

Estudo da financeirização em escala macroeconômica no Brasil *

Luccas Assis Attílio **
Jamile Ulisses Pereira ***

Resumo

Neste artigo, investiga-se a financeirização da economia brasileira em escala macroeconômica. Para isso, cinco indicadores de financeirização são analisados. Posteriormente, constrói-se um modelo econométrico com base no índice de financeirização de Bruno et al (2009), abrangendo os anos 1996 a 2017, para relacionar a financeirização com variáveis macroeconômicas. Com a utilização do VEC, por meio de relações de longo prazo (cointegração) e Funções Impulso Resposta, observa-se que a financeirização impacta de forma negativa o crescimento econômico. Resultados secundários também apontam nessa direção, com a financeirização atingindo de forma desfavorável a oferta e a demanda agregada.

Palavras-chave: Financeirização; Crescimento econômico; Demanda agregada; Oferta agregada.

Abstract

Study of financialization on a macroeconomic scale in Brazil

This paper investigates the financialization of the Brazilian economy on a macroeconomic scale. For this, five financialization indicators are analyzed. Subsequently, an econometric model is constructed based on the financialization index of Bruno et al (2009), covering the years 1996 to 2017, to relate financialization with macroeconomic variables. With the use of VEC, through long-term relationships (cointegration) and Impulse Response Functions, it can be observed that financialization has a negative impact on economic growth. Secondary results also point in this direction, with financialization reaching unfavorably aggregate supply and demand.

Key-words: Financialization; Economic growth; Aggregate demand; Aggregate supply.

JEL: E20, E44, G00.

1 Introdução

A economia brasileira apresentou forte crescimento econômico entre os anos 1950 e 1980, no entanto, a partir do surgimento de desequilíbrios macroeconômicos — como a hiperinflação e o aumento do endividamento externo e interno —, o ritmo acelerado de expansão do Produto Interno Bruto (PIB) foi interrompido. Embora o país tenha conseguido resolver e superar parte desses obstáculos ao desenvolvimento, o desempenho econômico posterior não alcançou o mesmo dinamismo observado no período anterior.

Variadas causas são apontadas para explicar esse enfraquecimento macroeconômico, entre elas a financeirização do Brasil. Segundo Braga (2000), a financeirização pode ser entendida como o processo pelo qual a lógica financeira passa a dominar a dinâmica econômica, influenciando decisões de investimento, consumo e produção, e transformando a forma como a riqueza é gerada e distribuída.

* Artigo recebido em 25 de janeiro de 2019 e aprovado em 17 de junho de 2025.

** Professor da Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP), Mariana, MG, Brasil. E-mail: luccas.attilio@ufop.edu.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5497-1043>.

*** Doutoranda da FEA da Universidade de São Paulo (USP-FEA), São Paulo, SP, Brasil. E-mail: jamile_ulisses@usp.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1138-9985>.

Isso inclui a crescente importância dos mercados financeiros, a capitalização financeira e a intermediação financeira como elementos centrais da acumulação de capital.

Para teóricos da regulação (e da financeirização), como Boyer (1990), Lipietz (1988) e Bruno (2004), estudar crescimento econômico significa tentar encontrar regularidades referentes à organização da produção e da distribuição. Assim, o crescimento econômico (ou o regime de acumulação) seria dado por um esquema de reprodução que descreve a alocação do trabalho social e a repartição dos produtos entre os diferentes departamentos da produção. Assim, um regime de acumulação financeirizado pode ser analisado como referente às leis macroeconômicas, buscando identificar as trajetórias de crescimento e seus momentos de inflexão.

A partir dessas considerações, o objetivo deste artigo é investigar se a economia brasileira passa pelo processo de financeirização e, posteriormente, verificar se há uma relação entre a financeirização e o comportamento de variáveis macroeconômicas.

Para averiguar sobre a financeirização do Brasil utiliza-se cinco índices: a proporção entre os ativos financeiros e o investimento produtivo; o valor de mercado em relação ao PIB; o pagamento de juros em relação ao PIB; a soma dos ativos e dos passivos financeiros externos em proporção ao PIB e, por fim, a proporção do crédito doméstico para pessoas físicas em relação ao PIB. No tocante à relação da financeirização com variáveis macroeconômicas, construiremos um modelo econométrico abrangendo os anos de 1996 a 2017. Usaremos o VEC, e as análises procederão por meio de relações de longo prazo entre as variáveis (cointegração) e Funções Impulso Resposta (FIR).

Os resultados sugerem que a economia brasileira está inserida no processo de financeirização, cujos impactos sobre o crescimento econômico são complexos e não necessariamente negativos em termos teóricos (Hein, 2011), mas que aqui parecem impactar de forma desfavorável o crescimento econômico. Epstein (2005) argumenta que as finanças se beneficiam dos mesmos processos que criam crises econômicas, comprometendo, assim, a estabilidade do crescimento econômico. Resultados secundários também apontam para a relação perniciosa da financeirização com o ambiente macroeconômico: tanto a oferta quanto a demanda agregada são atingidas de forma negativa.

Justifica-se esse artigo com base em quatro pontos. O primeiro é a investigação de financeirização com base em cinco índices utilizados pela literatura. O segundo é a análise de relações da financeirização com variáveis tanto da oferta quanto da demanda agregada. O terceiro ponto é a busca por uma melhor compreensão da desaceleração do crescimento econômico observada a partir dos anos 1980, considerando a possível relevância da financeirização nesse processo. Por fim, o quarto ponto é o fornecimento de subsídios para o entendimento do funcionamento e das crises econômicas decorrentes do processo de financeirização.

O artigo está dividido em quatro seções além desta introdução. A seção 2 define o conceito de financeirização e o relaciona com o crescimento econômico; a seção 3 investiga a economia brasileira com cinco índices de financeirização, relacionando-os com a expansão do produto; a seção 4 realiza o exercício econométrico; e a seção 5 apresenta algumas conclusões.

2 Financeirização

A partir dos anos 1980, o setor financeiro tornou-se um dos eixos centrais na análise do crescimento econômico. Segundo autores como Coutinho e Belluzzo (1998) e Epstein (2005), nesse período a economia global passou por transformações significativas, com a redução da intervenção estatal em favor das forças de mercado e a expansão das transações comerciais e financeiras internacionais. Essas mudanças foram marcadas pelo retorno do liberalismo em detrimento do keynesianismo, além do avanço da globalização e da financeirização.

Diversos autores conceituam a financeirização, e tais conceitos variam conforme a abordagem teórica adotada. Pioneiramente no Brasil, Braga (2000) define a financeirização como um processo de predominância da lógica financeira sobre a dinâmica econômica, reconfigurando as decisões de investimento, consumo e produção, bem como as formas de geração e distribuição de riqueza. Esse fenômeno manifesta-se por meio da centralidade dos mercados financeiros, da financeirização das empresas (capitalização financeira) e da expansão da intermediação financeira como eixos estruturantes da acumulação capitalista. Essa definição, por ser caráter macroestrutural, aproxima-se às oferecidas pelos teóricos regulacionistas citados anteriormente (Bruno, 2009).

Epstein (2005) compreende a financeirização como o aumento da influência de motivações, mercados, atores e instituições financeiras sobre as operações econômicas. Autores como Epstein (2005) e Andrade e Feres (2018) destacam que esse processo foi impulsionado pelo maior acesso das famílias ao mercado financeiro, pelo crescimento dos intermediários financeiros e pela influência desse cenário nas decisões das empresas, dos grupos familiares e das políticas macroeconômicas e sociais dos Estados nacionais.

De acordo com Van der Zwan (2014), a financeirização exerce influência sobre três esferas principais: as famílias, as empresas e a economia como um todo. Para cada uma dessas esferas, a autora associa uma definição específica. No caso das empresas, a financeirização se manifesta por meio do conceito de *Maximizing Shareholder Value* (MSV), que prioriza a maximização do valor para os acionistas. No contexto das famílias, ela é entendida como a financeirização da vida cotidiana, refletindo a crescente influência de práticas e lógicas financeiras no dia a dia das pessoas. Já em relação à economia, a financeirização é caracterizada como um novo regime de acumulação de capital, no qual os mercados financeiros assumem papel central na dinâmica econômica.

A abertura econômica, em geral, e a abertura financeira, em particular, realizadas nas décadas de 1970 e 1980, propiciaram um ambiente de maior facilidade para o endividamento externo das corporações (Harvey, 2016). Concomitantemente a esse fato, observou-se o surgimento de diversos fundos de previdência e fundos mútuos, os quais, de forma deliberada, investiam significativa parcela do seu capital na aquisição de ações de variadas empresas (Plihon, 1995; Chesnais, 1996). Consequentemente, esses agentes – mas não somente eles – passaram a deter maior influência sobre o funcionamento das empresas. Era a ascensão do *maximizing shareholder value* (Lazonick; O'Sullivan, 2000).

