionista inerente ao último.

A dinâmica da economia mundial liberalizada e financeirizada passa a ser moldada pelas instituições financeiras, com a predominância de formas como o capital fictício, que coordenam a operação do capital como um todo (Braga et al., 2017). Com os fluxos financeiros representando parcelas significativas das economias nacionais, acabam por impor sua própria dinâmica de valorização, na qual expansão e crise encontram-se permanentemente em tensão (Carneiro, 1999).

A fragilidade financeira é uma característica congênita das economias capitalistas modernas, temporariamente 'domada' no imediato pós-guerra, devido a uma regulação razoavelmente eficaz por parte dos países ricos (Minsky, 2008). Com o neoliberalismo, reduziram-se os obstáculos para o agravamento dessa dinâmica desestabilizadora, de maneira que situações de crise readquiriram seu potencial. Dessa forma, nos anos 1990, "independentemente de como os países menos desenvolvidos lidaram com a absorção de súbitos e maciços aumentos nos influxos de capital, eles terminaram em grandes crises financeiras" (Palma, 2000, p. 32). Ou seja, as crises são um componente intrínseco da dinâmica do capitalismo, mas se tornaram mais frequentes na economia financeirizada, liberalizada e mundializada.

Segundo a 'doutrina do choque' de Klein (2007), as crises representam conjunturas propícias para que governos alinhados às demandas do capital adotem medidas favoráveis a ele. As crises geram situações que desorientam e fragilizam a capacidade de resposta política organizada da maioria da população, deixando-a incapaz de reagir a medidas neoliberais. Mirowski (2013) argumenta que, sob a perspectiva dos interesses vinculados ao neoliberalismo, as crises não devem ser desperdiçadas, ou seja, devem ser instrumentalizadas para aprofundar a liberdade do capital. De fato, as crises econômicas mexicanas de 1982 e 1994 foram utilizadas pelo governo mexicano para implementar reformas dessa natureza.

Em síntese, a dinâmica do capitalismo contemporâneo pode ser caracterizada por uma "triangulação" entre financeirização, neoliberalismo e crises. A posição de cada elemento triádico em um vértice específico não é relevante, apenas a força da conexão que se estabelece entre eles, a partir dos vértices, por meio das

(4) O CW propunha uma lista de dez pontos, sendo os mais importantes para os propósitos deste artigo a liberalização financeira (4), a abolição de barreiras à entrada de investimento estrangeiro direto (7), privatização de empresas estatais (8) e a abolição de regulamentação que impeça a entrada de novas empresas ou restrinja a concorrência (9) (Williamson, 2005, p. 196).

arestas. E a direção causal entre as variáveis no espaço e no tempo é definida pelas conjunturas históricas. Considerando o capitalismo mundial, historicamente a financeirização precede o neoliberalismo enquanto fenômeno real, mas de forma incipiente. Foram as pressões políticas criadas para o aprofundamento deste fenômeno, contra as políticas Keynesianas de regulação financeira, que criaram o espaço para a implementação do neoliberalismo. E este criou as condições institucionais para o aprofundamento completo da financeirização. A combinação sinérgica entre a liberalização típica do neoliberalismo e a financeirização fez emergir uma dinâmica econômica muito mais propensa a crises de maior ou menor magnitude, as quais, gerando incertezas na população, facilitam o avanço mais profundo do programa neoliberal.

A reestruturação da economia mexicana a partir dos anos 1980 segue a triangulação. A crise da dívida externa de 1982 iniciou essa dinâmica moderna. O "choque" fez o PRI abandonar sua orientação desenvolvimentista e implementar reformas neoliberais. Essas abririam espaço para um processo de financeirização da economia, possivelmente a principal causa da crise de 1994, que daria ensejo, dialeticamente, a uma nova onda de medidas neoliberais. No México, o triângulo pode ser entendido historicamente pelo encadeamento que leva da crise à crise.

3 Crises e transformações na economia mexicana (1982–2000)

A contextualização da crise de 1982 e das reformas subsequentes exige uma análise dos processos anteriores, permitindo um posicionamento histórico. A Constituição de 1917, redigida durante a Revolução Mexicana, buscava conciliar os interesses dos diversos grupos envolvidos na insurreição (Gilly, 1977). Ela estabeleceu um Estado forte e centralizador, base para o desenvolvimento do país no século XX. O Estado seria o proprietário original de todas as terras e de todos os recursos naturais, além de ser responsável por mediar os conflitos sociais (Roux, 2010). Esse foi um documento avançado em termos de direitos sociais, contemplando, em parte, algumas das demandas revolucionárias, como a reforma agrária e os direitos trabalhistas (Córdova, 1989).

Outro evento importante foi a criação do Partido Nacional Revolucionário (PNR) em 1929, que foi refundado como o PRI em 1946, consolidando-se como a instituição central de mediação dos interesses dos sindicatos de trabalhadores, das forças armadas e do empresariado (Gutiérrez, 2007). Este partido governou o país ininterruptamente desde sua fundação até 2000, renovando constantemente sua legitimidade formal por meio de eleições – embora a sua transparência seja objeto de questionamento. Sob o domínio do PRI, consolidou-se uma estrutura política singular, com um nível de estabilidade ímpar na América Latina. De acordo com Córdova (1989, p. 24), isso decorre da 'grande capacidade de absorver o impacto causado, em todo o continente, pela entrada das massas na política', convertendo-se em "um instrumento de fortalecimento de sua própria estrutura".

Esse modelo de representação e conciliação de conflitos permaneceu mais ou menos intacto até a crise da dívida externa de 1982. As décadas intermediárias do século XX foram marcadas por profundas transformações estruturais no México, impulsionadas pelo processo de substituição de importações (PSI) e pelas políticas desenvolvimentistas (Amsden, 2007). Entre 1932 e 1981, o México cresceu, em média, 5,9% ao ano (real), um ritmo que não seria mais alcançado, exceto em alguns anos isolados (Aparicio, 2011). Contudo, vários gargalos, ainda que inevitáveis para um país periférico, começaram a surgir e se acumular, tornando-se severos a partir da segunda metade dos anos 1970 e, finalmente, culminando na crise de 1982 (Morera, 1998).

A crise foi consequência de um sobre-endividamento externo da economia mexicana, estimulado pelo *boom* petrolífero na década de 1970. A situação se tornou insustentável com a combinação entre o choque dos juros nos EUA de 1979 e a redução dos preços internacionais do petróleo em 1981 (Guillén, 1987; Lustig, 1997). Outros trabalhos exploram em profundidade as razões da crise[5]. Interessa aqui analisar suas consequências políticas e econômicas, na medida em que a crise, enquanto choque, deu início a uma série de transformações neoliberais.

(5) Guillén(1982) apresenta uma visão heterodoxa, e Lustig (1997) uma ortodoxa.

A crise econômica tomou a dimensão de uma ruptura política quando, em setembro de 1982, López Portillo decidiu estatizar os bancos do país e canalizar os recursos para o pagamento da dívida externa, marcando a última ação de caráter nacional-desenvolvimentista do PRI no poder. Segundo Cárdenas (2010) e Piñeyro (2015), a medida significou o rompimento de "regras não-escritas" que estavam na base da relação próxima entre o PRI e os empresários. Dessa crise emergiu um novo programa econômico no México, o neoliberalismo.

3.1 Os Governos De la Madrid (1982-1988) e Salinas (1988-1994)

O contexto de crise legado ao governo de Miguel de la Madrid Hurtado (1982-1988) era de instabilidade e pressão política (Cornelius, 1985). Também pode-se afirmar, com base na doutrina do choque, que ele foi propício para realizar transformações de caráter estrutural na economia mexicana. De la Madrid não tinha a orientação nacional-desenvolvimentista de seus predecessores, e seu projeto buscava introduzir reformas ortodoxas[6]. Além disso, acordos com o FMI e os credores internacionais durante a crise da dívida pressionavam nesse mesmo sentido, na medida em que um ajuste estrutural foi demandado como contrapartida à renegociação de dívidas[7] (Guillén, 1987).

