

Bruno, Miguel; Diawara, Hawa; Araújo, Eliane; Reis, Anna Carolina; Rubens, Mario

Working Paper

Finance-Led growth regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas

Texto para Discussão, No. 1455

Provided in Cooperation with:

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: Bruno, Miguel; Diawara, Hawa; Araújo, Eliane; Reis, Anna Carolina; Rubens, Mario (2009) : Finance-Led growth regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas, Texto para Discussão, No. 1455, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/91297>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 1455

***FINANCE-LED GROWTH REGIME* NO BRASIL: ESTATUTO TEÓRICO, EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E CONSEQUÊNCIAS MACROECONÔMICAS**

**Miguel Bruno
Hawa Diawara
Eliane Araújo
Anna Carolina Reis
Mario Rubens**

Brasília, dezembro de 2009

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 1455

FINANCE-LED GROWTH REGIME **NO BRASIL: ESTATUTO TEÓRICO,** **EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS** **E CONSEQUÊNCIAS** **MACROECONÔMICAS**

Miguel Bruno*

Hawa Diawara**

Eliane Araújo***

Anna Carolina Reis****

Mario Rubens*****

Brasília, dezembro de 2009

* Assessor de Projetos Especiais (Crescimento e Desenvolvimento) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea; professor adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (FCE/UERJ); e professor e pesquisador licenciado da Escola Nacional de Ciências Estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Ence/IBGE).

** Professora visitante da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (FCE/UERJ).

*** Professora adjunta da Universidade Estadual de Maringá (UEM-PR).

**** Mestranda em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

***** Professor da Universidade Federal Fluminense (UFF).

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República

Ministro Samuel Pinheiro Guimarães Neto

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Fernando Ferreira

Diretor de Estudos, Cooperação Técnica e Políticas Internacionais

Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia (em implantação)

José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, Inovação, Produção e Infraestrutura

Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Persio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Comunicação

Daniel Castro

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

ISSN 1415-4765

JEL E44, O11, N26

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO	7
2 FINANCEIRIZAÇÃO: ORIGENS DO CONCEITO E ESTATUTO TEÓRICO	8
3 DETERMINANTES ESTRUTURAIS DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO NA ECONOMIA MUNDIAL E BRASILEIRA	9
4 FINANCEIRIZAÇÃO E CRESCIMENTO ECONÔMICO: AMBIGUIDADES DA RELAÇÃO ENTRE ACUMULAÇÃO RENTISTA E <i>PERFORMANCE</i> MACROECONÔMICA	12
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	23
REFERÊNCIAS	25
ANEXO	29

SINOPSE

A proposta dos autores é analisar o padrão de crescimento econômico do Brasil no período pós-liberalização, com destaque para o relacionamento entre finanças e acumulação de capital fixo produtivo. Entre os resultados encontrados, ressalta-se a existência do regime denominado *finance-led growth* – no período 2004-2008, sob condições estruturais e conjunturais de um processo de financeirização (*financialization*) muito específico. Inicia-se com um *survey* da literatura internacional sobre o tema. O objetivo é revelar a importância deste conceito para a compreensão dos problemas da economia brasileira atual. Em seguida, apresenta-se o primado histórico acerca das transformações estruturais que permitiram o desenvolvimento dos regimes financeiros. O estudo é concluído com a análise empírica para o caso brasileiro, com base em indicadores macroeconômicos selecionados.

ABSTRACT¹

This paper analyzes the Brazilian growth pattern during the post-liberalization period, emphasizing the structural links between finance and productive capital accumulation. The results indicate a finance-led growth regime in the period 2004-2008, under a very specific financialization process. The first part is a survey of the international literature, which defines the financialization concept and its relevance for understanding Brazilian economic problems. The next part provides a historical overview on the structural changes that made possible the development of financial-led regimes. The paper also applies an empirical analysis of some selected Brazilian macroeconomic indicators.

1. The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.
As versões em língua inglesa das sinopses (*abstracts*) desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

Este texto analisa o atual regime de crescimento da economia brasileira com base no conceito de financeirização – *financialization* ou *financiarisation*, de acordo com a literatura econômica internacional sobre o tema. O principal objetivo, portanto, é revelar os vínculos estruturais e conjunturais entre a acumulação de base rentista-patrimonial e aquela formada pelo capital fixo produtivo – fatores fundamentais do crescimento e do desenvolvimento econômico. Apesar de bastante difundidas no plano internacional, as pesquisas sobre o fenômeno da financeirização e os efeitos macroeconômicos provocados por ele permanecem ainda escassas no Brasil.

As transformações estruturais dos anos 1990, que incluem o processo de estabilização de preços e de liberalização comercial e financeira, mudaram de um modo relativamente rápido a arquitetura institucional que suportava o padrão de crescimento por substituição de importações. Em consequência, a relação capital-trabalho, o relacionamento entre Estado e economia, e a forma de inserção internacional reconfiguraram-se sob as pressões dos mercados globais e sob interesses político-ideológicos que concorreram, nos planos nacional e internacional, para elevar as finanças a uma posição dominante no que concerne às formas de revalorização dos capitais fora da esfera produtiva. Nesta perspectiva, a financeirização – como processo macroeconômico – inaugura uma época peculiar, em que as alternativas às imobilizações do capital são multiplicadas e sofisticadas graças às inovações financeiras e ao desenvolvimento das novas tecnologias da comunicação e da informação (NTIC). Neste ambiente macroeconômico, a possibilidade de enriquecimento privado por meio das alocações financeiras dos recursos disponíveis para os detentores de capital materializou-se numa gama de produtos financeiros mais complexos (derivativos, *swaps*, títulos securitizados etc.), sem encorajar, no entanto, o investimento produtivo em capital fixo. Compreende-se que, nos países em que o processo de financeirização mais avançou, tenha ocorrido queda da participação do capital fixo produtivo no estoque de capital total, baixas taxas de crescimento e elevação do desemprego estrutural. Os estudos para os casos europeu e norte-americano são instrutivos quanto a esta questão (por exemplo, AGLIETTA, 2008 e 1999; BOYER, 2000 e 1999; CORIAT, 2006; STOCKHAMMER, 2007 e 2004), embora a economia dos Estados Unidos tenha apresentado um padrão de financeirização com características próprias.

Entre as principais hipóteses deste trabalho está a proposição de que a financeirização na economia brasileira é igualmente muito peculiar, por desenvolver-se sobre a base da renda de juros e ter como eixo o endividamento público interno. Nas economias desenvolvidas, a financeirização constitui-se mediante endividamento privado e sob taxas reduzidas de juros, pois é o mercado de capitais o *locus* da revalorização rentista.

Compreendem a estrutura do texto, além desta introdução, três seções e a conclusão. A primeira analisa a literatura internacional sobre o conceito de financeirização, explicita o estatuto teórico e a relevância para definir as macroanálises do crescimento econômico. A segunda elabora um panorama das transformações estruturais e institucionais na economia mundial que permitiram o advento e a consolidação deste processo. A terceira seção desenvolve análise empírica para o caso

brasileiro, a fim de elucidar os determinantes do regime de crescimento que emerge quando as condições de produção e de circulação estão subordinadas à lógica da acumulação financeira. Nas considerações finais, resumem-se os principais resultados do trabalho.