A estratégia de governança corporativa do MSV procura aliar os objetivos dos gestores com os dos acionistas (Miranda, 2013). Para atingir esse propósito, a remuneração do gerente é atrelada às ações da própria empresa. Elevar o valor dessas ações se torna um fim. Por meio da distribuição

de dividendos e da recompra de ações, essas empresas conseguem incrementar o valor de suas ações e, ao atender às expectativas do mercado financeiro, atraem mais financiamento (Stockhammer, 2004).

Para auxiliar na rápida distribuição de dividendos e na obtenção de lucro no curto prazo, muitas corporações recorrem ao mercado financeiro, participando ativamente por meio de aplicações financeiras (Lapavistas, 2011). Desse modo, essas firmas passam a depender menos dos empréstimos bancários e, também, adquirem um importante canal de sobrevivência no setor financeiro, e não dependem exclusivamente do setor produtivo (Tridico; Pariboni, 2017).

É nessa inter-relação que muitos autores se detêm a investigar. Esses autores associam a emergência da estratégia de maximização o valor do acionista com a deterioração do desempenho do setor produtivo (Lazonick, 2011; Lazonick, 2012; Toni; Onaran, 2017). O investimento produtivo seria, assim, preterido pelo investimento financeiro, o qual passa a ser preferido em virtude de alguns fatores. Um deles é a obtenção de lucro de forma mais rápida, aspecto discutido por Crotty (2003).

Crotty (2003) aponta um paradoxo na busca pelo lucro de curto prazo. Enquanto o mercado financeiro exige elevada lucratividade em reduzido período temporal, as empresas se deparam com um mercado de bens e serviços mais competitivo e, portanto, com menores margens de lucro. Para contornar essa situação, essas empresas têm cortado postos de trabalho, reduzido salários e tornado o emprego mais precário, isto é, parte do ajuste é direcionada aos trabalhadores (González; Sala, 2013).

Outro fator para justificar a busca do lucro financeiro são as incertezas intrínsecas de uma economia capitalista (Keynes, 1988). Após as políticas de abertura financeira e o aumento da concorrência internacional, o horizonte de planejamento se tornou mais difícil de ser calculado. Minsky (1986) aponta que tais políticas financeiras tornaram a economia mundial mais instável, sujeita a crises mesmo em períodos de elevado crescimento econômico. É a fragilidade financeira proporcionada pela globalização financeira.

Desse modo, o MSV pode desacelerar a acumulação de capital produtivo e, por conseguinte, prejudicar os trabalhadores. Essa definição de financeirização tem sido utilizada atualmente para explicar a perda de dinamismo econômico mundial, em especial, desde a crise financeira dos Estados Unidos da América (EUA) em 2007 (Togati, 2015; Rovira, 2017).

De forma resumida, a prevalência da valorização financeira é mais qualitativa do que quantitativa, apesar do crescimento vertiginoso desse tipo de riqueza. As próprias instituições que se especializaram na acumulação pela via da finança tornaram-se também proprietárias dos grupos empresariais mais importantes em nível global e impuseram à própria acumulação de capital produtivo uma dinâmica orientada pela maximização do valor acionário (Chesnais, 2005). No que tange à gestão corporativa, a lógica financeira alojada na esfera produtiva explica inúmeras mudanças ocorridas aí, tais como as expectativas mais de curto prazo, o maior destino de lucros a pagamento de dividendos e recompra de ações e os processos de terceirização. No que se refere à distribuição de renda, tais análises revelam duas grandes propensões: diminuição da participação da renda do trabalho na renda nacional e aumento da dispersão da distribuição salarial.

A segunda definição de Van der Zwan (2014) é relativa às famílias. Nessa consideração, as famílias – em decorrência do recuo do governo na provisão de serviços sociais, e da estagnação dos

salários –, recorrem ao setor financeiro para suprir necessidades da vida cotidiana, como aposentadoria e escolaridade (Lapavitsas, 2011). Tal tendência permeia a vida dessas famílias de forma tão significativa que se torna algo ordinário e cultural a relação com o mercado financeiro.

Esse laço entre famílias e mercado financeiro se desdobra em endividamento para as primeiras e em fonte adicional de lucro para os últimos (Lapavitsas, 2009). A crise financeira de 2007 reforçou a importância de estudar essa definição de financeirização, pois muitos autores atribuem os acontecimentos de 2007-2009 aos desenvolvimentos do mercado financeiro (Krugman, 2009; Dymski, 2012; Freitas, 2017). Em especial, o mercado de hipotecas *subprime*, no qual foram transacionados ativos financeiros arriscados com famílias de baixa remuneração e, posteriormente, esses mesmos ativos foram negociados (securitizados) para outras instituições financeiras, demonstrou a importância – e os riscos – de compreender a financeirização da vida cotidiana.

No tocante ao crescimento econômico, a crise de 2007, *per si*, já justificaria quaisquer considerações negativas. Todavia, o maior endividamento das famílias, exacerbando o enfraquecimento da demanda agregada, tem colocado riscos à recuperação da economia mundial (Togati, 2015). Outro fator de risco é a insuficiente educação financeira de muitas famílias e a aquisição de ativos financeiros que exigem maior compreensão – novamente a crise financeira de 2007 fortalece essa hipótese. Por fim, a inadimplência das famílias pode desencadear perturbações no sistema financeiro, dadas as securitizações e alavancagens apoiadas nesses ativos (Dymski, 2012).

A última definição de Van der Zwan (2014) é entendê-la como um regime de acumulação de capital. Durante a *Golden Age* do capitalismo do século XX (1950-1970), a acumulação de capital se pautou, precipuamente, pelo canal produtivo (Arrighi, 1994; Hobsbawn, 2003). Todavia, o contexto de crise econômica do final da década de 1970 e início dos anos 1980 representou a ruptura desse padrão (Boyer, 2000).

A solução para esse entrave ocorreu com a liberalização do canal financeiro, processo circunscrito às reformas de abertura de mercado (Chesnais, 1996). Encabeçadas por Ronald Reagan, nos EUA, e Margaret Thatcher, no Reino Unido, e contando com o apoio intelectual de nomes de prestígio, como Friedman e Hayek, essas políticas viabilizaram a continuação do processo de acumulação de capital, com a importante diferença de que este passou a ocorrer, com maior intensidade, no setor financeiro (Harvey, 2005).

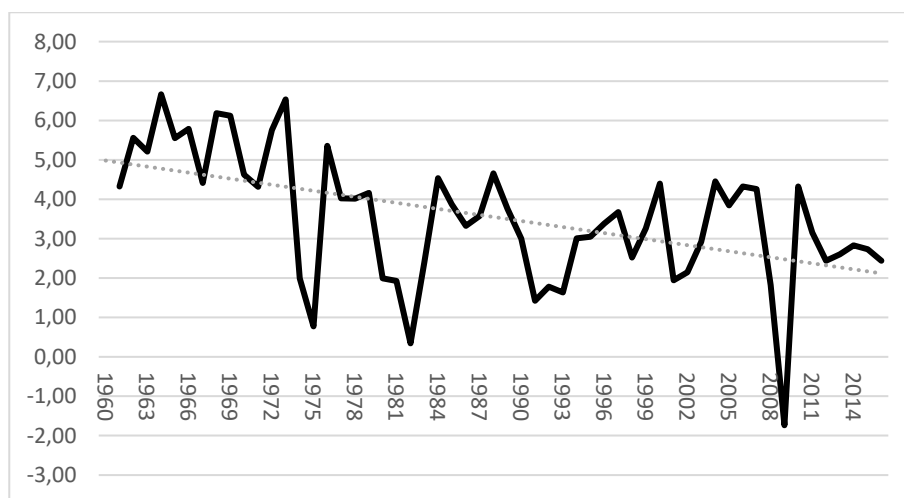
Essa dinâmica evidencia que o investimento produtivo perderia espaço para o investimento financeiro, ou seja, haveria um antagonismo entre a esfera financeira e a esfera produtiva (Chesnais, 1996). A esfera financeira passaria a se reproduzir mesmo sem a participação da esfera produtiva, exibindo determinada autonomia em sua valorização e reprodução (Sabadini, 2013). Um exemplo dessa característica é a ocorrência de bolhas financeiras – que representam a valorização do ativo financeiro sem a correspondência do seu lastro, isto é, o ativo produtivo¹ –, com destaque para crises decorrentes delas, como a crise asiática de 1997 (Krugman, 2009).