De acordo com Del Carmen (2011), De la Madrid, em linha com a doutrina do choque, utilizou uma retórica catastrofista para justificar a mudança de rumo político do PRI. A política econômica foi apresentada como um plano de salvação nacional, cujo descumprimento levaria o país ao caos social. Além disso, ao justificar o arrocho pela necessidade de pagar a dívida externa, buscou afastar a possibilidade de uma nova moratória, evocando os riscos de intervenção estrangeira e do desmoronamento da pátria. O nacionalismo priista, que já não estava atrelado ao desenvolvimentismo, mas era instrumentalizado na defesa da ortodoxia em meio à crise, funcionou como um catalisador das reformas neoliberais, aproveitando-se da crise.

No entanto, a estatização bancária foi mantida pelo novo presidente, resultando em uma forte concentração no setor e no fortalecimento das instituições bancárias, que passaram a ter caráter universal ou múltiplo (Turrent, 2007). Em 1983, De la Madrid iniciou um processo gradual de reprivatização, permitindo que o controle acionário privado chegasse a até um terço do capital dos bancos. Isso marcou o retorno dos "ex-banqueiros" aos conselhos diretores e, consequentemente, a reaproximação entre as elites política e financeira do país (Castro, 2017; Banco de México, 1983).

Por outro lado, a financeirização avançava, impulsionada pelas altas taxas de juros e pela limitada oferta de crédito no sistema bancário estatizado. Isso levou as empresas a buscar alternativas mais baratas nos mercados de capitais (López; Bustamante, 2012; Pineda, 2003). Esses mercados já haviam passado por um processo de institucionalização na década anterior, com a Lei dos Mercados de Valores de 1975, que buscava profissionalizar o setor no México. Essa legislação estabeleceu as corretoras como intermediárias oficiais e regulamentou as negociações de ações realizadas por instituições de crédito, fundos de investimento e seguradoras (Estados Unidos Mexicanos, 1975, art. 6º). Com o reconhecimento desses novos agentes, os bancos perderam a exclusividade na comercialização de títulos, fortalecendo a Bolsa Mexicana de Valores (BMV) como uma instituição central no financiamento. Como resultado, houve um *boom* no mercado de ações na segunda metade do mandato de De la Madrid, que só seria interrompido pelo *crash* internacional de 1987. Entre 1983 e aquele ano, o giro da bolsa saltou de 52,1% para 208,6%, mas caiu para um terço desse valor no ano seguinte (Beck et al., 2019).

O sucessor de De la Madrid aprofundou as reformas neoliberais e as levou a um novo patamar. Carlos Salinas de Gortari (1988–1994), que havia sido Ministro de Planejamento e Orçamento no governo anterior, assumiu em um contexto tão ou mais turbulento que o de 1982. Sob os efeitos de uma grave crise social, agravada pelo terremoto de 1985 e pela aceleração da inflação, emergiu pela primeira vez na história do país uma oposição real ao PRI. Contudo, essa oposição foi derrotada em eleições marcadas por acusações de fraude. Com a ascensão de Salinas, consolidou-se a hegemonia neoliberal no PRI e no Estado, uma hegemonia que perduraria até 2018.

(6) Ele levou ao poder uma nova elite política e uma burocracia que, diferente das anteriores, não foram formadas dentro do PRI, incluindo o sucessor Carlos Salinas. Eram "tecnocratas" recrutados nas instituições financeiras, com formação em renomadas universidades norte-americanas e que gozavam de prestígio frente a classe empresarial – descontente com o regime priista desde a estatização dos bancos (Castro, 2017).

(7) Com apoio do FMI e do BM, o governo De la Madrid realizou um ajuste recessivo para reduzir as importações e gerar superávits comerciais para o pagamento da dívida. Isso se combinou à abertura comercial, que culminou no ingresso no GATT em 1986 (Aparicio, 2011; Petriocioli, 1986).

Para enfrentar a inflação e o problema da dívida externa, e tendo como pano de fundo as negociações para o Tratado de Livre-Comércio da América do Norte (NAFTA), Salinas adotou uma política econômica marcada por medidas neoliberais. Entre essas medidas estavam a redução de subsídios, o reajuste de preços controlados, uma política monetária contracionista que valorizava a moeda, a liberalização financeira e a diversificação dos títulos da dívida pública (Ortega, 2002; Revueltas, 1996). Além disso, Salinas buscou atrair investimentos estrangeiros para os títulos soberanos, aumentando a participação de estrangeiros na dívida pública de 3,6% em 1990 para 50,8% em 1993 (Sánchez-Tabarés; Sánchez-Daza, 2000).

Ao preparar a reprivatização dos bancos, o governo Salinas promulgou reformas que mudariam profundamente a natureza do sistema financeiro. Em primeiro lugar, foi regulamentada em 1989 a figura jurídica dos grupos financeiros não-bancários, abrindo margem para a atuação de instituições como fundos de investimento, corretoras de valores, seguradores, empresas de *factoring*, entre outras. Ao longo dos anos seguintes, ademais, regularizou-se o agrupamento de instituições financeiras na forma de conglomerados[8] (Girón e Levy 2005).

Em 1990, Salinas anunciou a reprivatização total dos bancos, confirmando as expectativas das instituições financeiras e movimentando investimentos e especulações no setor. Conglomerados, corretoras de valores e grandes bancos foram definidos como as instituições habilitadas a ter controle majoritário dos bancos, permitindo-se ainda a participação minoritária de capital estrangeiro e de investidores institucionais, cuja atuação foi amplamente liberalizada no período. Em pouco mais de um ano, a reprivatização estava concluída. Entre 1989 e 1991, os depósitos compulsórios foram eliminados, e em 1993 o Banco Central recebeu autonomia, reduzindo significativamente a influência do governo na definição da política monetária (Banco de México, 1992, 1993, 1994; Huerta, 2017).

Paralelamente, o governo Salinas empreendeu um intenso processo de privatização de outros ativos estatais, incluindo algumas das maiores empresas, como a Telmex. Somando as privatizações realizadas por De la Madrid e Salinas, "ao final de 1993 o número de autarquias públicas correspondia a 18,2% do total das 1.155 existentes em 1982" (Banco de México, 1993, p. 206).

Em conformidade com a liberalização da taxa de câmbio, estruturada em um arranjo de bandas flexibilizadas ao longo do período, legalizou-se em 1992 a prestação de serviços de cobertura cambial por parte de instituições de crédito e corretoras de valores. Devido às bruscas variações do peso nos anos seguintes, tal instrumento adquiriu grande importância na década de 1990. Além disso, entre 1993 e 1994 foram regulamentadas as operações compromissadas com os principais títulos públicos, realizadas por bancos e corretoras de valores, bem como as operações futuras sobre os índices oficiais de inflação e taxa de juros (Banco de México, 1995).

Em conjunto, De la Madrid e Salinas promoveram a transformação estrutural mais profunda na economia mexicana desde o governo desenvolvimentista de Lázaro Cárdenas, mas em sentido oposto: enquanto Cárdenas lançou as bases para uma participação ativa do Estado na economia, De la Madrid e Salinas buscaram reduzir seu papel ao mínimo possível. Liberalização, desregulamentação e privatização foram as principais medidas adotadas para enfrentar a grave crise de 1982, consolidando um modelo econômico que prevaleceria após a crise de 1994. O binômio crise-neoliberalismo torna-se evidente, enquanto o vértice da financeirização emergia como um elemento relevante, embora ainda não plenamente articulado aos outros dois, dado que não foi o principal fator por trás da crise de 1982.