2 FINANCEIRIZAÇÃO: ORIGENS DO CONCEITO E ESTATUTO TEÓRICO

2.1 O CONCEITO DE FINANCEIRIZAÇÃO (*FINANCIALIZATION, FINANCIARISATION*)

De acordo com Braga (1985), a financeirização pode ser definida como uma *norma sistêmica de riqueza*, na medida em que ela produz dinâmica estrutural articulada segundo os princípios da lógica financeira.² Esta norma de riqueza, mais especificamente, determina as formas contemporâneas de produzir e acumular a riqueza. Ela não é o resultado apenas de práticas de segmentos ou de setores específicos (representados tradicionalmente pelo capital bancário e pelos rentistas), mas caracteriza, em âmbito global, as estratégias de todos os agentes privados relevantes (grandes corporações industriais, famílias, banco central, tesouro nacional etc.). Nesse sentido, a financeirização condiciona as operações de financiamento e de despesas públicas, por modificar a dinâmica macroeconômica.

Sob o ponto de vista do debate acadêmico, a noção de financeirização foi introduzida a fim de proporcionar a perspectiva crítica aos pressupostos fundamentais da teoria convencional, em especial a concepção do papel dos mercados financeiros sobre a hipótese de eficiência alocativa (PALLEY, 2007). A financeirização apresenta, portanto, visão alternativa dos mercados financeiros, não mais por meio do paradigma da eficiência alocativa, mas sim no contexto de todo o sistema econômico. Os mercados financeiros são considerados como subconjuntos do sistema econômico que “distribui o poder” e afeta a dinâmica da produção e da distribuição de renda.

2.2 ABORDAGENS DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO

As diferentes abordagens do processo de financeirização podem ser divididas em duas partes: uma que analisa este processo em nível macrossetorial, e outra sob o prisma microeconômico. A primeira abordagem investiga os mecanismos de financeirização mediante a integração das estratégias do conjunto dos diferentes atores sociais e econômicos. A segunda abordagem, por sua vez, concentra-se no comportamento de um único setor e enfatiza as estratégias das grandes corporações industriais e as implicações a respeito do modo de gestão do trabalho assalariado. A abordagem macrossetorial pode ser subdividida ainda em três subcategorias: *i*) a análise histórico-estrutural; *ii*) a análise regulacionista; e *iii*) as demais abordagens sobre o tema.

O quadro 1 apresenta a síntese das características dessas diferentes abordagens.

1. A escolha dessa definição deve-se à abrangência e à consideração da iniciativa pioneira de Braga, na tese *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*.

As diferentes abordagens do processo de financeirização

Autor	Enquadramento teórico	Análise empírica e indicador de financeirização
Abordagem macrossetorial: análise histórico-estruturalista		
BRAGA (1998)	Parte do conceito de capital financeiro de Hilferding (1963) para compreender como os agentes econômicos monetizam a riqueza financeira.	O processo de financeirização manifesta-se por defasagem - crescente e recorrente - entre o valor dos papéis que representam a riqueza, o valor dos bens e serviços e as bases técnico-produtivas de determinada sociedade.
SALAMA (2000)	Faz referência à teoria do ciclo do capital de Marx e retoma a hipótese sobre as origens do valor. Também inspira-se na teoria keynesiana para compreender a condução da política econômica.	O grau de financeirização de uma nação ou de uma empresa é mensurado por meio do seguinte indicador: ativos financeiros / ativos totais (ativos financeiros mais ativos reais).
Abordagem macrossetorial: análise regulacionista		
BOYER (2000)	Insere-se no contexto geral da teoria da regulação. A macroeconomia keynesiana é utilizada também para construir modelo representativo de economia simplificada.	São estimados - para Estados Unidos, Inglaterra, Canadá, Japão - parâmetros distintos representativos da financeirização: fração da riqueza sob a forma de ações/renda disponível; e fração de ações e obrigações/capital financeiro das famílias.
BRUNO (2007)	Retoma a hipótese de hierarquização das formas institucionais da teoria da regulação, assim como a hipótese dos autores clássicos que relaciona a forma de repartição do excedente econômico ao ritmo de acumulação do capital.	Realiza análise setorial para a economia brasileira com base na evolução da estrutura patrimonial das empresas não-financeiras e da análise macroeconômica, por meio da construção do indicador: fluxo de juros recebido pelo setor bancário e financeiro/produto interno bruto.
Abordagem macrossetorial: outros trabalhos empíricos		
EPSTEIN (2001)	Busca entender os quatro fatores determinantes da política do Banco Central (BC) : <i>i)</i> a relação de força capital/trabalho e a relação produtos/mercado; <i>ii)</i> a estrutura política do BC; <i>iii)</i> a relação finanças/indústria; e <i>iv)</i> o posicionamento da nação na economia mundial	Apresenta um modelo de banco central e o estima para a economia norte-americana nos anos 1960.
KRIPPNER (2005)	A evidência empírica do processo de financeirização necessita conjugar a abordagem setorial com a extrasetorial.	Dois indicadores de financeirização são apresentados: <i>i)</i> lucros gerados no setor financeiro / lucros gerados no setor não financeiro ; e <i>ii)</i> rendas de portfólio / <i>Cash Flow</i> . Estes são estimados para a economia norte-americana durante 1950/2000.
STOCKHAMMER (2007)	Parte de determinada função de demanda agregada para analisar a relação entre financeirização e transformação dos comportamentos macroeconômicos.	Estima as funções de comportamento (consumo, investimento, exportações líquidas e déficit público) para o conjunto das economias desenvolvidas entre 1970 e 2000.
Abordagens microeconômicas: <i>governança corporativa</i> e relações de trabalho		
SERFATI (1999)	Retoma a hipótese marxista sobre as origens do valor, a fim de analisar a relação entre o capital financeiro e o capital produtivo.	Analisa a evolução da estrutura patrimonial das grandes corporações industriais.
PLIHON (1999)	Sustenta que a consolidação do poder do setor financeiro favoreceu a adoção de novas políticas econômicas e formas de organização e gestão do mercado de trabalho.	Procede à análise da evolução da estrutura patrimonial das grandes empresas francesas a partir da década de 1980.
STOCKHAMMER (2004)	Remete à teoria da firma pós-keynesiana e, mais particularmente, aos trabalhos de Lavoie (1992) e Davidson (1994).	Testa a relação entre financeirização e acumulação de capital. O estudo empírico abrange o período 1963 - 1997 e se aplica a países desenvolvidos (Estados Unidos, Alemanha, Inglaterra e França).

Elaboração dos autores.