(1) Empresas não-financeiras de capital aberto ilustram esse aspecto. Elas emitem ações (ativo financeiro) apoiadas na empresa (ativo produtivo). Caso ocorra uma grande valorização no valor das ações sem a contrapartida de aumento da produção, do lucro ou da produtividade da empresa, é um indício de bolha. Para maiores detalhes, ver Krugman (2009).

Assim, temos como consequência negativa para o setor produtivo, não obstante a possibilidade de crises financeiras, o enfraquecimento do crescimento econômico (Harvey, 2016; Feijó, Lamônica e Bastos, 2017). O aumento da produção é impactado desfavoravelmente tanto em virtude da redução do investimento produtivo quanto pelo aumento de incerteza criada (Rovira, 2017). A prática de especulação financeira com variáveis macroeconômicas, como a taxa de câmbio, prejudica o planejamento das empresas. O câmbio torna-se um ativo financeiro.

Descritas as três definições de financeirização e o relacionamento – pernicioso – destas com o crescimento econômico, revela-se o porquê de alguns autores, como Togati (2015) e Tridico e Pariboni (2017), de apontarem a financeirização como um dos fatores responsáveis pelo enfraquecimento econômico mundial (Gráfico 1), com impactos tanto sobre a oferta (queda da produtividade do trabalho, menor inovação tecnológica) quanto sobre a demanda agregada (enfraquecimento do consumo, redução do investimento público e privado).

Gráfico 1
Crescimento econômico mundial (em %)



Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Mundial.

Nota: Crescimento econômico é a expansão do produto interno bruto real em porcentagem.

Por meio da linha de tendência (linha pontilhada) do Gráfico 1 é possível visualizar a queda da expansão da produção mundial ao longo dos anos. O crescimento médio foi de 5,4% no final da Era de Ouro (1961-1970), cai para 3,5% nas décadas de ajuste econômico e reformas de abertura comercial e financeira (1971-1989), é de 2,9% entre os anos 1990 e 2006; e 2,4% após a crise financeira dos EUA (2007-2016). A economia mundial tem encontrado dificuldades para voltar a apresentar o ritmo de expansão visto na segunda metade do século passado, sendo a financeirização uma hipótese para explicar tal declínio.

3 Análise da financeirização em nível macroeconômico no Brasil

No período estudado, a economia brasileira enfrentava uma crise econômica profunda, muitas vezes caracterizada por economistas de cunho mais ortodoxo, como consequência do desequilíbrio

das contas públicas – especialmente devido ao rápido aumento da razão dívida/PIB – e pela contração do PIB. Além disso, o país vivia uma crise institucional, com o impedimento da então presidenta Dilma Rousseff.

Nesse cenário, o papel do mercado financeiro sobre a economia chamava atenção. O presidente em exercício na época, Michel Temer, embora tivesse baixa popularidade, contava com o apoio do mercado financeiro. Esse apoio era evidente em indicadores como a taxa de câmbio e o desempenho do mercado de ações. A confiança dos agentes financeiros estava ancorada na expectativa de que a administração de Temer conseguiria aprovar medidas para ajustar as contas públicas, com destaque para a proposta de reforma da previdência, que de fato ocorreu.

A reforma da previdência aprovada era bastante impopular e aqui se encontra a questão apontada por alguns autores como característica de economias financeirizadas ou maior influência das finanças sobre a economia (Chesnais, 1996; Harvey, 2005; Sotiropoulos; Lapatsioras, 2014): o distanciamento entre o político e a população que o elege enquanto uma aproximação desse político com o mercado financeiro.

Proponentes dessa tese interpretam a financeirização como uma forma de a elite se perpetuar no poder (Sotiropoulos; Lapatsioras, 2014). O fato é que o Estado perde autonomia para a realização de políticas públicas em virtude da busca de se adequar às expectativas do mercado financeiro (Bin, 2015). Caso ocorra um distanciamento entre o Estado e o mercado financeiro, o primeiro pode sofrer abruptas saídas de capital, culminando na desvalorização de sua moeda e em uma possível crise financeira (Krugman, 2009).

Essa breve descrição da situação da economia brasileira serve para ilustrar o debate acerca da financeirização do Brasil (Belluzzo; Almeida, 2002; Paulani, 2013; Silva, 2014). Em especial, Bruno et al (2009) denota que a financeirização do país ocorreu de forma singular, pois foi desencadeada pelo endividamento público com elevada taxa de juros, ao contrário da vista nas nações avançadas, nas quais a financeirização ocorreu pelo endividamento privado e com taxas de juros reduzidas.

O trabalho de Bruno et al (2009) mostra que a financeirização no Brasil pode estar delimitada pelo ambiente institucional, sendo moldada com singularidades em decorrência das características da economia doméstica. Consequentemente, ao comparar a financeirização do Brasil com a de economias anglo-saxônicas, por exemplo, deveríamos nos ater a esse aspecto.

Nessa seção apresenta-se uma das contribuições do artigo com a literatura, porque iremos analisar a financeirização da economia brasileira utilizando cinco indicadores de financeirização, em uma escala macroeconômica. Todavia, seremos parcimoniosos nas conclusões, uma vez que, como dito anteriormente, nosso ambiente institucional é diferente do visto nas economias anglo-saxônicas.

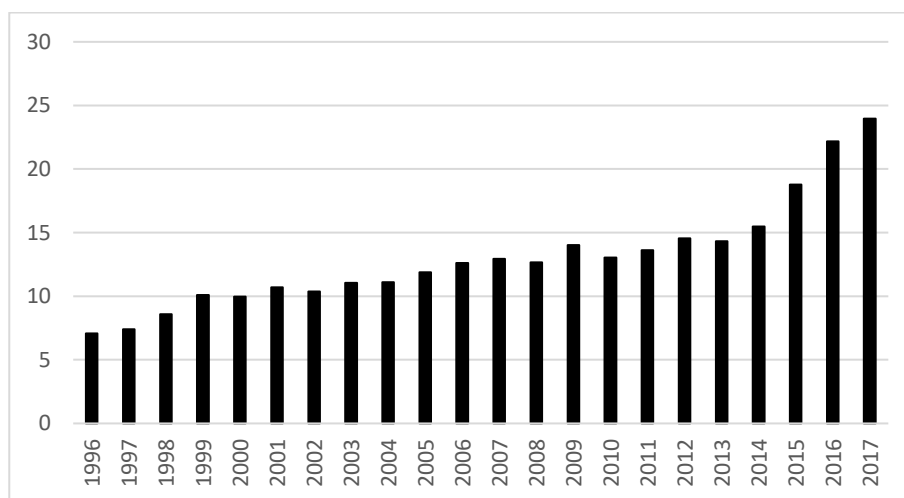
O primeiro indicador é baseado no trabalho de Bruno et al (2009). Os autores utilizam o agregado monetário M4 e subtraem o agregado monetário M1. Com o resultado obtido, este é dividido pela formação bruta de capital fixo (FBCF). O indicador pode ser visto na equação 1:

$$Indicador = \frac{(M4-M1)}{FBCF} \quad (1)$$

A ideia desse indicador é que ele mostra a proporção dos ativos financeiros com o investimento produtivo. O aumento dessa razão evidencia a expansão do setor financeiro sobre o setor

produtivo, ou a disseminação de ativos financeiros em proporção com o investimento produtivo, ou a alocação de poupança em fontes não produtivas em proporção com o investimento produtivo. Em resumo, o aumento desse índice sugere um processo de financeirização. O Gráfico 2 exibe o indicador.

Gráfico 2
Indicador de financeirização I: $(M4-M1)/FBCF$



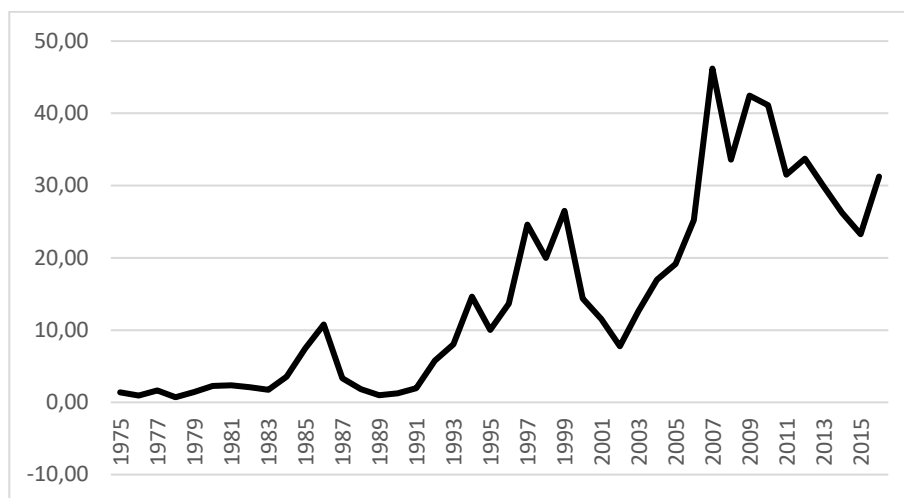
Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Central do Brasil e do IBGE.