3.2 A crise de 1994 e o Governo Zedillo

As contradições e instabilidades acumuladas durante os anos de De la Madrid e, principalmente, de Salinas culminaram em outra crise sistêmica em 1994. De maneira simultânea e combinada, eclodiram desequilíbrios políticos e a mais grave crise econômica desde os anos 1930, evidenciando os efeitos das reformas neoliberais adotadas como resposta à crise dos anos 1980.

(8) Compostos por uma sociedade controladora e, pelo menos, três entidades entre arrendadoras financeiras, corretoras de valores, casas de câmbio, empresas de *factoring* financeiro (desconto de recebíveis), bancos múltiplos, financeiras, seguradoras e operadoras de sociedades de investimento (Banco de México, 1994).

Em 1994, entrou em vigor o NAFTA, considerado o ápice do neoliberalismo mexicano. O tratado, assinado em 1992 após dois anos de negociações, exigiu adequações institucionais domésticas que catalisaram o processo de reformas empreendido por Salinas. Isso reafirmou a promessa de que seu governo pavimentava o caminho do México rumo ao mundo desenvolvido, consolidada ainda pela entrada do país na OCDE em 1993[9]. Com isso, arraigava-se ainda mais o ethos das reformas neoliberais na estrutura do Estado (Guillén, 2012).

Entretanto, dois eventos perturbaram a atmosfera política naquele ano, que supostamente marcaria uma nova era na economia e na sociedade. O primeiro foi a ocupação de diversas cidades do estado de Chiapas pelo Exército Zapatista de Libertação Nacional (EZLN), uma importante ilustração do caráter excludente do projeto neoliberal no país, que foi duramente reprimida pelo Estado (Sánchez, 1998)[10]. Esta resposta da sociedade também sugere que a doutrina do choque tem limites. O segundo foi o assassinato do candidato do PRI às eleições presidenciais, Luis Donaldo Colosio, agravando a crise política. Ernesto Zedillo Ponce de Léon, um "tecnocrata puro-sangue" que fora ministro de Planejamento e Orçamento e da Educação, além de chefe da campanha de Colosio, foi escolhido pela cúpula do PRI como o novo candidato, saindo vitorioso com relativa tranquilidade em eleições altamente fragmentadas (Castro, 2017, online; González; Tinoco, 2004).

A economia mexicana apresentava fragilidades importantes. Para viabilizar sua política de combate à inflação, baseada na abertura comercial e na moeda apreciada, estimulando importações, Salinas lançou o México como um dos mercados emergentes mais atrativos para capitais especulativos[11]. As medidas incluíam maior liberalização financeira, novas privatizações, altas taxas de juros e logo uma moeda em apreciação, o que explica o otimismo que as reformas geravam entre o *establishment* financeiro internacional[12] (Schettino, 1997). Entre 1987 e 1994, as negociações na Bolsa cresceram, em média, 57% ao ano, um *boom* muito pouco justificável do ponto de vista da economia real (Palma, 1997). Isso foi possível devido a um contexto de alta liquidez internacional, em que o capital financeiro estava buscando oportunidades de valorização na periferia (Palma, 2000). Se por um lado o neoliberalismo era eficaz em aprofundar a financeirização ao atrair capitais especulativos, ele aprofundava cada vez mais a dependência desses influxos, na medida em que os déficits em transações correntes atingiam proporções elevadas do PIB: próximo a 10% em 1994 (Sachs; Tornell; Velasco, 1996).

A situação se agravou com os choques políticos de 1994, que ocasionaram fugas massivas de capitais. Ademais, o aumento das taxas de juros nos EUA e a melhora das expectativas sobre as economias desenvolvidas fizeram com que o México se tornasse relativamente menos atrativo para investimentos (Sánches-Tabarés e Sánchez-Daza, 2000). A opção de Salinas não foi aumentar a taxa de juros (devido ao alto nível de endividamento) e tampouco depreciar o peso (por medo de agravar a fuga de capitais), mas converter a maior parte da dívida soberana para Tesobonos, atrelados à taxa de câmbio. Já na metade de 1994 o montante desses títulos superava as reservas internacionais, deteriorando significativamente as expectativas sobre a capacidade de pagamento (Griffith-Jones, 1996).

Essa fragilidade se tornou aguda em dezembro, quando a administração Zedillo, recém-empossada, esperava uma depreciação real do Peso, que foi alcançada pelo abandono do regime de bandas cambias e a adoção da flutuação, sinalizando a incapacidade de intervir no mercado cambial para proteger o Peso. A fuga de capitais se aprofundou, e com a depreciação, boa parte da dívida privada atrelada ao câmbio se tornou impagável. A financeirização promovida pelo neoliberalismo engendrou a crise. Desprovido de um volume de reservas significativo, o governo buscou o auxílio dos EUA e do FMI. Este realizou a maior operação de resgate de sua história até então, com a condição de que a dívida relativa aos Tesobonos fosse convertida diretamente em dólares, facilitando a saída dos capitais estrangeiros investidos nestes papéis (Cooney, 2001; Palma, 2001). Isso possibilitou que o governo Zedillo socializasse o prejuízo das frações estrangeiras do capital financeiro, e resgatasse as principais instituições endividadas, comprando as carteiras podres de ativos,

(9) Weisbrot et al. (2017) mostram os resultados negativos do tratado, mesmo após quase 25 anos da assinatura do mesmo.

(10) Este evento foi um dos mais significativos da história latino-americana recente. As declarações do movimento estão disponíveis em http://enlacezapatista.ezln.org.mx/, em especial a VI Declaração da Selva Lacandona, que guia seus militantes até hoje.

(11) O pico do IED, porém, foi em 1988, mantendo-se relativamente constante nos anos seguintes (Palma, 1997).

(12) O ingresso de capitais foi rápido. Em 1992 as reservas já superavam em valor os pesos em circulação, o que tornou impossível a esterilização e acelerou a apreciação da moeda (Schettino, 1997).

o que se materializou através do Fundo de Proteção à Poupança Bancária (Fobaproa), posteriormente Instituto de Proteção à Poupança Bancária (IPAB) (Rubio, 1998)[13].

Em termos de reformas, um dos legados de Zedillo foi a inserção definitiva do México na economia mundializada, com o aprofundamento da presença estrangeira no país (Girón; Levy, 2005). Após a crise, iniciou-se um processo de desnacionalização com venda a instituições estrangeiras dos principais bancos que se estenderia até o governo seguinte. Em 2003, dos cinco maiores bancos do país, somente um pertencia a capitais nacionais, e a participação estrangeira no setor chegou a 81% no início deste século[14] (Murillo, 2002). Fenômeno semelhante, mas de menor magnitude, foi observado no caso das corretoras de valores, setor no qual a participação estrangeira chegaria a 45,8% em 2003 (Garrido; Martinez, 2004).

Em 1995, o governo regulamentou os mercados derivativos (futuros e opções) para negociações com o dólar, que cresceriam substancialmente nos anos seguintes (Banco de México, 1995). Zedillo também aprofundou a reforma previdenciária iniciada por Salinas, substituindo, em 1995, o sistema então vigente, de repartição com benefícios definidos, por um sistema privado de capitalização total. Os recursos captados passaram a ser geridos por fundos de pensão ou Administradoras de Fundos para a Aposentadoria (Afores), que se tornariam instituições financeiras de grande importância na economia (Villagómez; Hernández, 2010).