3 DETERMINANTES ESTRUTURAIS DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO NA ECONOMIA MUNDIAL E BRASILEIRA

O processo de financeirização originou-se em decorrência das transformações do sistema monetário e financeiro após a década de 1960, a saber: *i)* o colapso do sistema de Bretton Woods e a mudança do padrão monetário internacional; *ii)* a internacionalização dos mercados de capitais, a intensificação da inovação e da concorrência financeira e o fenômeno de desintermediação bancária; *iii)* o surgimento de atores financeiros novos e potentes (fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguros), e as implicações destas mudanças institucionais sobre a centralização e o

aumento da liquidez financeira fora do circuito tradicional gerido pelo Banco Central; *iv*) a estagflação e a reafirmação da hegemonia norte-americana pelo viés da nova gestão da política monetária, com aumento drástico das taxas de juros em 1979; e *v*) as mudanças nas estratégias das grandes corporações industriais, tanto pela transnacionalização/internacionalização do sistema produtivo quanto pela modificação das estruturas patrimoniais (multiplicação das operações de fusões e aquisições).

O conjunto dessas transformações, que deram origem a uma nova norma sistêmica de riqueza (representada aqui pela figura da *dominância financeira*), revela, de maneira geral, mudança na essência do dinheiro, do crédito e do patrimônio.

Tem aumentado enormemente, desde então, a participação das formas financeiras de posse de riqueza. Conforme observou Belluzzo (1999), nos países desenvolvidos, e particularmente nos Estados Unidos, as classes médias passaram a deter importantes carteiras de títulos e ações, diretamente ou por meio de fundos de investimento ou fundos de pensão e de seguros. A composição do portfólio de uma família de renda média passou a incluir a participação crescente de ativos financeiros, além dos imóveis e bens duráveis. Por isso, a taxa de juros, diante da expectativa de variação dos preços dos ativos financeiros, passa a exercer papel fundamental nas decisões dos agentes, até por subordinar as decisões de gasto às expectativas quanto ao rendimento proveniente dos juros, de forma que este rendimento não lhes pareça fictício, pois os papéis podem ser sempre validados por mercados líquidos. Conforme destacado por Plihon e Miotti (2001), em princípio um prêmio de risco adicional não é necessariamente mal visto pela sociedade. Esta certeza realimenta o circuito de valorização, ao propiciar que parcela crescente dos agentes tomem posições alavancadas mediante endividamento com o setor bancário.

Destacam-se, atualmente, as características básicas do mercado financeiro: *i*) um mercado secundário de grande escala, que confere elevado grau de negociação aos países; *ii*) liquidez e mobilidade, que permite entradas e saídas de diferentes ativos; e *iii*) volatilidade dos preços dos ativos, decorrente das mudanças frequentes de avaliação por parte dos agentes.

Para entender o processo de financeirização no Brasil, destaque-se que no início dos anos 1960, segundo Hermann (2002), eram apresentados três modelos paradigmáticos de financiamento de investimento: *i*) sistema de mercado de capitais (SMC), desenvolvido nos EUA e na Inglaterra; *ii*) sistema de crédito privado (SCP), da Alemanha; e *iii*) sistema de crédito governamental (SCG), do Japão e da França. A reforma financeira brasileira implantada entre 1964 e 1967 foi planejada nos moldes do modelo americano de SMC. O sistema bancário brasileiro, no entanto, desenvolveu-se apoiado no âmbito dos depósitos (mercado de crédito), e não dos investimentos (mercado de capitais). Isto originou um modelo completamente diferente, baseado no crédito público e externo, e que está no centro das especificidades do processo de financeirização no Brasil.

Essa evolução específica do caso brasileiro deriva de uma política governamental de crescimento econômico baseada no cenário de liberalização de movimentos internacionais de capitais e de extrema liquidez externa.

O setor bancário brasileiro, por sua vez, não foi concebido sob a inspiração de um sistema financeiro que funcionasse altamente concentrado ou de forma conglomerada. Baseado no princípio da especialização e flexibilização do sistema – o que permitiria o desenvolvimento da intermediação financeira e a maior mobilização dos recursos –, o setor passou, por isso, a desvirtuar-se dos compromissos fundadores em função dos desdobramentos provocados pelas reformas financeiras pelas quais se reestruturou. De um lado, o setor financeiro tratou logo de ajustar-se ao processo de acumulação financeira (aplicação em ativos financeiros) e, por conseguinte, ao processo de fusões e incorporações bancárias. De outro, o governo, ao degenerar as próprias leis, passou a adotar medidas de estímulos às fusões e incorporações bancárias, sobretudo ao criar a Comissão de Fusões e Incorporações de Empresas (Cofie), por meio do Decreto Lei nº 1182 /1971.

Dessa forma, a centralização bancária teve o objetivo de aumentar a captação de recursos (via depósitos à vista), o que levou à consequente concentração do sistema bancário, reforçada pelos benefícios fiscais e creditícios oferecidos pelas autoridades governamentais e pela percepção de certos agentes bancários com relação às oportunidades futuras.

O processo de concentração bancária no Brasil foi consolidado durante a década de 1990. O ano de 1994 marcou a adesão do Brasil ao acordo da Basileia e a conclusão da renegociação da dívida externa brasileira conforme os parâmetros do Plano Brady. Isto foi denominado, segundo Hermann (2005), de segunda fase da política de liberalização financeira, ao mudar-se o regime de formação de preços nesta economia a partir da implementação do Plano Real, em 1994. Este programa de estabilização provocou alterações significativas na configuração do sistema financeiro brasileiro. Depois de um longo período de ganhos decorrentes de passivos não remunerados, a queda abrupta da inflação gerou a expressiva perda de receitas. Além disso, a queda da inflação comprometeu a capacidade dos bancos para avaliar corretamente os investimentos e os riscos, visto que grande parte do sistema bancário especializou-se na captação de recursos de terceiros e na consequente apropriação de imposto inflacionário, que provocou um tipo particular de *financeirização por inflação* ou, mais precisamente, *por ganhos inflacionários*.

No entanto, sob esse processo de mudança estrutural no sistema bancário-financeiro brasileiro, que representava um novo regime monetário-financeiro não inflacionista, o eixo da acumulação financeira deslocou-se em direção aos derivativos e títulos de renda fixa conectados ao endividamento público, sob taxas reais de juros extremamente elevadas, se comparadas aos níveis internacionais. Assim, os ganhos inflacionários são rapidamente substituídos pela renda de juros, somada aos retornos com ativos financeiros transacionados em escala internacional

Durante a segunda metade da década de 1990, o Brasil sofreu três ataques especulativos: 1995, 1997 e 1998-1999. Dado que estes ataques ocorreram na sequência de graves problemas financeiros no exterior, podem ser caracterizados como crises de contágio, que suscitaram novas formas de regulamentação com vistas a garantir a estabilidade do sistema financeiro nacional (SFN). Mas estas crises também alimentavam-se de fatores endógenos ao regime de acumulação brasileiro, por aprofundarem a vulnerabilidade do país e revelarem a fragilidade estrutural. Naquele

momento, foram levantadas numerosas interrogações sobre a capacidade do SFN para gerir o fenômeno de entrada massiva de capitais voláteis de curto prazo, sem se fragilizar macroeconomicamente. Com base nesta perspectiva histórica e institucionalista acerca das origens e desenvolvimento do processo de financeirização, as consequências sobre a evolução da economia brasileira atual serão analisadas na próxima seção.