O Gráfico 2 mostra que desde o início da série a tendência é de crescimento desse indicador. Destaque para os últimos três anos, quando ele sobe significativamente. É justamente nesses anos que a crise econômica do Brasil se agrava, com a queda do investimento produtivo.

O segundo indicador é inspirado no trabalho de Tridico e Pariboni (2017). Os autores utilizam o valor de mercado, ou capitalização de mercado (preço das ações multiplicado pelo número de ações) em proporção ao PIB das empresas de capital aberto. A elevação desse indicador sinaliza a valorização acionária das firmas em proporção com a produção da economia, podendo sugerir a existência de um descolamento na precificação desses ativos financeiros em comparação com a sua contrapartida no setor produtivo, a própria empresa.

É fundamental ressaltar que este indicador, por si só, não permite inferir diretamente sobre a alocação de recursos pelas empresas entre ativos financeiros e investimentos produtivos. Ele sinaliza potenciais desequilíbrios entre os mercados financeiros e a economia real, mas não estabelece relações causais. Para afirmações mais robustas sobre o comportamento das empresas, seria necessário complementar esta análise com dados microeconômicos dos balanços corporativos. O Gráfico 3 apresenta a evolução desse indicador para o caso brasileiro.

Gráfico 3
Indicador de financeirização II: Valor de mercado/PIB (em %)



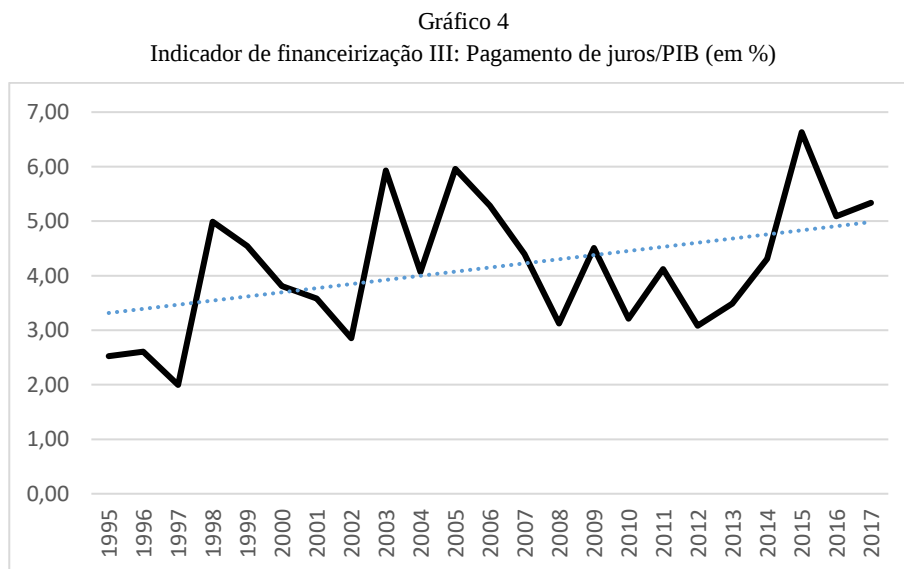
Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Mundial.

É a partir da década de 1990 que esse indicador cresce continuamente. É a década em que o país realizou políticas para abrir o seu setor financeiro (Garagorry, 2007), e quando o Plano Real foi implementado. Sobre o Plano Real, embora tenha colocado fim no processo inflacionário, críticos apontam que ele piorou o endividamento tanto externo quanto público (Mollo, 2011; Paulani, 2013), além de ter tornado a economia mais dependente do capital financeiro (Belluzzo, 2016; Dowbor, 2016). Esses dois fatores ajudam a entender a ascensão do valor de mercado nesse período, quando o país testemunhou elevada entrada de capital externo.

O próximo indicador é o pagamento de juros da dívida pública em proporção com o PIB. O trabalho de Feijó, Lamônica e Bastos (2017) utiliza esse indicador para representar a financeirização da economia brasileira. Em especial, Libânio (2010) e Weisbrot, Carrillo e Mello (2017) criticam o patamar da taxa de juros Selic, a qual, segundo esses trabalhos, encontra-se em um nível elevado para ser compatível com maior crescimento econômico. Gaulard (2012) assinala que devido ao elevado patamar da taxa de juros, capitais especulativos são atraídos para o país, causando maiores oscilações na taxa de câmbio e aumentando os riscos financeiros. Belluzzo (2016) chama a atenção para o papel prejudicial da taxa Selic ao causar a valorização da taxa de câmbio, o que retira competitividade do setor industrial. Por fim, Paulani (2013) critica os vultosos pagamentos de juros do país advindos da elevada taxa de juros Selic.

O Gráfico 4 apresenta esse indicador. A linha de tendência não deixa dúvidas de que no período analisado ocorreu crescente transferência de dinheiro público para os credores do Estado. Em meio à forte crise econômica, o pagamento de juros apresentou o maior valor (6,7% em 2015). Também pode ser percebido o ciclo vicioso de ajuste econômico: eleva-se a taxa de juros Selic para reduzir a inflação, mas ao fazê-lo o pagamento de juros é incrementado, prejudicando o ajuste das

contas públicas. Em termos de financeirização, o aumento do indicador do Gráfico 4 reforça os resultados anteriores, de que o Brasil estaria atravessando esse processo.

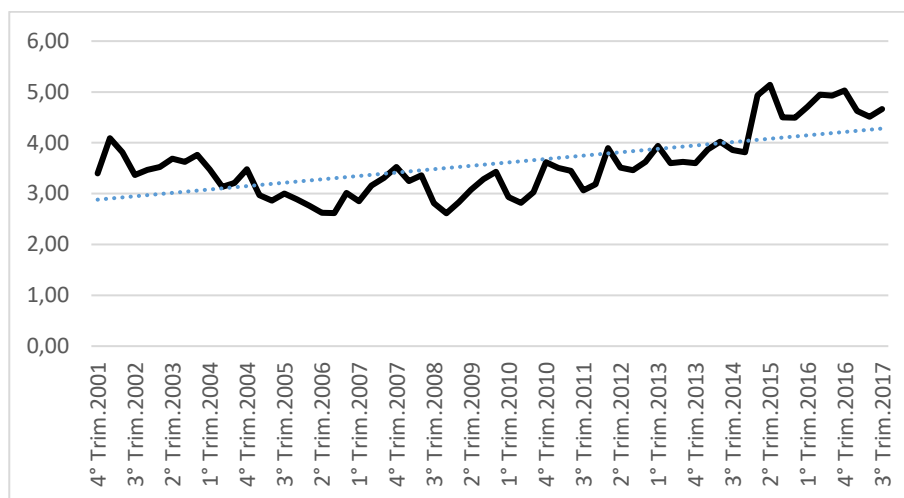


Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Central do Brasil.

A soma dos ativos e passivos financeiros externos como proporção do PIB é o quarto indicador de financeirização (Jaconis, 2017). A elevação desse índice pode mostrar a maior participação da economia em aplicações financeiras (no caso dos ativos) ou o seu maior endividamento (no caso dos passivos). Em comum, o aumento de ambas as rubricas indicaria maior inserção do país nas finanças mundiais, aumento da participação da economia na utilização do setor financeiro.

O Gráfico 5 mostra que esse indicador sofreu oscilações ao longo do período, todavia, a sua tendência foi de aumento. A partir do ano de 2006 essa proporção aumenta significativamente. Talvez a explicação repouse no ambiente internacional de ampla liquidez (Baltar, 2015), acarretando no aumento de passivos. É mais uma evidência de financeirização da economia brasileira.

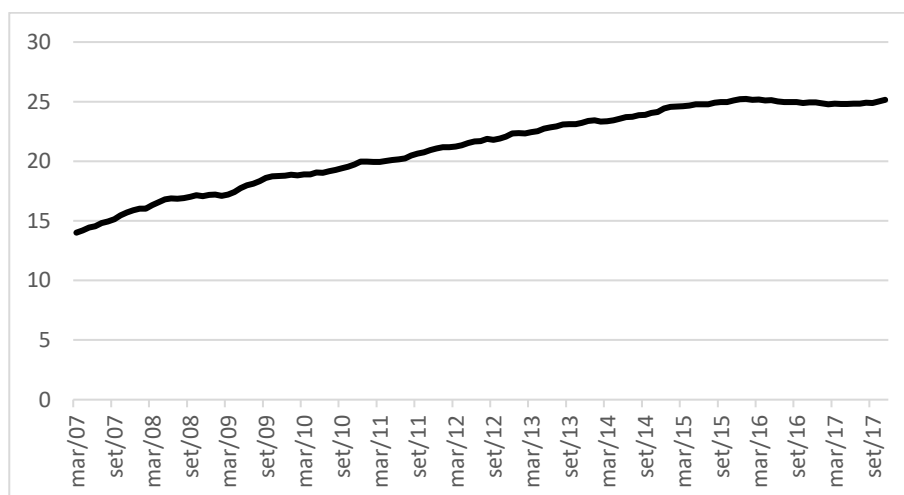
Gráfico 5
Indicador de financeirização IV: ativos e passivos financeiros externos/PIB (em %)



Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Central do Brasil.