Assim, as reformas de Zedillo representam, grosso modo, a continuidade do neoliberalismo iniciado por De la Madrid e Salinas. De la Madrid foi responsável por redirecionar o PRI de sua orientação tradicionalmente desenvolvimentista, aplicando uma agenda ortodoxa e aproveitando o choque gerado pela crise de 1982. Seu governo fortaleceu os mercados de capitais, estabeleceu o modelo de banco universal e regulamentou novas instituições, como os fundos de investimento. Já Salinas aprofundou o processo de privatização iniciado por seu antecessor, transferindo completamente os bancos para o capital privado. Ele também assinou o NAFTA, realizou um amplo processo de liberalização financeira que permitiu a criação de novos ativos, e estabeleceu um modelo econômico baseado na atração de investimentos internacionais, majoritariamente em portfólio, para financiar os crescentes déficits em transações correntes. O governo Zedillo, por fim, frente ao contexto de choque causado pela crise inevitável, dobrou a aposta feita pela cúpula priista em um modelo neoliberal alinhado ao CW, em especial adaptando a política cambial ao modelo preconizado, consolidando a economia mexicana como uma das mais liberalizadas do subcontinente[15]. A financeirização, nesse contexto, seria uma decorrência necessária. Mas existe alguma evidência neste sentido?

4 Evidências empíricas preliminares da financeirização no México

Como desdobramento da transformação econômica estrutural no período de 1982 a 2000, é essencial avaliar a existência da financeirização nesse intervalo, conectando-a às reformas neoliberais pós-choques. São destacados, em particular, aspectos descritivos da securitização e da aquisição de capacidades financeiras autônomas por parte de empresas não financeiras, da consequente redefinição do papel dos bancos e da emergência de atores financeiros não bancários, culminando em uma proposta preliminar de medida de expropriação financeira. Esses pontos são analisados com base em dados secundários.

O aumento da comercialização de títulos de dívida e ações já é perceptível desde a década de 1970, especialmente após a Lei de 1975 e a expansão financeira do período (Morera, 1998). Os governos de De la Madrid e Salinas deram a esse processo uma outra escala. Durante seus mandatos, consolidou-se a securitização da dívida pública, com a criação de novos títulos, como os Ajustabonos, Tesobonos, Bondes e Pagafes, cujo mercado secundário se desenvolveu significativamente no período. Após a reestruturação da dívida externa, no início do governo Salinas, essa dívida também foi securitizada, permitindo a venda de títulos como CETES, Ajustabonos e Tesobonos a investidores estrangeiros (Banco de México, 1990).

(13) O mecanismo Fobraproa/IPAB assumiu os ativos podres dos bancos, que receberam títulos específicos com uma taxa de juros superior à taxa básica CETES (Pineda, 2003).

(14) Os investidores estrangeiros que compraram as instituições mexicanas não tiveram que assumir seus ativos podres, adquiridos pelo Fobaproa/IPAB (Girón; Levy, 2005). Huerta (2017, p. 1001) enfatiza as dificuldades enfrentadas por países periféricos em situações como a do México nos anos 1990, como consequência da mundialização e da financeirização da economia.

(15) Seguindo Tickell e Peck (2003) o governo de De la Madrid é um caso de neoliberalismo “passivo” ou “de retirada” (*roll-back*), e os de Salinas e Zedillo são casos de neoliberalismo “proativo” ou “de avanço” (*roll-out*).

O modelo econômico de Salinas baseava-se principalmente na atração de capitais para financiar os elevados déficits em transações correntes. Após a crise, a emissão de títulos soberanos manteve-se em trajetória expansiva, devido à necessidade de esterilizar as reservas acumuladas pelos programas de resgate (Cruz, 2006; López, 2006).

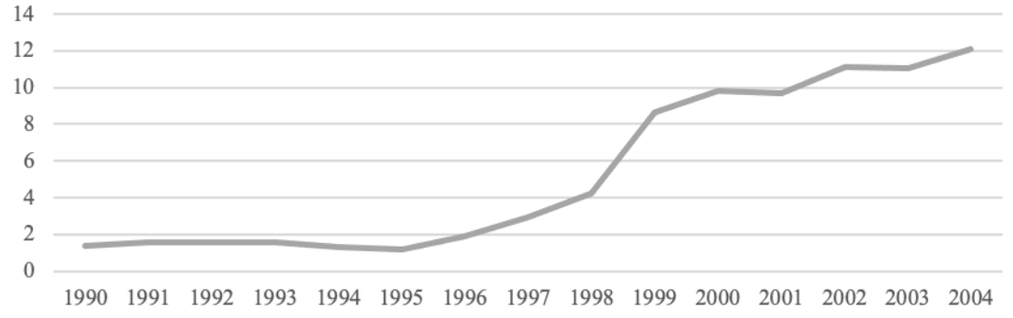
A comercialização de ativos financeiros privados também teve crescimento notável no período, estimulada pela liberalização promovida por De la Madrid e Salinas. Conforme demonstrado no Gráfico 1, tanto o volume das transações realizadas quanto o capital total investido no mercado de ações aumentaram rapidamente em relação ao PIB, tendência interrompida apenas pela crise de 1994. O *boom* entre 1990 e 1992 deveu-se, principalmente, à liberalização financeira, à privatização das maiores empresas estatais, à abertura do mercado de capitais e à restrição do crédito bancário a atividades produtivas (López; Bustamante, 2012).

Gráfico 1
Capitalização e volume de transações no mercado de ações mexicano

Fonte: Elaboração dos autores com base em Beck et al. (2019).

O mercado de títulos da dívida privada, por sua vez, desenvolveu-se rapidamente após a crise de 1994. A capitalização desses instrumentos apresentou um crescimento constante praticamente até 2004 (Gráfico 2). López e Bustamante (2012) destacam também o aumento da circulação de instrumentos como *swaps* e outros derivativos. Os autores (2012, p.164), apontam "a consolidação e estrangeirização dos grupos financeiros locais"; "maior participação de investidores institucionais"; "eliminação das fronteiras entre atividades bancárias e não-bancárias"; "crescimento assimétrico do setor bursátil"; e o "incremento relativo do comércio de títulos" como tendências gerais do sistema financeiro na década de 1990.

Gráfico 2
Capitalização do mercado de títulos de dívida privada/PIB (%)



Fonte: Elaboração dos autores com base em Beck et al. (2019).

Mesmo sem ter se consolidado como uma fonte sólida de financiamento para o setor produtivo, principalmente devido ao seu caráter altamente especulativo, como afirmam López e Bustamante (2012) e Girón e Levy (2005)[16], o crescimento do mercado de capitais a partir do final do governo De la Madrid foi substancial, sugerindo uma convergência do setor público e privado em direção à securitização. López e Bustamante (2012), analisando a posição financeira das 101 maiores empresas não-financeiras da BMV no período 2005–2009, apontam o baixo peso do crédito bancário em seus balanços, devido tanto a baixa oferta quanto a baixa demanda, em contraste com o maior uso de outros instrumentos de dívida por parte das mesmas. Os autores também mostram que essas empresas acumularam ativos financeiros como uma forma de compensar o baixo dinamismo da economia real durante o período, contribuindo para sua instabilidade. Mendoza (2010, 2016) e Demir (2007) tratam, respectivamente, dos impactos da apreciação do peso e das altas taxas de juros, e defendem um movimento no sentido da financeirização das empresas não-financeiras[17].

Segundo Mendoza (2010, 2016), a liberalização comercial e financeira e a manutenção do Peso apreciado contribuíram significativamente para que grandes conglomerados industriais adquirissem capacidades financeiras autônomas nos anos 2000. Beneficiando-se dessas mudanças, além da inserção internacional possibilitada pelo NAFTA, as empresas lançaram mão de táticas para aumentar seu valor de mercado, como fusões, aquisições, recompra das próprias ações e especulação com ativos financeiros. A utilização de derivativos, por exemplo, foi particularmente importante para o grupo Cemex, do setor de materiais de construção, seguindo o padrão proposto por Farhi (1999): mais que para cobertura de riscos, tais instrumentos são utilizados principalmente para a geração de ganhos financeiros especulativos – ou até, segundo Soto (2013), para a dissimulação de perdas. Ele também afirma que a financeirização ampliou as possibilidades de as empresas evadirem impostos.