4 FINANCEIRIZAÇÃO E CRESCIMENTO ECONÔMICO: AMBIGUIDADES DA RELAÇÃO ENTRE ACUMULAÇÃO RENTISTA E *PERFORMANCE* MACROECONÔMICA

Um regime de crescimento no qual a circulação monetária e financeira, e não a alocação diretamente produtiva, torna-se a base da revalorização dos capitais é classificado como *finance-dominated accumulation regime*. Proposto por Stockhammer (2007), este conceito não pressupõe, necessariamente, correlação positiva entre a acumulação financeira e a de capital fixo produtivo, mas não a exclui. Em determinadas condições estruturais e conjunturais, este padrão pode se converter num *finance-led growth regime*, caso em que o efeito-riqueza e o efeito-acelerador do investimento revelam-se importantes para comandar a compatibilidade dinâmica entre produção e demanda agregada. No entanto, as condições de estabilidade ou a sustentabilidade deste regime não estão garantidas, e, a depender do cenário internacional e dos fatores que afetam o mercado interno de consumo, podem mesmo se revelar efetivamente problemáticas. A economia brasileira é exemplo típico para esses dois casos. Por apresentar elevada volatilidade da taxa de investimento, manteve-se numa dinâmica cíclica do tipo *stop and go*, do início dos anos 1990 até 2003. A partir de 2004, conseguiu reencontrar nova trajetória de expansão das taxas de acumulação de capital, que se refletiria em patamares mais elevados de crescimento econômico. Mas esta trajetória foi interrompida no quarto trimestre de 2008, quando a economia brasileira seria efetivamente afetada pela propagação da crise americana. Tais considerações trazem naturalmente à análise os problemas de previsibilidade dos desempenhos macroeconômicos, quando as economias estão submetidas a um processo de financeirização.

4.1 FATOS ESTILIZADOS DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA

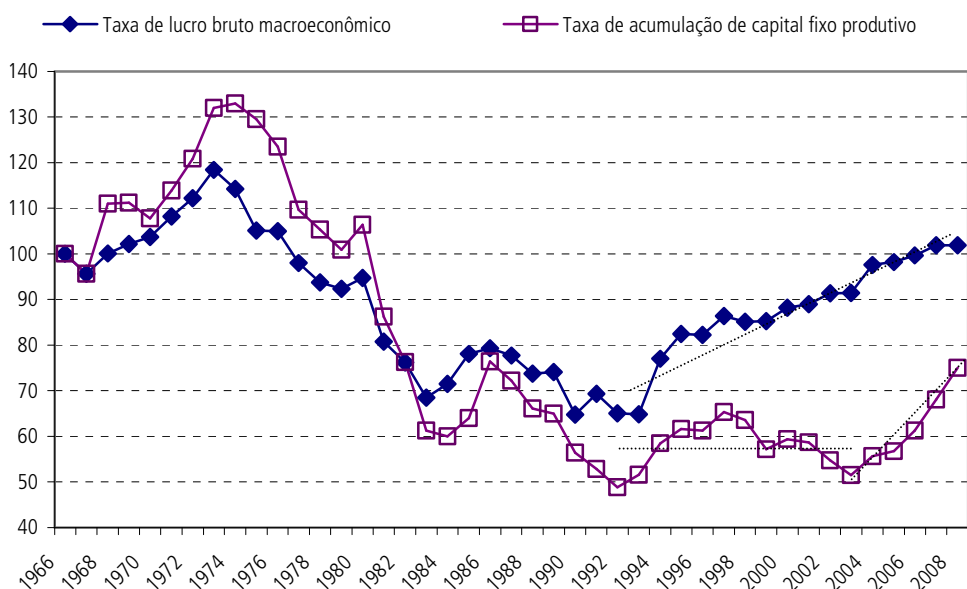
O processo de financeirização desenvolve-se apenas quando determinadas estruturas institucionais e organizacionais são capazes de reproduzir e afirmar a lógica da acumulação rentista e patrimonial sobre os demais setores da economia. Além disso, o regime de política econômica, e particularmente a política monetária, devem ser compatíveis com as demandas do sistema bancário-financeiro e dos detentores de capital em matéria de liquidez e alta rentabilidade dos ativos transacionados. O desenvolvimento dos mercados globais, a partir da liberalização e das desregulamentações financeiras das décadas de 1980 e 1990, estabeleceu as bases institucionais da financeirização no plano internacional, e reconfigurou, de modo relativamente rápido, os regimes monetário-financeiros (RMFs) das economias nacionais. Portanto, a caracterização dos RMFs torna-se crucial para a compreensão

das fases de desenvolvimento deste processo e das implicações dele para os padrões de crescimento econômico.

4.1.1 Lucro e acumulação em três diferentes fases de evolução

O primeiro fato relevante pela implicação para a dinâmica do crescimento econômico brasileiro refere-se aos três padrões de evolução das taxas de lucro e de acumulação de capital fixo produtivo, conforme o gráfico 1. Durante a vigência do modelo de industrialização substitutiva de importações, as análises empíricas revelaram a existência de um regime do tipo *profit-led growth*, porque o investimento era impulsionado pelos aumentos das taxas de lucro (BRUNO, 2005). Estas duas séries compartilharam até a tendência comum de evolução no período 1966-1993 e permaneceram nitidamente em correlação positiva. Observa-se, porém, um período de crescimento (1966-1975) e, em seguida, de queda conjunta destas variáveis, expressão dos desdobramentos da crise do regime de crescimento do “milagre” com as dificuldades estruturais e conjunturais ao longo dos anos 1980. Todavia, a partir de 1994, o padrão de evolução modificou-se, com destaque para duas outras fases. A primeira de estagnação relativa, quando as taxas de lucro e de acumulação estiveram desconectadas. A primeira variável manteve, portanto, trajetória de crescimento, enquanto a segunda permanecia praticamente estagnada. Como resultado macroeconômico direto, o crescimento econômico apresentou instabilidade preponderante e taxas muito baixas relativamente à média histórica. A terceira e última fase revela que estas duas variáveis voltaram a apresentar trajetórias de expansão. Mas, de fato, foi a taxa de acumulação de capital fixo produtivo que voltou a crescer de modo rápido (média de 7,8% ao ano entre 2004-2008), pois a taxa de lucro já estava em expansão desde 1999, com crescimento médio anual de 1,8%.