O quinto e último indicador é a proporção do crédito doméstico para pessoas físicas com o PIB. Trabalhos que se preocupam em investigar a financeirização da vida cotidiana, normalmente se referem a esse indicador como evidência de financeirização, como é o caso de Erturk et al (2005), Palley (2007) e Lapavitsas (2011). A obtenção de crédito pelas famílias no mercado financeiro para as necessidades de consumo ou lazer são captadas por esse indicador. O aumento deste representaria, portanto, maior incorporação de famílias na esfera financeira.

Gráfico 6
Indicador de financeirização V: crédito para pessoas físicas/PIB (em %)

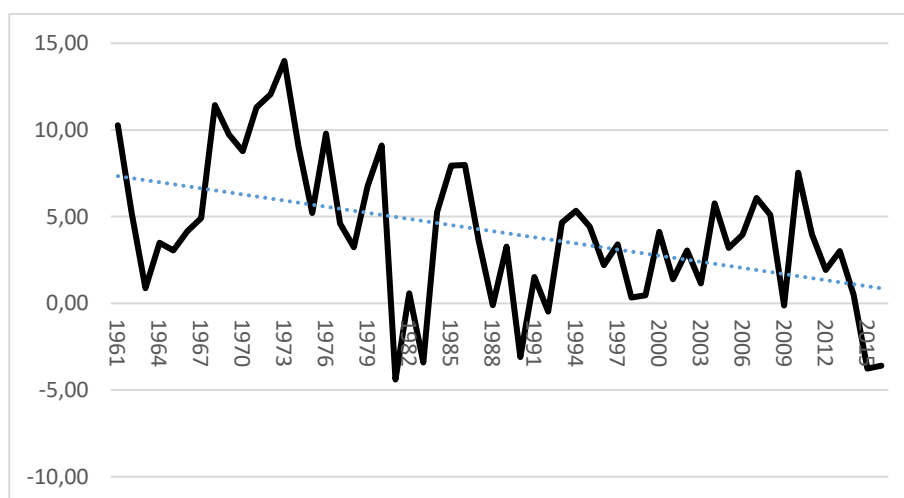


Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Central do Brasil.

O Gráfico 6 mostra o avanço do crédito para as famílias, com expressivo aumento em pouco mais de dez anos. No entanto, é importante contextualizar essa relação dentro do período analisado, marcado por políticas econômicas voltadas ao estímulo do consumo e à ampliação da inclusão financeira. Assim como houve a ressalva com o indicador 2, o indicador 5, quando analisado isoladamente, não constitui evidência suficiente de um processo de financeirização do sistema bancário. Contudo, quando considerado em conjunto com os demais indicadores, fortalece a hipótese da ocorrência de financeirização na economia brasileira.

Quando examinados em conjunto, os indicadores reforçam a hipótese de que o Brasil vem passando por um processo de financeirização e como discutido na seção 2, também apresenta-se a hipótese de que a financeirização desacelere o crescimento econômico. O Gráfico 7 mostra a expansão do produto interno bruto real do Brasil nas últimas décadas.

Gráfico 7
Crescimento econômico brasileiro (em %)



Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Mundial.

O crescimento tem perdido dinamismo ao longo dos anos (linha de tendência do Gráfico 7), apresentando apenas esporádicos momentos de pujança do PIB, como o período 2004-2008. O crescimento aparenta ser do tipo *stop and go*, com a inflação se elevando quando o PIB se expande e o banco central elevando a taxa de juros para arrefecê-la, o que, por sua vez, desacelera a expansão da produção. No final do Gráfico 7 podemos visualizar o efeito da atual crise sobre o PIB, com uma profunda queda desse indicador nos anos de 2015 e 2016 (-3,8% e -3,6%, respectivamente).

Comparando o desempenho brasileiro com o mundial (Gráfico 1), temos a percepção de que ambos estão em declínio no decorrer dos anos. Na seção 2 levantamos a hipótese de que a financeirização poderia ser um fator para explicar tal comportamento. Com base nos resultados dos cinco indicadores de financeirização dessa seção, também podemos questionar se a financeirização tem prejudicado a recuperação do dinamismo produtivo do Brasil.

Realizamos correlações entre os indicadores de financeirização e o crescimento econômico brasileiro na Tabela 1. As correlações seguem a previsão discutida pela literatura da seção 2. Destaque para os indicadores de ativos e passivos financeiros externos (-0,80) e de agregado monetário (-0,48), os quais apresentaram as maiores correlações. A correlação mais baixa é vista pelo pagamento de juros da dívida (-0,001).

Tabela 1
Correlações entre indicadores de financeirização e crescimento do PIB

Índices	Crescimento econômico	Período
Valor de mercado	-0.02	1975-2016
(M4-M1)/FBCF	-0.48	1996-2016
Pagamento de juros	-0.001	1991-2016
Ativos e passivos	-0.80	2001-2016
Crédito	-0.37	1996-2016

Fonte: Elaboração dos autores com resultados da pesquisa.

O valor de mercado pode afetar negativamente o crescimento na medida em que este indicador aponta para um processo de valorização das ações sem a contrapartida do setor produtivo, com o capital produtivo sendo deslocado para o mercado financeiro (Tridico e Pariboni, 2017). O índice de agregado monetário (M4-M1)/FBCF pode prejudicar o PIB com a alocação do capital para fontes não produtivas – talvez especulativas. O pagamento de juros pode retirar fundos do Estado que, por sua vez, poderiam ser aplicados na economia como investimento, ou o pagamento de juros denota que os agentes econômicos estão preferindo financiar o Estado em detrimento do financiamento de atividades produtivas (Feijó; Lamônica; Bastos, 2017). A proporção dos ativos e passivos financeiros externos com o PIB, de forma parecida com os indicadores anteriores, pode indicar que fontes financeiras estão sendo preferidas como canais de obtenção de receita do que os canais produtivos (Grabel, 1995; Chang; Grabel, 2004). Por fim, o crédito para famílias pode corporificar a expropriação financeira, termo que Lapavistas (2011) utiliza para explicar a obtenção de lucro do setor financeiro por intermédio da exploração de famílias.

A próxima seção aprofundará o estudo da relação entre a financeirização da economia brasileira e o crescimento econômico com a utilização de ferramentas econométricas. Nosso modelo terá como variável principal de interesse o indicador de agregado monetário.

4 Modelo econométrico

4.1 Dados e modelo

O modelo será construído com base na literatura discutida na seção 2. Dessa forma, investiga-se o impacto da financeirização sobre o crescimento econômico, sobre variáveis de demanda agregada e sobre a oferta agregada. Os dados são trimestrais, abrangendo o primeiro trimestre de 1996 até o terceiro trimestre de 2017.

Para isso, a *proxy* do crescimento econômico ($cresc_t$) é o produto interno bruto corrente deflacionado em valores do ano de 1995, obtido pelo IBGE.

A variável da oferta agregada é o estoque de capital ($capital_t$), representada pela formação bruta de capital fixo em valores correntes do ano de 1995, do IBGE.

Utilizaremos três variáveis para a demanda agregada. O consumo das famílias ($consumo_t$), que é o consumo das famílias em valores correntes do ano de 1995. A outra variável é o consumo do governo ($governo_t$), que tem como *proxy* a proporção do consumo do governo com o PIB. A última são as exportações ($exportação_t$), que é o total das exportações de bens e serviços em proporção com o PIB. Todas essas variáveis foram obtidas pelo IBGE.

Usaremos duas variáveis para retratar o ambiente internacional, ambas baseadas no trabalho de Weiss e Prates (2017). A primeira representa as expectativas do mercado financeiro mundial ($munido_t$), que é o índice da Dow Jones, o Dow Jones industrial average. Como esse índice é mensal, e o modelo utilizará dados trimestrais, transformamos os dados em trimestrais (somamos três meses relativos a cada trimestre e depois dividimos o resultado por três). A segunda variável é a taxa de juros mundial ($juros_t$), tendo como *proxy* a taxa de juros praticada pelo banco central dos EUA. Os dados foram obtidos no Federal Reserve Bank of St. Louis. De forma similar à variável relativa às expectativas do mercado financeiro mundial, tivemos de transformar essa variável em trimestral, dado que ela era mensal.