Demir (2007) analisa os efeitos da manutenção de altas taxas de juros sobre as decisões de investimento em ativos financeiros ou capital fixo de empresas não-financeiras na Argentina, Turquia e México. No período estudado pelo autor (1990-2003), observou-se uma correlação positiva entre taxas de juros elevadas, volatilidade nos indicadores macroeconômicos, aumento do IED, e uma maior proporção de investimentos em ativos financeiros vis-à-vis aqueles em capital fixo por parte das empresas não-financeiras mexicanas. Do mesmo modo, esses três fatores apresentaram uma correlação positiva com uma maior proporção entre lucros financeiros e faturamento líquido.

Portanto, os trabalhos consultados sugerem alguma contemporaneidade e principalmente alguma defasagem entre as políticas neoliberais e a financeirização de empresas não-financeiras. É claro, o neoliberalismo não postula necessariamente a manutenção de uma moeda apreciada, senão que a completa liberalização da taxa de câmbio. No caso mexicano, essa foi adotada na sequência da crise de 1994, e por alguns anos o Peso se manteve depreciado[18]. No entanto, na medida em que o país voltou a atrair ativamente capitais estrangeiros, como o fazia antes da crise, a moeda voltou a se apreciar. Com efeito, o próprio modelo baseado na entrada de capitais estrangeiros terminava por engendrar a apreciação da moeda (López, 2006). Porém, segundo Huerta (2017, p.1003), a estabilização da moeda em um valor elevado foi buscada explicitamente pelo governo como uma forma de garantir a valorização do capital financeiro. Por outro lado, uma política monetária contracionista é um elemento típico de governos neoliberais e marcou praticamente todo o período analisado, aumentando a remuneração média do setor financeiro[19].

Villavicencio (2021), porém, mostra que foi somente a partir de 2009 que se verificou um aumento substantivo do volume de títulos de dívida internacionais em propriedade de empresas não-financeiras, chegando a 59,7% do total em 2018. Desse modo, parece que ao fim do período aqui estudado ainda não

(16) As últimas ressaltam que o número de ofertantes no mercado de capitais mexicano, na década de 1990, foi inferior ao de mercados comparáveis, como o brasileiro e o sul-coreano. Isso indica que, no caso mexicano, a entrada no mercado de ações se restringiu às grandes empresas, mas não que a tendência de securitização não tenha se verificado no país. O caráter concentrado da economia mexicana é explorado por Morera (1998).

(17) Para Pineda (2003), o primeiro estímulo nesse sentido foi a estatização dos bancos em 1982, gerando uma contração significativa do crédito nos anos subsequentes. A capitalização do mercado de valores é crescente desde 1982, exceto em 1985 (terremoto), mas foi com a liberalização e o desenvolvimento do mercado de capitais promovidos por De la Madrid e Salinas que essa tendência se afirmou de maneira acentuada.

(18) Nos anos seguintes à crise de 1994, o México vivenciou o *boom* das indústrias maquiladoras, recebendo um elevado volume de IED e transformando significativamente sua economia (Palma, 2005).

(19) O setor bancário oligopolizado também pressiona por altas taxas de juros (Girón; Levy, 2005).

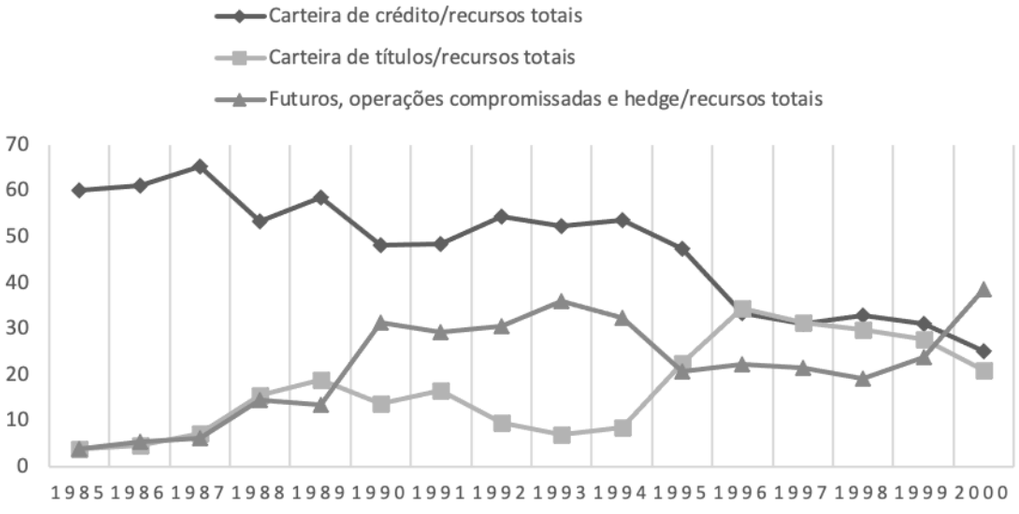
estavam totalmente consolidadas as condições para esta dimensão da financeirização, com obstáculos que podem ser de ordem doméstica ou internacional.

Com relação à transformação do papel dos bancos, entre 1985 e 2000, a participação da carteira de crédito sobre os recursos totais dos bancos comerciais apresenta uma tendência de queda, caindo a menos da metade (Gráfico 3). Com efeito, no último ano desse período somente um Peso de cada quatro aplicados nos recursos bancários era dirigido à oferta de crédito (Pineda, 2003). Em compensação, a participação das carteiras de títulos e de contratos futuros, operações compromissadas e de *hedge* cresceu significativamente.

A súbita substituição verificada entre a carteira de crédito e a de títulos na sequência da crise de 1994 foi em grande parte consequência do programa de resgate através do Fobaproa/IPAB, que assumiu parte da carteira podre dos bancos, oferecendo em troca títulos. Mas antes mesmo da crise a tendência já era de queda da participação da carteira de crédito, e essa se manteve nos últimos anos da década. A carteira de contratos futuros, operações compromissadas e *hedge*, por sua vez, já aumentara enormemente sua participação em 1990, no contexto da ampla liberalização financeira do período, e, apesar de apresentar queda após a crise, ela se recuperou a partir de 1999.

Girón e Levy (2005, p. 46) observam que a receita operacional sobre o total de ativos do setor bancário subiu após a crise: partindo de 4,1% no final de 1994, esse coeficiente alcançou 10% em 2003. Essa tendência vai ao encontro de Santos (2009) e Braga et al. (2017) sobre a redefinição do modelo de negócios dos bancos em um contexto de financeirização, no qual os ganhos com serviços bancários ganham importância. Pelas tendências apresentadas acima, pode-se defender uma mudança importante na natureza da atividade dos bancos no período, cujas características gerais se mantiveram mesmo em um contexto de intensa reorganização estrutural do setor.