GRÁFICO 1
Taxa de lucro e taxa de acumulação (1966-2008)



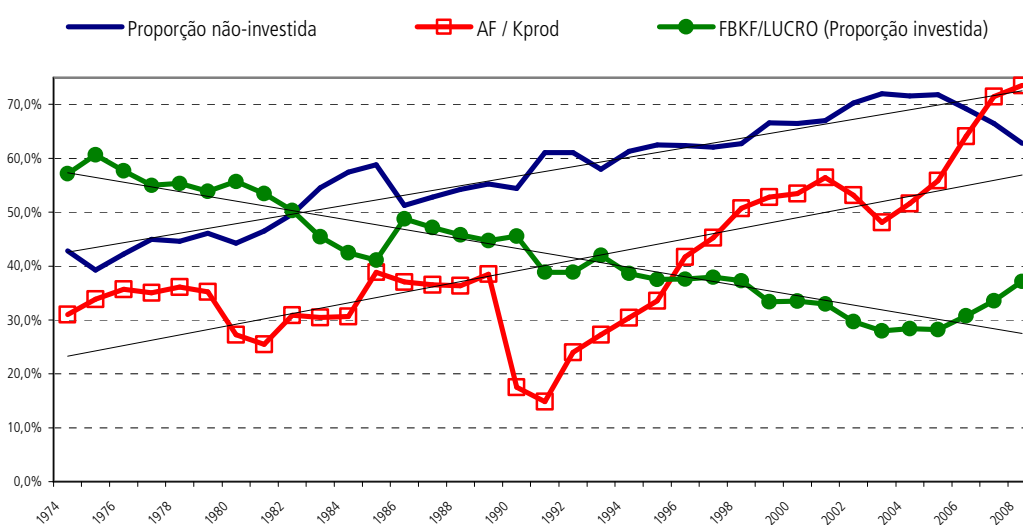
Fontes: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); Marquetti (2003).

4.1.2 Declínio tendencial da proporção do lucro macroeconômico alocada em ativos fixos

Pelo gráfico 2 pode-se constatar, a partir de 1975, a tendência de declínio da parcela do lucro bruto macroeconômico destinada à formação plena de capital fixo (FBKF/lucro). Simultaneamente, pode-se inferir que a parcela destinada a outros ativos foi, em parte, alocada em operações financeiras e outra foi notadamente consumida. Observe-se que, apenas a partir de 2006, a parcela destinada à FBKF volta a crescer, o que explica o desempenho melhor do crescimento econômico dos últimos três anos, e confirma a hipótese de que o regime de acumulação brasileiro teria assumido o padrão típico de *finance-led growth*.

GRÁFICO 2

Alocação do lucro bruto macroeconômico e taxa de financeirização da economia brasileira (1950-2008)



Fontes: IBGE; Ipeadata; Marquetti (2003).

4.1.3 Taxa de financeirização e proporção não investida do lucro médio em correlação positiva

O indicador usual de financeirização no plano macroeconômico é construído pela razão entre o total de ativos financeiros não monetários – dado pela diferença entre os agregados monetários M4 e M1 (deflacionados pelo IGP-DI) – e o estoque total de capital fixo produtivo líquido de depreciação, isto é, máquinas e equipamentos mais construções não residenciais (AF/Kprod). A relevância desta relação é que ela expressa, no plano macroeconômico, a arbitragem entre a alocação diretamente produtiva da poupança empresarial e a alocação financeira dela. Conseqüentemente, a proporção não investida do lucro macroeconômico corresponde às frações consumidas e alocadas em ativos financeiros por empresas e detentores de capital.

De acordo com o gráfico 2, pode-se constatar também que a taxa de financeirização evoluiu em correlação positiva com a parcela do lucro médio não investida produtivamente, pois a lógica da financeirização expressa-se precisamente na existência, sofisticação e generalização de um leque amplo de ativos líquidos e

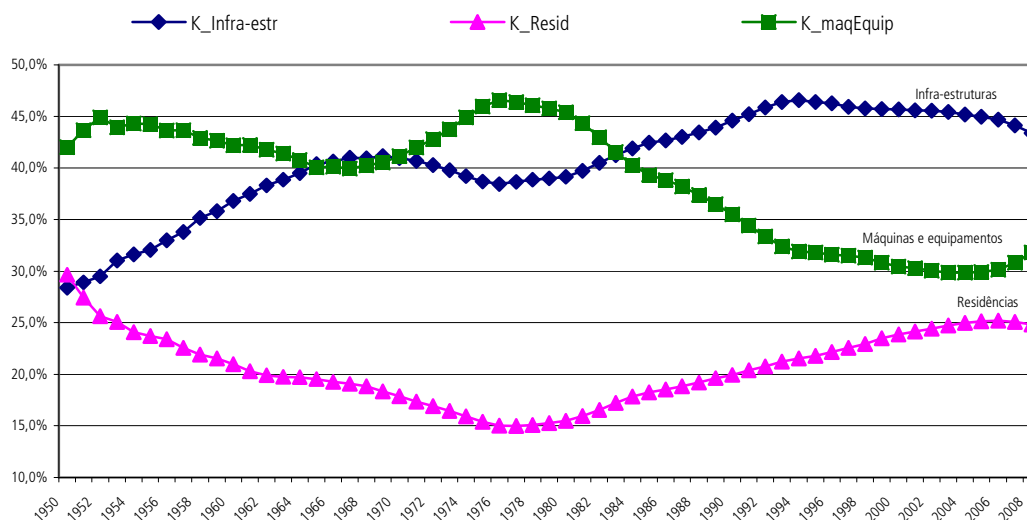
rentáveis que competem com as imobilizações de capital exigidas pelas atividades diretamente produtivas. Estes dois indicadores permanecem em tendências nítidas de crescimento, representadas pelas linhas ajustadas às séries originais. Novamente, o destaque vai para o último período, 2004-2008, no qual a correlação inverte-se e, apesar do crescimento da taxa de financeirização, a parcela não investida declina, pois a FBKF voltou a crescer nestes anos.

4.1.4 Declínio tendencial e estagnação da participação do estoque de capital fixo produtivo no estoque fixo total

A participação das máquinas e equipamentos ($K_{maqEquip}$) declina tendencialmente desde 1976, de acordo com o gráfico 3 – uma expressão do esgotamento e crise do regime de acumulação responsável pelo “milagre econômico” brasileiro. As construções não residenciais (infraestruturas) aumentam a participação até 1994, e desde então observa-se estagnação relativa deste indicador, com nítida queda de participação a partir de 2004. Observe-se que o modelo de crescimento pós-real e pós-liberalização levou cerca de 14 anos para estabilizar a participação de $K_{maqEquip}$ que, no entanto, permanece 15% abaixo do pico alcançado em 1976.

GRÁFICO 3

Participação do capital fixo produtivo no estoque de capital (1950-2008)



Fonte: Ipeadata.

Poder-se-ia contra-argumentar que o estoque de capital fixo atual possui conteúdo tecnológico superior, e assim pode crescer a taxas mais baixas do que as vigentes no modelo de industrialização por substituição de importações. O problema é que, neste caso, o ritmo de geração de emprego é comprometido, condenando a economia brasileira a níveis elevados de desemprego estrutural e freando a dinâmica da demanda efetiva no médio ou longo prazo.