A variável que representa a financeirização ($financeirização_t$) é o indicador monetário (M4-M1)/FBCF. Os dados do numerador (M4 e M1 em valores correntes) foram obtidos pelo Banco Central do Brasil. A periodicidade é mensal, e como em cada mês era retratado a quantidade total do ativo, utilizamos apenas os meses correspondentes ao final de cada trimestre (março = primeiro trimestre, junho = segundo trimestre, setembro = terceiro trimestre e dezembro = quarto trimestre). O denominador é a formação bruta de capital fixo em valores correntes, obtidos pelo IBGE.

O modelo é especificado da seguinte maneira:

$$cresc_t = \beta_0 + \beta_1 capital_t + \beta_2 consumo_t + \beta_3 governo_t + \beta_4 exportação_t + \beta_5 munido_t + \beta_6 juros_t + \beta_7 financeirização_t + u_t \quad (2)$$

Onde os β 's são os coeficientes a serem estimados, t é o tempo e u_t são os resíduos. Os sinais esperados são: $\beta_1 > 0, \beta_2 > 0, \beta_3 > 0, \beta_4 > 0, \beta_5 > 0, \beta_6 < 0$ e $\beta_7 < 0$.

De acordo com Solow (1956), Lucas (1988) e Mankiw, Romer e Weil (1992), o estoque de capital é fator fundamental para gerar crescimento econômico. Krugman (2009) aponta a importância do consumo das famílias e do governo para aumentar a demanda agregada e, por conseguinte, estimular a produção. Thirlwall (2005) afirma que as exportações promovem o crescimento econômico. Resende (2005) defende que a economia brasileira é dependente do financiamento externo para exibir ciclos de crescimento, logo, as expectativas dos investidores externos, quando estão elevadas, agem de forma benéfica para incrementar o PIB. De forma análoga, e inversa, o aumento da taxa de juros internacional tende a causar a saída de capitais de países emergentes, entre eles o Brasil, o que enfraquece a produção interna (Stiglitz, 2000). A financeirização, ao deslocar o capital para o setor financeiro e desestimular inversões produtivas, tende a retrainir o crescimento econômico (Attílio, 2016).

Finalizando a seção, usaremos séries temporais, com o método VEC, uma vez que as séries são não estacionárias em nível, mas estacionárias em primeira ordem (seção 4.2). Verificaremos relações de longo prazo entre as variáveis (cointegração) e o impacto da financeirização sobre algumas variáveis por meio das Funções Impulso Resposta (FIR).

4.2 Resultados econométricos

O primeiro passo em séries temporais é verificar se as séries possuem raiz unitária. Para isso, usaremos dois testes. O primeiro é o teste de Philips-Perron (PP). O segundo é o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF). Optamos por usar dois testes para aumentar a segurança dos resultados. Em particular, segundo Vieira e Andrade (2009), o teste PP oferece uma segurança adicional para quebras estruturais, uma vez que os resultados do teste ADF são sensíveis a quebras. Desse modo, quando os resultados dos testes divergirem, algo que ocorreu somente com a variável $consumo_t$ (Tabela 2), daremos preferência ao teste PP. A Tabela 2 resume os testes.

Tabela 2
Testes de raiz unitária com tendência

Variáveis	PP		ADF	
	Defasagem	Valor do teste	Defasagem	Valor do teste
$cresc_t$	3	-1.61	3	-0.27
$dcresc_t$	3	-9.93***	4	-3.27*
$capital$	3	-1.11	4	-1.86
$dcapital_t$	3	-7.36***	4	-3.45**
$consumo_t$	3	-1.76	4	-3.20*
$dconsumo_t$	3	-14.29***	4	-2.51
$governo_t$	3	-6.07***	4	-3.20
$dgoverno_t$	3	-18.04***	4	-4.84***
$exportação_t$	3	-3.32*	4	-1.73
$dexportação_t$	3	-16.27***	4	-3.80**
$munido_t$	3	-1.07	2	-1.46
$dmunido_t$	3	-7.33***	1	-4.93***
$juros_t$	3	-2.00	2	-3.50**
$djuros_t$	3	-4.09***	1	-3.26*
$financeirização_t$	3	-0.72	4	-0.93
$dfinanceirização_t$	3	-7.75***	3	-3.79**

Fonte: Elaboração dos autores com resultados da pesquisa.

Nota: *** é significativa a 1%; ** a 5% e * a 10%. Letra “d” nas variáveis é para indicar que ela está em primeira diferença.

De uma forma geral, todas as variáveis apresentaram raiz unitária em nível. Nas oportunidades em que algum teste indicou que, em nível, a série era estacionária, mas o outro teste retratava que a série não era estacionária, caso das variáveis $consumo_t$, $governo_t$, $exportação_t$ e $juros_t$, optamos por um comportamento parcimonioso. Assim, nossa análise de estacionariedade se

baseou em resultados convergentes dos dois testes. Desse modo, todas as variáveis são estacionárias em primeira diferença. Essa é a condição para usarmos o método VEC, qual seja, todas as variáveis são estacionárias em primeira ordem.

O próximo passo é escolher a defasagem do modelo. A Tabela 3 retrata os critérios de Akaike (AIC), de Schwarz (SC) e de Hannan-Quinn (HQ). Os critérios de AIC e de SC indicam 4 defasagens, enquanto o critério de HQ indica defasagem 1. Iremos usar 4 defasagens. Outro motivo para justificar nossa escolha é, como será visto na Tabela 5, o modelo com defasagem 1 apresenta autocorrelação.

Tabela 3
Critérios de informação

Defasagem	AIC	SC	HQ
0	83.24	83.33	83.47
1	69.78	70.62	71.87*
2	68.52	70.11	72.48
3	67.04	69.38	72.86
4	65.95*	69.04*	73.64

Fonte: Elaboração dos autores com resultados da pesquisa.

O teste de Johansen analisa se há relações de longo prazo entre as variáveis (Tabela 4). A hipótese nula é de ausência de cointegração. Como pode ser visto na tabela, tal hipótese é rejeitada. As séries possuem relações de longo prazo.

Tabela 4
Teste de cointegração

Rank	Estatística	5%
0	266.21	156.00
1	176.22	124.24
2	126.37	94.15
3	89.40	68.52
4	55.85	47.21
5	28.14*	29.68

Fonte: Elaboração dos autores com resultados da pesquisa.

Antes de apresentar as estimativas do modelo, a Tabela 5 reporta o teste de autocorrelação (Lagrange-multiplier test). A hipótese nula desse teste é de ausência de autocorrelação. O modelo com defasagem 1 apresenta autocorrelação tanto de primeira quanto de segunda ordem, algo que não ocorre no modelo com 4 defasagens.

Tabela 5
Teste de autocorrelação

Modelo 1 defasagem		Modelo 4 defasagens	
Autocorrelação	p valor	Autocorrelação	p valor
1	0.00***	1	0.25
2	0.07*	2	0.27

Fonte: Elaboração dos autores com resultados da pesquisa.

Finalmente, a Tabela 6 exhibe as estimativas do modelo. A variável estoque de capital (*capital*) é a única que não foi significativa, embora tenha apresentado o sinal esperado. As variáveis de demanda agregada (*consumo*, *governo* e *exportação*) foram significativas e com sinal positivo; isso evidencia a importância da administração da demanda para o aumento da produção. A variável *mundo*, que retrata o estado de expectativas dos investidores com a economia mundial, foi positiva e significativa, mostrando a importância da percepção do desempenho da economia mundial para o crescimento econômico brasileiro. Também mostra a interdependência da economia do Brasil com a economia mundial. O aumento da taxa de juros dos EUA, *juros*, é prejudicial para o crescimento brasileiro. Essa relação pode ser entendida, talvez, pela saída de capitais que é acarretada quando o banco central norte-americano eleva essa variável.

Tabela 6
Estimativas do modelo

Variáveis	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística Z	p valor
<i>capital</i>	0.20	0.17	1.15	0.24
<i>consumo</i>	1.24***	0.09	12.73	0.00***
<i>governo</i>	287956.8***	24693.3	11.66	0.00***
<i>exportação</i>	378205.7**	155024.6	2.44	0.01**
<i>mundo</i>	1.29***	0.24	5.33	0.00***
<i>juros</i>	-422.2***	76.69	-5.51	0.00***
<i>financeirização</i>	-14.86***	3.87	-3.84	0.00***

Fonte: Elaboração dos autores com resultados da pesquisa.