Gráfico 3
Composição dos recursos aplicados pelos bancos comerciais (%)

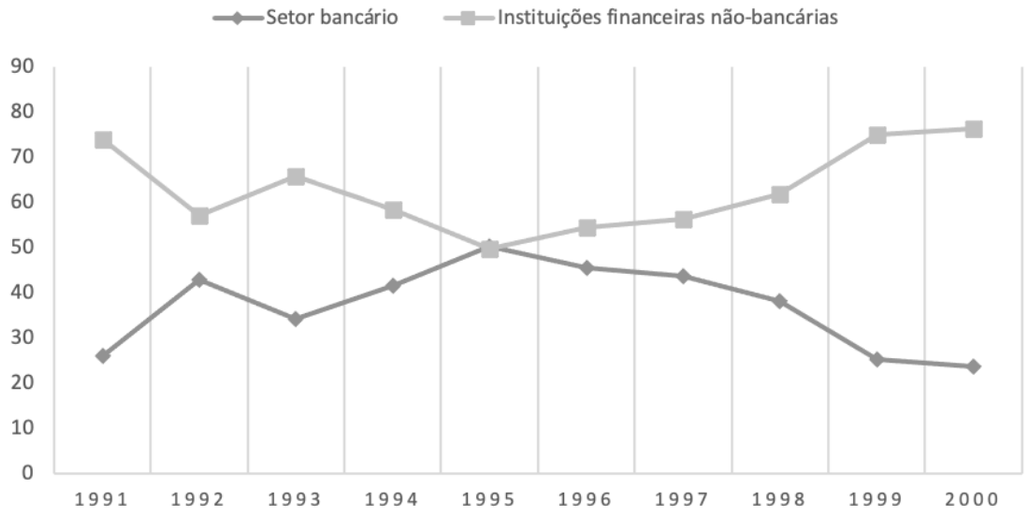


Fonte: Elaboração dos autores com dados de Banxico apud Girón e Levy (2005, p. 98).

Durante os três períodos políticos analisados, o que se verifica é uma tendência de crescimento das instituições financeiras não-bancárias, estimulado pelas reformas institucionais. A regulamentação dos conglomerados financeiros, por exemplo, durante o governo Salinas, foi justificada assim: “a estreita vinculação das operações que se celebram nos distintos mercados faz que seja cada vez mais tênue a distinção entre o que constitui o serviço de banco e crédito e aqueles serviços que prestam os demais intermediários financeiros” (Banco de México, 1991, p. 52). Portanto, a autoridade monetária reconhece a crescente indiferenciação de funções entre as instituições que compõem o sistema financeiro, apontada como característica da financeirização por Lapavitsas (2011), Braga et al. (2017) e Santos (2009).

Durante a maior parte da década de 1990 as instituições financeiras não-bancárias foram preponderantes no setor financeiro (gráfico 4). Não foi possível encontrar dados para comparar com o período anterior, mas os relatórios do Banxico do início da década de 1980 indicam que o setor financeiro não-bancário era pouco relevante então, ganhando prominência no final da década à medida que crescia quase interruptamente no período (Banco de México, vários anos). O crescimento da participação do setor bancário na primeira metade da década é provavelmente explicado pelos investimentos que recebeu no contexto da privatização.

Gráfico 4
Participação relativa do patrimônio líquido de instituições financeiras bancárias e não-bancárias no total do setor



Fonte: Elaboração dos autores com dados de Comisión Nacional Bancaria y de Valores apud Girón e Levy (2005, p. 98).

Após a crise, ainda sob um cenário de restrição do crédito bancário, os agentes buscaram fontes alternativas. “No caso das empresas, destaca-se o crédito entre elas mesmas e o obtido no mercado internacional; quanto às pessoas físicas, o adquirido com cartões de crédito e o concedido por casas comerciais e empresas automobilísticas (Sociedades financeiras de objeto limitado ou Sofoles)” (Girón; Levy, 2005, p. 43). A redução da participação do capital dos bancos sobre o total do setor financeiro ocorreu apesar da significativa injeção de recursos oferecida pelo governo por meio do Fobaproa/IPAB. Esses recursos representavam dois terços da carteira de crédito total dos bancos em 2000, relativizando o neoliberalismo pela instabilidade e potencial de crise que provoca, mas reforçando a financeirização. Isso sugere que, sem a intervenção estatal, essa redução teria sido ainda maior (Pineda, 2003).

Merecem destaque, entre as instituições não-bancárias, as sociedades ou fundos de investimento, que chegaram a um pico de participação de 42,3% sobre o total do capital do sistema financeiro em 1997. Entre 1989 e 1993 houve uma proliferação de entidades desse tipo, chegando a 58, mas posteriormente verificou-se uma concentração do setor – em linha com o que sucedeu em todo o sistema financeiro no mesmo período (Girón; Levy, 2005).

Nos anos 1990 também aumentaram a participação das Afores e Siefores[20] no sistema financeiro. A parcela do capital das Afores na poupança privada chegou em 2000 a 9,8% do total, enquanto que a participação do capital dos Siefores no total das instituições financeiras foi de 0,7%, no mesmo ano (López, 2006; Girón; Levy, 2005). Esse ponto em particular permite ilustrar a expropriação financeira descrita por Lapavitsas (2009), ao que se soma a disseminação de cartões de crédito como uma forma de concessão de crédito a pessoas físicas, referida por Girón e Levy (2005). Por outro lado, não há evidências de que os bancos

(20) Sociedades de investimento especializadas em fundos previdenciários.

tenham buscado ativamente captar patrimônios familiares, tendo em vista os baixos índices de crédito direto vigentes até 2000 (Pineda, 2003).

Assim, há evidências sugestivas para cada um dos aspectos da financeirização adotados no trabalho, cada um relacionado a políticas neoliberais do período. No caso da securitização e da proliferação de novos tipos de instituições financeiras, elas foram uma consequência das reformas realizadas a partir do governo De la Madrid, que criaram marcos legais favoráveis a ambas. No caso da expropriação, seu principal gatilho foi a reforma da previdência realizada entre os governos Salinas e Zedillo.

5 Conclusão

Este trabalho defendeu, a partir do caso do México nas duas últimas décadas do século XX, a necessidade de se analisar em conjunto a financeirização e o neoliberalismo, enfatizando a articulação entre esses fenômenos. Argumentou-se que a interação triangular entre crises, neoliberalismo e financeirização é uma das principais características das transformações das economias capitalistas nas últimas décadas, que, no caso da economia mexicana, levou a sua restruturação, fragilização e estagnação.

Na sequência da crise de 1982, que representou um evento crucial, o PRI não a desperdiçou e realizou uma brusca reorientação de seu projeto político-econômico, levando o México, de um modelo baseado em forte estatização, herdeiro do PSI, a outro moldado pelo neoliberalismo, que terminou por catalisar a financeirização da economia. Esta foi entendida como resultado da conjunção de fatores como a aquisição de capacidades financeiras autônomas por parte de empresas não-financeiras, a redefinição do papel dos bancos, a emergência de atores financeiros não-bancários e a expropriação financeira, isto é, a inserção de patrimônios individuais nos circuitos de valorização financeira. O trabalho apresentou evidências preliminares para estes processos.

No limite, esses fenômenos fizeram surgir um "novo padrão sistêmico de riqueza" (Braga et al., 2017), centrado no capital fictício e financeiro. É difícil mensurar de forma precisa o quanto isso ocorreu de fato como consequência das crises experimentadas e das reformas adotadas entre 1982 e 2000. Para avaliar essa questão em profundidade, seria necessário, além de ampliar o universo de dados e variáveis, analisadas estatisticamente, estender a análise para o período mais recente, em que os governos do PAN (2000-2012) e do PRI (2012-2018) (e em menor medida o atual Partido Morena) deram continuidade ao modelo econômico neoliberal, e ver se os elementos considerados aqui como centrais para a financeirização se aprofundaram. Não obstante, a literatura consultada fornece pistas de que sim. Segundo Villavicencio (2021), com efeito, cujo trabalho se estende até 2018, a economia mexicana dá sinais de uma financeirização mais profunda do que a brasileira e a argentina.

Referências bibliográficas

AMSDEN, A. H. *A ascensão do "resto"*: os desafios ao Ocidente de economias de industrialização tardia. São Paulo: Editora Unesp, 2007.