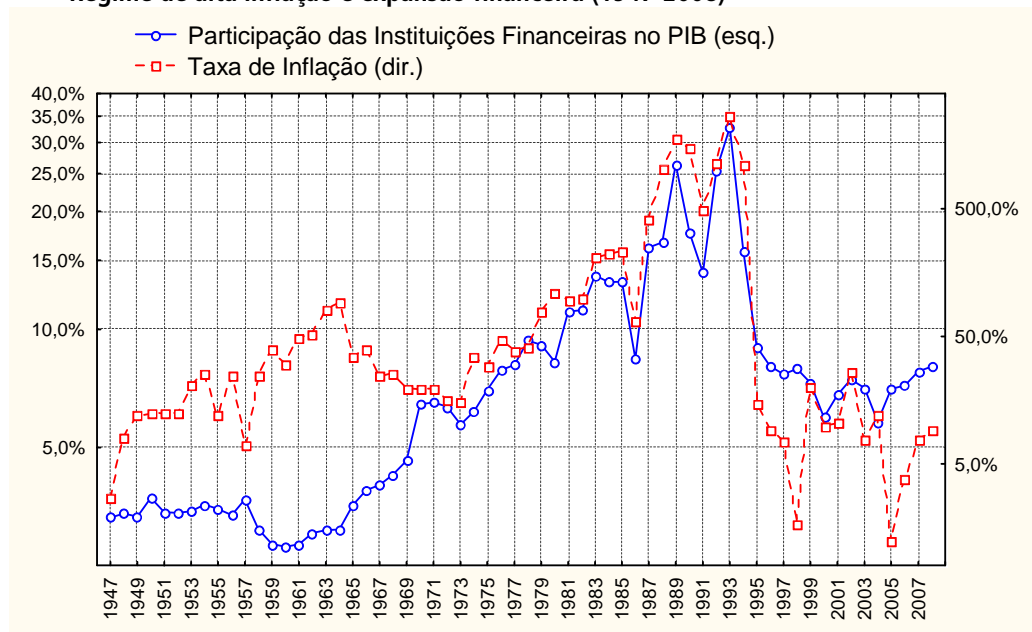
4.2 UM RMF DUAL COMO BASE DA FINANCEIRIZAÇÃO POR INFLAÇÃO NO PERÍODO 1980-1993

A hipótese de que, no período 1980-1993, a economia brasileira esteve sujeita a um processo de financeirização baseado nos ganhos inflacionários derivados dos mecanismos institucionais de correção monetária e de indexação generalizada de preços e salários encontra apoio na análise empírica proposta. Consequentemente, como é o caso para variados fenômenos em economia, a financeirização, nas dimensões micro e macroeconômicas, pressupõe ambiente institucional específico, e sem o qual este processo não pode emergir e desenvolver-se. O *regime monetário-financeiro dual e inflacionista* pôde consolidar-se ao longo dos anos 1980; este, ao mesmo tempo em que proporcionava relativa proteção aos agentes econômicos contra a inflação crescente, contribuía para reproduzi-la por meio da institucionalização da moeda indexada. A dualidade provinha precisamente da coexistência de duas moedas: *i*) a moeda oficial emitida pelo Estado no conceito de M1; e *ii*) a moeda financeira-indexada que era lastreada pelos títulos públicos, mas gerida e emitida endogenamente pelo setor financeiro privado. A primeira funcionava como unidade de conta e meio de pagamento, e a segunda como reserva de valor e instrumento de enriquecimento privado, com base em ativos de alta liquidez e rentabilidade com baixo risco. Operava-se assim a dissociação das funções da moeda que estava na base da acumulação rentista e do processo de financeirização por inflação, ao mesmo tempo em que adia a irrupção violenta da hiperinflação clássica.

Para sustentar a hipótese de existência do RMF dual como base da financeirização por inflação, realizou-se a análise econométrica da relação entre o valor adicionado (VA) das instituições financeiras e o produto interno bruto (PIB) brasileiro. O gráfico 4 mostra a evolução conjunta da taxa de inflação e da participação do setor bancário-financeiro no PIB, mensurada pelo método serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (Sifim), utilizado pelo IBGE, conforme recomendação do *System of National Accounts* (SNA/1993), para o período 1947-2008.³ Torna-se evidente que as instituições financeiras expandiram a participação no PIB à medida que o processo inflacionário avançava. A partir de 1970, quanto maiores as taxas de inflação, maior a participação do sistema financeiro no valor adicionado total da economia brasileira. Consequentemente, as consideradas décadas perdidas certamente não o foram para este setor. O fato é reconhecido até mesmo pelas autoridades monetárias brasileiras. Resta investigar, contudo, a possível existência de causalidade entre estas variáveis.

2. A metodologia considera o diferencial entre juros recebidos e pagos pelas instituições financeiras aos demais setores da economia enquanto medida de parte da contribuição do sistema financeiro ao valor adicionado total da economia.

GRÁFICO 4

Regime de alta inflação e expansão financeira (1947-2008)

Fontes: IBGE e Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Os testes de raízes unitárias e de Johansen indicam que as séries da inflação medidas pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) e o VA financeiro como percentagem do PIB são não estacionárias e cointegram no período 1964-1993, expressão da existência de uma relação de equilíbrio de longo prazo entre tais variáveis. Este funcionamento equânime não deve ser interpretado de modo usual em economia, isto é, como resultado da compatibilidade entre oferta e demanda. O fato de estas duas séries compartilharem a tendência de evolução comum pode ser interpretado como o resultado macroeconômico derivado da estrutura organizacional ou de uma institucionalidade específica do regime monetário e, ainda, do sistema financeiro vigentes naquele período. O quadro 2 revela as elasticidade-inflação de longo prazo do VA financeiro e o teste de causalidade de Granger para as séries. O aumento de 10% nas taxas de inflação leva ao crescimento médio de 3,4% da participação do VA financeiro no PIB. A cointegração conduz naturalmente a investigação da existência de vínculos causais entre essas variáveis.

QUADRO 2

Relação entre VA financeiro e inflação (1964-2008)

Períodos	Elasticidade de longo prazo	Sentido da causalidade de Granger
[1964-1993]	0,3439 (9,34)	Variações da inflação causam variações no VA financeiro ($p = 0,10048$)
[1995-2008]	Não significativa	—

Elaboração dos autores.

O teste de causalidade de Granger revela que as variações das taxas de inflação precedem as variações no VA financeiro, mas o oposto não foi estatisticamente

significativo. Este resultado revela a funcionalidade dos ganhos inflacionários para a expansão financeira observada no período 1964-1993.

4.3 UM RMF À ELEVADA RESTRIÇÃO MONETÁRIA E O NOVO PADRÃO DE FINANCEIRIZAÇÃO PELA RENDA DE JUROS (1995-2008)

A redução forte e rápida da inflação e, portanto, dos ganhos inflacionários no período pós-real, em um ambiente de liberalização financeira e de mercados globais, desencadeou processo de mudança estrutural no sistema bancário-financeiro brasileiro. Sob este novo regime monetário-financeiro não inflacionista, o novo eixo da acumulação financeira vai se deslocar em direção aos derivativos e títulos de renda fixa conectados ao endividamento público, mas agora sob taxas reais de juros extremamente elevadas pelos padrões internacionais. Os ganhos inflacionários seriam então rápida e facilmente substituídos pela renda de juros somados aos retornos com ativos financeiros transacionados em escala internacional.