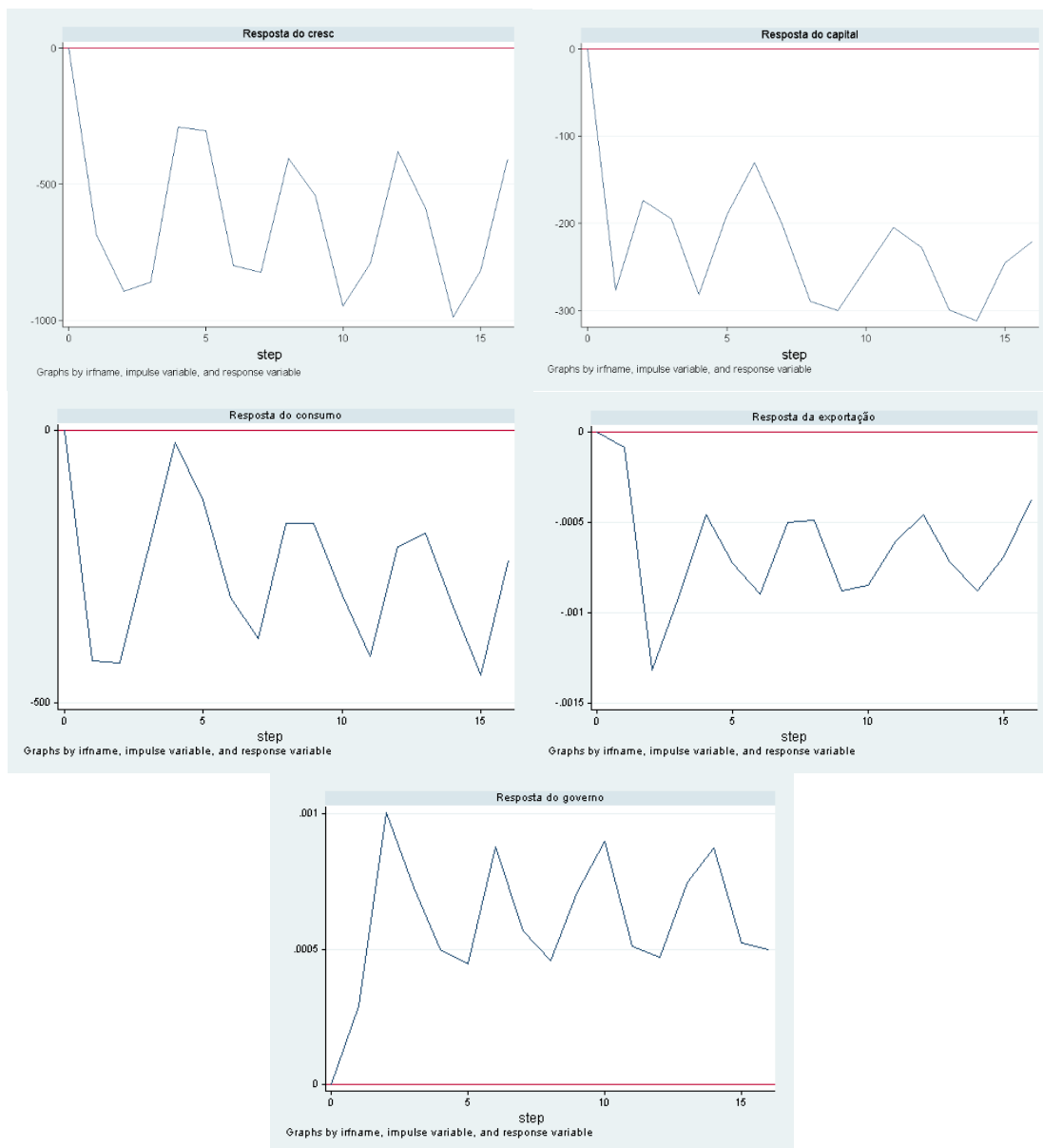
Nota: *** é significativa a 1%; ** a 5% e * a 10%.

A variável de financeirização é significativa a 1% e com o sinal negativo. Esse resultado reforça as discussões das seções 2 e 3 e sugere o impacto negativo da financeirização sobre o crescimento econômico brasileiro. O crescente hiato entre ativos financeiros e ativos produtivos mostrou-se prejudicial para a produção, conforme é visto nos trabalhos de Stockhammer (2004), González e Sala (2013) e Attílio (2016). A hipótese de que a acumulação se pautando pela esfera financeira é antagônica e autônoma à produção não pode ser descartada (Arrighi, 1994; Chesnais, 1996). Ademais, a valorização e expansão de ativos financeiros pode guardar traços fetichistas (Sabadini, 2013).

Para complementar a análise, a Figura 1 retrata o impacto da financeirização sobre o crescimento econômico e sobre a oferta e a demanda agregada. A Função Impulso Resposta (FIR) foi

escolhida para avaliar como variáveis macroeconômicas reagem a choques no indicador de financeirização. A escolha das variáveis de demanda agregada e oferta agregada foi baseada na literatura que discute os efeitos da financeirização sobre a economia real. Como estamos interessados em compreender a financeirização, em todos os casos o choque advém da variável de financeirização, para um período de 16 trimestres (4 anos).

Figura 1
Funções Impulso Resposta (FIR)



Fonte: Elaboração dos autores com resultados da pesquisa.

A variável de financeirização afeta negativamente todas as variáveis, exceto o consumo do governo, o qual aumentou. Um choque do indicador $(M4-M1)/FBCF$, isto é, a *proxy* de financeirização, prejudica o crescimento econômico (*cresc*), a oferta agregada (*capital*) e a demanda agregada (*consumo* e *exportação*). Os trabalhos de Palley (2007), Lapavistas (2009), Tridico e Pariboni (2017), Tori e Onaran (2017) e Feijó, Lamônica e Bastos (2017) discutem essa relação negativa entre a financeirização e o comportamento dessas variáveis.

Finalizando a seção, os resultados econométricos reforçam a discussão da literatura realizada na seção 2. Em particular, a seção 3 mostrou a correlação negativa entre diferentes indicadores de financeirização e o crescimento econômico. O estudo realizado aqui aprofundou a compreensão do indicador de agregados monetários, bem como os efeitos de seu desdobramento.

5. Conclusão

O artigo investigou a financeirização da economia brasileira. Em um primeiro momento, cinco indicadores foram analisados. A interpretação conjunta dos indicadores sugere que, embora isoladamente alguns deles possam ser explicados por outros fenômenos econômicos, sua análise integrada aponta para um cenário de financeirização adaptado ao contexto institucional brasileiro.

Por essa razão, aprofundou-se o estudo da financeirização utilizando o indicador de agregados monetários. Os resultados econométricos sugerem que a alocação de ativos financeiros em detrimento de ativos produtivos, captada pelo indicador de financeirização utilizado, tem um impacto negativo sobre o crescimento econômico e as variáveis de demanda e oferta agregada. Resultados secundários também apontaram para o efeito prejudicial da financeirização sobre a oferta e a demanda agregada.

Os resultados se mostraram oportunos para buscar entender os motivos e as possíveis soluções da quase estagnação do crescimento brasileiro. Em regimes financeirizados, o crescimento econômico, o investimento e o consumo tendem a se arrefecerem. Nesse caso, ainda que políticas sejam administradas para elevar o crescimento do produto, este pode vir a mostrar lentidão em sua expansão. É nesse contexto que o entendimento da financeirização na economia brasileira pode ser útil para promover a recuperação da *performance* macroeconômica.

A despeito desses resultados, é importante ressaltar que a financeirização é um fenômeno complexo e multifacetado, e o indicador utilizado neste estudo capta apenas um de seus aspectos. Como discutido nas seções 2 e 3, a financeirização envolve mudanças nas práticas corporativas, no comportamento das famílias e na dinâmica macroeconômica, que podem não ser totalmente captadas. Portanto, os resultados devem ser interpretados com cautela, reconhecendo que a relação entre financeirização e crescimento econômico é mais complexa e pode envolver tanto a volatilidade do crescimento quanto a redução de seu ritmo, conforme destacado por Hein (2014) e Braga (2000).

Referências bibliográficas

ACEMOGLU, D., JOHNSON, S.; ROBINSON, J. The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *The American Economic Review*, v. 91, n. 5, p. 1369-1401, 2001.