APARICIO, A. Series estadísticas de la economía mexicana en el siglo XX. *Economía Informa*, [s. l.], v. 369, p. 63-85, jul./ago. 2011.

BANCO DE MÉXICO. *Informe anual*. México, D.F., vários anos (1980-2000). Disponible en: http://www.anterior.banxico.org.mx/dyn/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/indexpage.html.

BECK, T. et al. *Financial Development and Structure Dataset*. Washington, D.C.: The World Bank, 2019. Available at: https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database.

BRAGA, J. C. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 2, n. 1, p. 25-57, 1993.

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

CÁRDENAS, E. La economía en el dilatado siglo XX, 1929-2009. In: KUNTZ, S. (Org.). *Historia económica general de México*: De la colonia a nuestros días. México, D.F.: El Colegio de México; Secretaría de Economía, 2010.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 8, n. 2, p. 57-92, 1999.

CASTRO, J. From revolutionary nationalism to orthodox neoliberalism: how NAFTA contributed to push Mexico into the right-wing stranglehold. *Nuevo Mundo Mundos Nuevos*, [s. l.], 2017. Available at: https://journals.openedition.org/nuevomundo/71315.

COONEY, P. The Mexican crisis and the maquiladora boom: a paradox of development or the logic of neoliberalism?. *Latin American Perspectives*, [s. l.], v. 28, n. 3, p. 55-83, 2001.

CÓRDOVA, A. *La revolución y el Estado en México*. México, D.F.: Era, 1989.

CÓRDOVA, A. Elecciones: una evaluación. *Nexos*, México, D.F., 1994.

CORNELIUS, W. The political economy of Mexico under De la Madrid: austerity, routinized crisis, and nascent recovery. *Estudios Mexicanos*, v. 1, n. 1, p. 83-124, 1985.

CRUZ, M. ¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento mexicano? *Economía UNAM*, México D.F., v. 3, p. 115–124, 2006.

DAVIS, A.; WALSH, C. Distinguishing financialization from neoliberalism. *Theory, Culture & Society*, [s. l.], v. 34, n. 5-6, p. 27-51, 2017.

DEL CARMEN, M. Autoritarismo en tiempos de crisis: Miguel de la Madrid 1982-1988. *Historia y Grafía*, [s. l.], p. 149-177, 2011.

DEMIR, F. The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. *Review of Radical Political Economics*, [s. l.], v. 39, n. 3, p. 351-359, 2007.

DICKENS, E. The Eurodollar market and the new era of global financialization. In: EPSTEIN, Gerald A (Ed.). *Financialization and the World Economy*. London: Edward Elgar Publishing, 2005. p. 210-220.

DUMÉNIL, G.; LEVY, D. *Le triangle infernal*: crise, mondialisation, financiarisation. Paris: Actuel Marx/Presses Universitaires de France.

DUMÉNIL, G. Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis. In: EPSTEIN, Gerald A (Ed.). *Financialization and the world economy*. London: Edward Elgar Publishing, 2005. p. 17-46.

EPSTEIN, G. Introduction. In: EPSTEIN, G. *Financialization and the world economy*. London: Edward Elgar Publishing, 2005.

ESTADOS UNIDOS MEXICANOS. *Lei del Mercado de Valores*. México, D.F., 2 jan. 1975. Disponible en: http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/abro/LMV_abro.pdf. Acceso en: 29 abr. 2019.

FARHI, M. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 8, n. 2, p. 93-114, 1999.

GARRIDO, C.; MARTÍNEZ, J. F. El sistema financiero mexicano. Evolución reciente y perspectivas. *El Cotidiano*, [s. l.], v. 19, p. 19-29, 2004.

GILLY, A. *La revolución interrumpida*. México, D.F.: Ediciones El Caballito, 1977.

GIRÓN, A.; LEVY, N. *México*: ¡Los bancos que perdimos! De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero. México, D.F.: Instituto de Investigaciones Económicas – UNAM, 2005. E-book. Disponible en: http://ru.iiec.unam.mx/1363/1/MexicoLosBancosQuePerdimos.pdf. Acceso en: 29 jan. 2025.

GÓMEZ, R. *Neoliberalismo y seudociencia*. Buenos Aires: Lugar Editorial, 1995.

GONZÁLEZ, M.; TINOCO, J. Los rasgos psicosociales de la participación en las elecciones de 1994 y 2000 en el Distrito Federal. *Polis: Investigación y Análisis Sociopolítico y Psicosocial*, [s. l.], 2004. Available at: https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=72610408.

GRIFFITH-JONES, S. La crisis del peso mexicano. *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, n. 60, p. 151-170, 1996.

GUILLÉN, A. La renegociación de la deuda externa mexicana (1977-1987). *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, [s. l.], v. 18, n. 68, 1987.

GUILLÉN, A. México, ejemplo de las políticas anti-desarrollo del Consenso de Washington. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 26, n. 75, p. 57-76, 2012.

GUILLÉN, H. *La contrarrevolución neoliberal en México*. México, D.F.: Ediciones Era, 1997. E-book. Disponible en: https://archive.org/details/lacontrarrevoluc00guil/mode/2up. Acceso en: 29 jan. 2025.

GUTTMANN, R. Financialization revisited: the rise and fall of finance-led capitalism. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. spe, p. 857-877, 2017.

HARVEY, D. *A brief history of neoliberalism*. New York: Oxford University Press, 2005.

HUERTA, A. La globalización y la política macroeconómica acentúan la financiarización y la fragilidad de las economías: el caso de México. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. spe, p. 991-1023, 2017.

KLEIN, N. *The shock doctrine*: The rise of disaster capitalism. New York: Metropolitan Books/Henry Holt, 2007.

LAPAVITSAS, C. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. *Historical Materialism*, [s. l.], v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, C. Theorizing financialization. *Work, Employment and Society*, [s. l.], v. 25, n. 4, p. 611–626, 2011.

LÓPEZ, T. Deuda pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo. In: CORREA, Eugenia; GIRÓN, Alicia (Org.). *Reforma financiera en América Latina*. 1. ed. Buenos Aires; México, D.F.: CLACSO; Universidad Nacional Autónoma de México, Instituto de Investigaciones Económicas, 2006. p. 227-258. (Colección Edición y Distribución Cooperativa).

LÓPEZ, T.; BUSTAMANTE, J. Inversión, deuda y empresas: proceso de financiarización en México. In: CHAPOY, A.; RODRÍGUEZ, P. *Tras la crisis, políticas públicas a favor del crecimiento económico*. México, D.F.: IIEc/UNAM, 2012. p. 149-175. (Coleção de Libros Problemas del Desarrollo).

LÓPEZ-TOACHE, V. et al. Bonos de carbono: financiarización del medioambiente en México. *Estudios Sociales. Revista de Alimentación Contemporánea y Desarrollo Regional*, [s. l.], v. 25, n. 47, p. 190-214, 2016.

LUSTIG, N. Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995. *Revista de la CEPAL*, Santiago, v. 61, p. 40-61, abr. 1997.

MÁRQUEZ, H.; DELGADO, R.; PEREZ, O. Precarización de la fuerza de trabajo mexicana bajo el proceso de reestructuración productiva estadounidense. *Theomai*, [s. l.], n. 14, p. 92-109, 2006.

MENDOZA, A. Financiarización del tipo de cambio en México y la actividad productiva. *Ola Financiera*, [s. l.], v. 9, n. 23, 2016. Disponible en: http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/55302. Acceso en: 19 jun. 2019.

MENDOZA, A. Financiarización y ganancias de corporaciones en México. *Ola Financiera*, [s. l.], v. 3, n. 5, 2010. Disponible en: http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/23068. Acceso en: 19 jun. 2019.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw Hill, 2008.