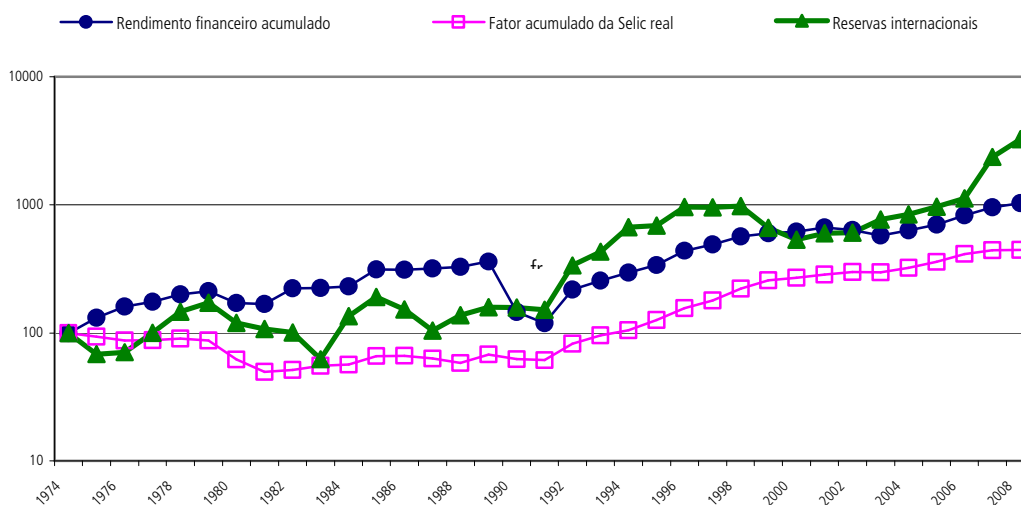
Com base nos dados do Plano Contábil das Instituições Financeiras (COSIF), do Banco Central, é possível constatar que a rentabilidade real com elevada liquidez oferecida pelos ativos de renda fixa, e os derivativos que lhes são associados respondem por praticamente 50% da receita operacional total do sistema bancário-financeiro, para o período 1995-2006. Uma vez que as receitas de operações de crédito não ultrapassam os 20%, torna-se clara a razão pela qual as instituições financeiras privadas brasileiras não estão propensas a expandir o sistema de crédito em níveis compatíveis com as necessidades do setor produtivo e, portanto, com o desenvolvimento econômico nacional.

Dados apresentados em Bruno (2008) mostram que os fluxos de juros recebidos e pagos pelo sistema financeiro brasileiro permaneceram, respectivamente, numa média de 29,4% e de 22,2% do PIB, para o período 1993-2005. A diferença entre estes dois fluxos (7,1%) corresponde à parcela efetivamente retida pelo sistema bancário-financeiro, enquanto os 22,2% correspondem ao montante apropriado pelas famílias detentoras de capital e pelas empresas não financeiras. Estes últimos agentes assumem assim um comportamento claramente rentista. Destaque-se que são os 29,4% que proporcionam uma medida do grau de financeirização por juros da economia brasileira, e não a participação do valor adicionado das instituições financeiras no PIB do país. Contudo, destaque-se também que esta participação capta apenas a renda de juros apropriada pelas instituições financeiras, e, portanto, não é indicador ótimo de financeirização.

Conseqüentemente, a queda acentuada do VA financeiro no PIB, desde a vigência do real, não é expressão do fim do processo de financeirização ou sequer do enfraquecimento dele na economia brasileira, mas sim da mudança das condições estruturais do desenvolvimento, que aconteceria, doravante, com base em novos ativos, em contexto de liberalização financeira, de baixa inflação e de política monetária restritiva. O gráfico 5 traz as evoluções conjuntas das reservas internacionais, do fator acumulado da Selic real e do rendimento financeiro acumulado, estimado pelas diferenças acumuladas entre os estoques de ativos financeiros não monetários, deflacionados pelo IGP-DI.

GRÁFICO 5

Reservas internacionais, fator acumulado da Selic real e rendimento financeiro acumulado como percentagem da RDB¹ (1974-2008)

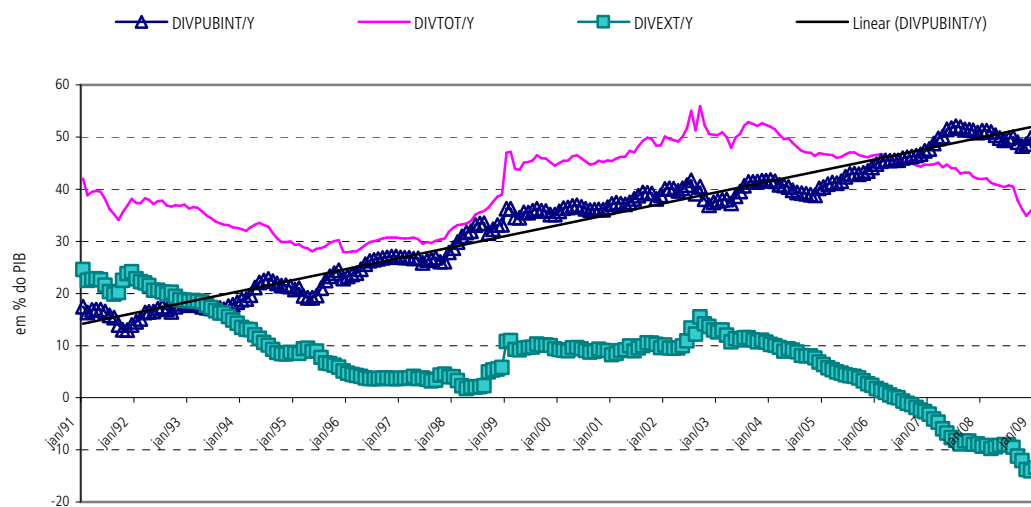


Como esperado, a capitalização dos juros pela taxa oficial responde por grande parte da expansão dos ativos financeiros na economia brasileira e pela atratividade que exerce sobre os fluxos de capital estrangeiro de curto prazo, fazendo com que as reservas internacionais entrem em uma trajetória similar de crescimento. Por outro lado, como observou Boyer (2004), trata-se de uma evidência indireta do impacto da financeirização sobre a dinâmica macroeconômica, pois permitiu que a taxa média de lucro permanecesse em crescimento enquanto a taxa de acumulação de capital fixo produtivo estava estagnada, no nível mais baixo de toda a história do desenvolvimento industrial brasileiro.

4.3.1 A vinculação estrutural entre dívida pública interna e renda de juros

A dívida pública interna foi – de maneira mais explícita – o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial no período 1991-2008. De fato, no período pré-liberalização dos anos 1980, a crise fiscal do Estado brasileiro já se articulava com as principais regularidades macroeconômicas que permitiam a acumulação financeira desenvolver-se com base nos ganhos inflacionários e nas tendências à estagnação do produto. Mas o próprio ambiente de crise com alta inflação ocultou, de certa forma, a funcionalidade do endividamento público para a expansão financeira. O gráfico 6 descreve as trajetórias da dívida pública interna e externa líquidas como porcentagens do PIB. Observe-se que a razão dívida pública interna líquida/PIB expande-se numa tendência aproximadamente linear, com crescimento médio mensal de cerca de 0,5% entre 1991-2008 (ou de 4,8% anual no período pós-real). Em consequência, este indicador alcança praticamente 50% do PIB no mês de janeiro de 2009, enquanto no início da década de 1990 esteve em torno dos 18%.