- ANDRADE, L. B.; FERES, L. P. Financeirização e os sentidos do desenvolvimento: aspectos teóricos e as reformas de mercado no caso brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 2018, Rio de Janeiro. *Anais eletrônicos...* Rio de Janeiro, 2018.
- ARRIGHI, G. *The long twentieth century: money, power, and the origins of our times*. Verso, 1994.
- ATTILIO, L. A. *Empresas não-financeiras e o impacto da estratégia maximizing shareholder value sobre o emprego no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Economia)–Universidade Federal de Minas Gerais, 2016.
- BALTAR, P. *Crescimento da economia e mercado de trabalho no Brasil*. Brasília: IPEA, 2015. (Texto para Discussão, n. 2036).
- BELLUZZO, L. G. Abertura financeira, política industrial e crescimento. In: SADER, E. (Org.). *O Brasil que queremos*. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2016.
- BELLUZZO, L. G., ALMEIDA, J. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Civilização Brasileira, 2002.
- BIN, D. Macroeconomic policies and economic democracy in neoliberal Brazil. *Economia e Sociedade*, v. 24, n. 3, p. 513-539, 2015.
- BOYER, R. A teoria da regulação: uma análise crítica. São Paulo, Nobel, 1990.
- BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.
- BRAGA, J.C.S. *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas, SP: Unicamp, IE, 2000. (Coleção Teses).
- BRUNO, M. Crescimento econômico, mudanças estruturais e distribuição: as transformações do regime de acumulação no Brasil. Rio de Janeiro, 2004. Tese (Doutorado)–Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- BRUNO, M. *Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo*. Rio de Janeiro: Ipea, 2008. (Texto para Discussão, n. 1364).
- BRUNO, M. et al. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. IPEA, 2009. (Texto para Discussão, n. 1455).
- CHANG, H. J.; GRABEL, I. *Reclaiming development: an alternative economic policy manual*. London: Zed Books, 2004.
- CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. São Paulo, 1996.
- CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). *Finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- CROTTY, J. The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Review of Radical Political Economics*, v. 35, n. 3, p. 271-279, 2003.
- DETZER, D.; HEIN, E. *Financialisation and the financial and economic crises: the case of Germany*. Institute for International Political Economy, 2014. (Working Paper, n. 44).

- DOWBOR, L. A economia travada pelos intermediários financeiros. In: SADER, E. (Org.). *O Brasil que queremos*. Laboratório de Políticas Públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2016.
- DYMSKI, G. A. O gênio fora da garrafa: a evolução da política too Big to Fail e a estratégia bancária dos Estados Unidos. In: CINTRA, M.; GOMES, K. (Ed.). *As transformações no Sistema Financeiro Internacional*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2012. p. 177-244.
- ERTURK, I.; FROUD, J.; JOHAL, S.; LEAVER, A.; WILLIAMS, K. *The democratisation of finance? Promises, outcomes and conditions*. University of Manchester, 2005. (Working Paper, n. 9).
- EPSTEIN, G. A. Introduction: financialization and the world economy. In: EPSTEIN, G. A. *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing, 2005.
- FEIJÓ, C.; LAMÔNICA, M.; BASTOS, J. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 4, p. 539-561, 2016.
- FREITAS, A. Neoliberalism, profitability, and the crisis in the Eurozone. *Review of Radical Political Economics*, p. 1-20, 2017.
- GARAGORRY, J. *Economia e política no processo de financeirização do Brasil (1980-2006)*. 2007. 299p. Tese (Doutorado em Ciências Sociais)–Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.
- GAULARD, M. The “hot money” phenomenon in Brazil. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 32, n. 3, p. 367-388, 2012.
- GONZÁLEZ, I.; SALA, H. *Investment crowding-out and labor market effects of financialization in the U.S*. Institute for the Study of Labor (IZA), 2013. (Working Paper, n. 7272).
- GRABEL, I. Speculation-led economic development: a post-Keynesian interpretation of financial liberalization programmes in the Third World. *International Review of Applied Economics*, v. 9, n. 2, p. 127-149, 1995.
- HALL, R.; JONES, C. Why do some countries produce so much more output per worker than others? *The Quarterly Journal of Economics*, v. 114, n. 1, p. 83-116, 1999.
- HARVEY, D. *O neoliberalismo: história e implicações*. São Paulo: Edições Loyola, 2005.
- HARVEY, D. *17 contradições e o fim do capitalismo*. São Paulo: Boitempo, 2016.
- HEIN, E. Financialisation, distribution and growth. In: HEIN, E.; STOCKMAMMER, E. (Ed.). *A modern guide to Keynesian macroeconomics and economic policies*. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar, 2011.
- HOBBSBAWM, E. *Era dos extremos*. São Paulo: Companhia das Letras, 2003.
- JACONIS, S. *Converging and diverging trends in Europe in the presence of “money-manager” capitalism*. Manuscrito, 2017.
- KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- KRUGMAN, P. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LAPAVITSAS, C. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. *Historical Materialism*, v. 17, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, C. Theorizing financialization. *Work, Employment and Society*, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAZONICK, W. From innovation to financialization: how shareholder value ideology is destroying the US economy. In: WOLFSON, M. H.; EPSTEIN, G. (Org.). *The handbook of the political economy of financial crises*. New York: Oxford University Press, 2011.

LAZONICK, W. *The financialization of the US corporation: what has been lost, and how it can be regained*. The Academic-Industry Research Network, 2012. (Working Paper, n. 42307).

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

LIBÂNIO, G. A note on inflation targeting and economic growth in Brazil. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 30, n. 1, p. 73-88, 2010.

LIPIETZ, A. *Miragens e milagres: problemas da industrialização no terceiro mundo*. São Paulo: Nobel, 1988.

LUCAS, R. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, v. 22, p. 3-42, 1988.

MANKIW, G.; ROMER, D.; WEIL, D. A contribution to the empirics of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 107, n. 2, p. 407-437, 1992.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill, 1986.

MIRANDA, B. *Impactos da financeirização sobre a fragilidade micro e macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012*. 2013. Tese (Doutorado em Economia)–Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

MOLLO, M. *Financeirização como desenvolvimento do capital fictício: a crise financeira internacional e suas consequências no Brasil*. Universidade de Brasília, 2011. (Texto para Discussão, n. 358).

PALLEY, T. I. *Financialization: what it is and why it matters*. The Levy Economics Institute, 2007. (Working Paper, n. 525).

PAULANI, L. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. *Estudos Avançados*, v. 27, n. 77, 2013.

PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, v. 5, p. 61-78, 1995.

RESENDE, M. O padrão dos ciclos de crescimento da economia brasileira: 1947-2003. *Economia e Sociedade*, v. 14, n. 1, p. 25-55, 2005.

ROVIRA, J. *Secular stagnation and concentration of corporate power*. Post Keynesian Economics Study Group, 2017. (Working Paper, n. 1704).

SABADINI, M. Especulação financeira e capitalismo contemporâneo: uma proposição teórica a partir de Marx. *Economia e Sociedade*, v. 22, n. 3, p. 583-608, 2013.

SILVA, V. G. *Distribuição de renda e crescimento econômico: uma análise à luz da financeirização brasileira*. 2014. Tese (Doutorado)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

SOLOW, R. A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 70, n. 1, p. 65-94, 1956.

SOTIROPOULOS, D. P.; LAPATSIORAS, S. Financialization and Marx: some reflections on Bryan's, Martin's and Rafferty's argumentation. *Review of Radical Political Economics*, v. 46, n. 1, p. 87-101, 2014.

STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

THIRLWALL, A. *A natureza do crescimento econômico*. Brasília: IPEA, 2005.

TOGATI, D. How can we explain the persistence of the Great Recession? A balanced stability approach. *Cambridge Journal of Economics*, v. 40, n. 40, p. 1077-1101, 2015.

TORI, D.; ONARAN, O. Financialisation and physical investment: a global race to the bottom in accumulation? Post Keynesian Economics Study Group, 2017. (Working Paper, n. 1707).

TRIDICO, P.; PARIBONI, R. Inequality, financialization, and economic decline. *Journal of Post-Keynesian Economics*, p. 1-24, 2017.

VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, v. 12, p. 99-129, 2014.

VIEIRA, F.; HOLLAND, M. *Crescimento econômico secular no Brasil, modelo de Thirlwall e termos de troca*. Escola de Economia de São Paulo, 2009. (Textos para Discussão, n. 206).

WEISS, M.; PRATES, D. Análise teórica e empírica dos determinantes dos fluxos de capitais financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira. *Nova Economia*, v. 27, n. 2, p. 85-117, 2017.

WEISBROT, M.; CARRILLO, J.; MELLO, V. *A enorme taxa de juros do Brasil: será que os brasileiros conseguem suportá-la?* Center for Economic and Policy Research (CEPR), 2017.

EDITOR RESPONSÁVEL PELA AVALIAÇÃO

Carolina Troncoso Baltar

Disponibilidade de Dados de Pesquisa
Não se aplica