MIROWSKI, P. *Never let a serious crisis go to waste*: how neoliberalism survived the financial meltdown. London: Verso, 2013.

MIROWSKI, P.; PLEHWE, D. *The road from Mont Pèlerin*: the making of the neoliberal thought collective. Cambridge, MA; London, England: Harvard University Press, 2009.

MORERA, C. *El capital financiero en México y la globalización*: límites y contradicciones. México, D.F.: Era Ediciones; UNAM; Instituto de Investigaciones Económicas, 1998.

MURILLO, J. A. *La banca en México*: privatización, crisis y reordenamiento. Washington, DC: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2002. Disponible en: http://www.cemla.org/red/papers2002/RED_VII_MEXICO-Jose-Murillo.PDF.

OLIVEIRA, G. Financeirização da riqueza e dinâmica econômica. *Ensaios FEE*, Porto Alegre, v. 30, n. 2, p. 727-754, 2009.

ORTEGA, J. M. Instituciones, estabilidad, crisis y reconstrucción: México 1987-1994. *Revista Mexicana de Ciencias Políticas y Sociales*, México, D.F., v. XLV, n. 186, p. 175-205, 2002.

OTERO, G. (Org.). *Neoliberalism revisited*: economic restructuring and Mexico's political future. Boulder, CO: WestView Press, 1996.

PALLEY, T. From Keynesianism to neoliberalism: shifting paradigms in economics. In: SAAD-FILHO, A.; JOHNSTON, D. (Ed.). *Neoliberalism*: a critical reader. London: Pluto Press, 2005. p. 20-29.

PALMA, G. On the economics of magical realism: is 'more savings and more transparency' really the main lesson of the 1994 Mexican crisis? *Cambridge Review of International Affairs*, London, v. 11, n. 1, p. 107-140, 1997.

PALMA, G. The three routes to financial crises: the need for capital controls. *CEPA Working Paper Series*, [s. l.], v. 3, n. 18, 2000. Available at: https://ideas.repec.org/p/epa/cepawp/2000-17.html.

PALMA, G. Three-and-a-half cycles of 'mania, panic, and [asymmetric] crash': East Asia and Latin America compared. In: Chang, Ha-Joon; PALMA, Gabriel; Whittaker, D. Hugh. *Financial liberalization and the Asian crisis*. New York: Springer, 2001. p. 254-286. E-book. Available at: https://www.researchgate.net/profile/Jonathan_Pincus/publication/304698741_Indonesia_From_Showcase_to_Basket_Case/links/5cd14b12458515712e977c0e/Indonesia-From-Showcase-to-Basket-Case.pdf#page=267.

PALMA, G. The seven main "stylized facts" of the Mexican economy since trade liberalization and NAFTA. *Industrial and Corporate Change*, Oxford, v. 14, n. 6, p. 941-991, 2005.

PETRICIOLI, G. Carta de intención al FMI. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *Banco Nacional de Comercio Exterior S. N. C.*, v. 36, n. 8, p. 730-734. México, D.F.: Comercio Exterior, 1986.

PINEDA, P. El perfil de la banca comercial en México al final de la administración zedillista. *Espiral*, Guadalajara, 2003. Disponible en: https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=13802602.

PIÑEYRO, J. L. Contraguerrilla y violencia estatal en México: ¿Política de Estado?. In: RANGEL, C.; SÁNCHEZ, E. (Org.). *México en los setenta: ¿Guerra sucia o terrorismo de Estado? Hacia una política de la memoria*. México, D.F.: Editorial Itaca, 2015. p. 21-49.

REVUELTAS, A. Las transformaciones del Estado en México: el neoliberalismo "a la mexicana". México, D.F.: UAM-Xochimilco, 1996. E-book. Disponible en: https://pt.scribd.com/document/363705073/Adriana-Revueltas-Las-transformaciones-del-Estado-en-Mexico-un-neoliberalismo-a-la-mexicana-UAM-Xochimilco-1996-pdf.

ROUX, R. El príncipe fragmentado: liberalización, desregulación y fragmentación. *Veredas*, México, D.F., n. 20, p. 73-96, 2010.

RUBIO, L. Fobaproa o las consecuencias de la ineptitud. *Nexos*, México, D.F., jul. 1998. Disponible en: https://www.nexos.com.mx/?p=8941. Acceso en: 13 jun. 2019.

SACHS, J.; TORNELL, A.; VELASCO, A. The collapse of the Mexican Peso: what have we learned? *Economic Policy*, [s. l.], v. 22, abr. 1996. Available at: https://www.nber.org/papers/w5142.

SÁNCHEZ-TABARÉS, R.; SÁNCHEZ-DAZA, A. Desregulación y apertura del sector financiero mexicano. *Comercio Exterior*, [s. l.], p. 12, ago. 2000.

SÁNCHEZ, C. Breve historia del EZLN. *Boletín de Antropología Americana*, n. 32, p. 127-140, 1998.

SANTOS, P. On the content of banking in contemporary capitalism. *Historical Materialism*, v. 17, n. 2, p. 180-213, 2009.

SCHETTINO, M. The Mexican economy at the turn of the century. *Cambridge Review of International Affairs*, [s. l.], v. 11, n. 1, p. 160–181, 1997.

SOTELO, A. Dependência, precariedade laboral e fratura social na América Latina com as reformas neoliberais. *Argumentum*, v. 8, p. 140-152, 2016.

SOTO, R. América Latina. Entre la financiarización y el financiamiento productivo. *Problemas del Desarrollo*, [s. l.], v. 44, n. 173, p. 57-78, 2013.

TICKELL, A.; PECK, J. Making global rules: globalization or neoliberalization? In: REMAKING the global economy: *economic-geographical perspectives*. London: SAGE Publications Ltd, 2003. p. 163-181. E-book. Available at: http://sk.sagepub.com/books/remaking-the-global-economy/n10.xml. Acesso em: May 27, 2021.

TURRENT, E. *Historia sintética de la banca en México*. Banco de México, 2007. Disponible en: http://www.anterior.banxico.org.mx/sistema-financiero/material-educativo/basico/%7BFFF17467-8ED6-2AB2-1B3B-ACCE5C2AF0E6%7D.pdf. Acceso en: 29 jan. 2025.

VAN HORN, R.; MIROWSKI, P. The rise of the Chicago School of Economics. In: MIROWSKI, P.; PLEHWE, D. *The road from Mont Pèlerin: the making of the neoliberal thought collective*. Cambridge, MA; London, England: Harvard University Press, 2009. p. 139-170.

VILLAGÓMEZ, F. A.; HERNÁNDEZ, J. I. Impacto de la reforma al sistema de pensiones en México sobre el ahorro. *Economía Mexicana. Nueva Época*, [s. l.], v. XIX, p. 271-310, 2010.

VILLAVICENCIO, G. Financiarización subordinada y emisión de títulos de deuda en América Latina: las experiencias de Argentina, México y Brasil. *El Trimestre Económico*, [s. l.], v. 88, n. 349, p. 181-200, 2021.

WEISBROT, M.; MERLING, L.; MELLO, V.; LEFEBVRE, S.; SAMMUT, J. Did NAFTA help Mexico? An update after 23 years. *CEPR*, mar. 2017. Available at: https://cepr.net/images/stories/reports/nafta-mexico-update-2017-03.pdf?v=2. Access: Oct. 6, 2021.

WILLIAMSON, John. The strange history of the Washington Consensus. *Journal of Post Keynesian Economics*, [s. l.], v. 27, n. 2, p. 195-206, 2005.

EDITOR RESPONSÁVEL PELA AVALIAÇÃO

Bruno De Conti