GRÁFICO 6

Dívida pública total, interna e externa em porcentagem do PIB (1991-2009)

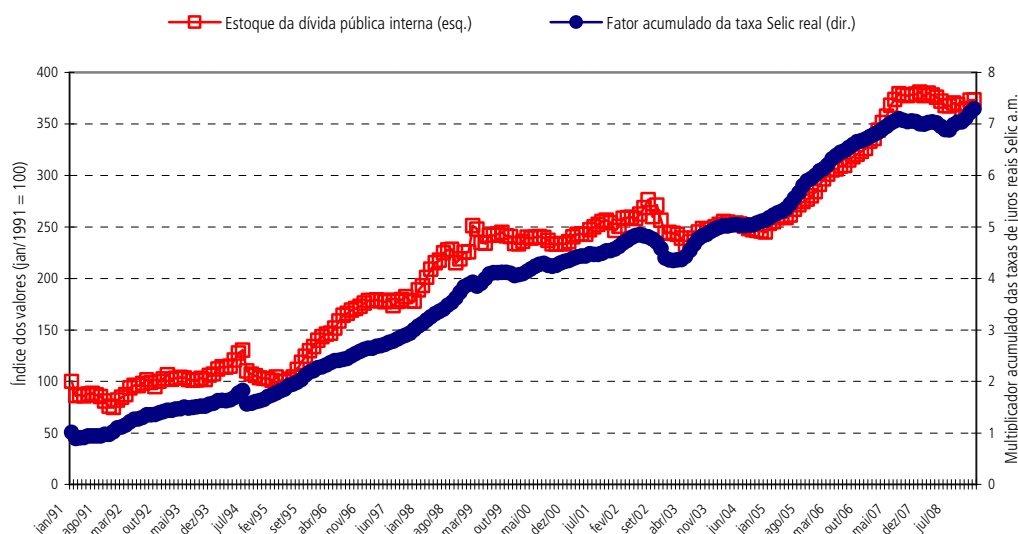
Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Obs.: $DIVPUBINT/Y$ = razão dívida pública interna / PIB; $DIVTOT/Y$ = razão dívida pública total consolidada/PIB; e $DIVEXT/Y$ = razão dívida pública externa/PIB.

Essa evolução sugere a possibilidade de trajetória explosiva para essa variável, uma vez que as quedas da razão dívida/PIB dão-se momentaneamente – logo em seguida retomam a tendência de crescimento de longo prazo. A hipótese da financeirização como processo resultante de condições macroeconômicas específicas implica considerar que a macroestrutura financeira em vigor na economia brasileira aprisiona as finanças públicas porque comanda a política monetária e fiscal, formatando-a segundo as prerrogativas da acumulação rentista. Por esta razão, pode-se considerar de um lado a endogeneidade da dívida pública no modelo econômico neoliberal e, de outro, a exogeneidade da taxa Selic, uma vez que esta converteu-se em instrumento-chave da política monetária restritiva inerente à financeirização por renda de juros. Significa que, contrariamente à vulgata acerca do comportamento supostamente perdulário do Estado brasileiro, são os gastos financeiros, permanentemente realimentados por altíssimas taxas de juros reais, que respondem pelo crescimento da dívida pública interna.

O gráfico 7 mostra a forte correlação positiva entre o crescimento do estoque da dívida pública interna ($DIVPUBINT$) a preços constantes e o fator acumulado da Selic real ($FATACSELIC$), que busca captar a lógica da capitalização composta, praticada pelos mercados financeiros.

GRÁFICO 7

Divida pública interna e fator acumulado da Selic real (1991-2009)

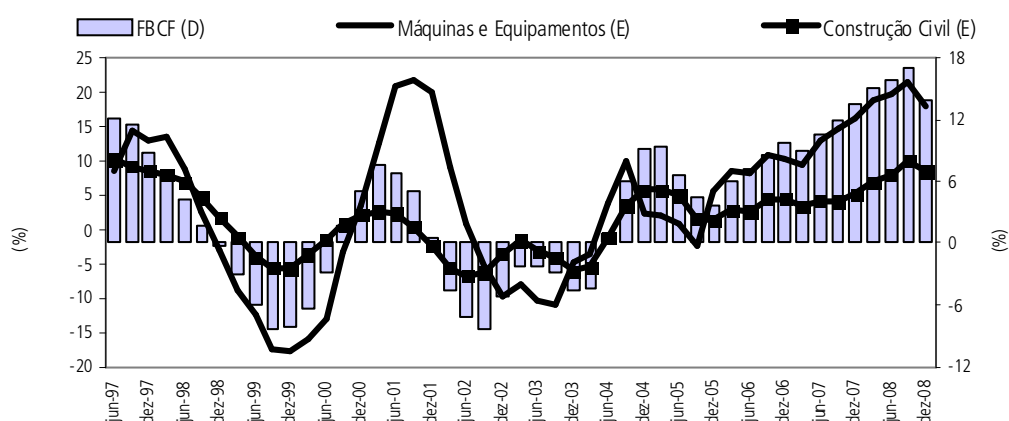
Destaque-se, por exemplo, o aplicador que tivesse adquirido um título indexado à Selic em janeiro de 1991, e que tivesse optado por não vendê-lo. Ele teria o capital multiplicado por sete em janeiro de 2009. Trata-se de renda de juros espetacular, muito acima dos padrões internacionais, mesmo para uma economia ainda em desenvolvimento. Mas a questão dos vínculos causais entre estas variáveis é relevante para a sustentação empírica das hipóteses propostas neste trabalho. Uma análise econométrica para o período 1996-2009 revela que estas variáveis cointegram, por desfrutarem da tendência comum de evolução. Além disso, os testes de causalidade de Granger revelaram que as variações da Selic precedem as variações na dívida pública, ao apontar para a existência de causalidade unilateral da renda de juros para a expansão do endividamento do setor público brasileiro.⁴

4.4 A FBKF EM DOIS PADRÕES CONTRASTADOS, MAS COMANDADOS PELA FINANCEIRIZAÇÃO

A dinâmica do investimento produtivo no Brasil permaneceu nitidamente cíclica até 2003, o que minou as bases para o crescimento econômico sustentável (gráfico 8).

3. Por economia de espaço não serão apresentados todos os testes pertinentes às análises econométricas aqui desenvolvidas.

GRÁFICO 8

FBKF e componentes: variação percentual acumulada em quatro trimestres (1997-2008)

Fonte: Ipeadata.

Para testar a influência da renda financeira sobre o comportamento da taxa de investimento em capital fixo produtivo especificou-se a relação entre aquela variável e duas outras explicativas: o diferencial entre produtividade e salário médio real, como uma *proxy* da lucratividade do capital fixo produtivo ($dPR-dRW$); e o rendimento financeiro acumulado, como percentagem da renda disponível bruta ($RENDFINY$). Os resultados da estimação revelam a existência da relação de cointegração. Significa que há relação de equilíbrio de longo prazo entre investimento, lucro empresarial e lucro financeiro, que pode ser interpretada com resultado da macroestrutura de base desse regime.

QUADRO 3

Relação investimento, lucratividade e renda financeira (1996-2009)

Amostra: 1991: T3 2008: T4			
Observações: 70			
Estatística t: []			
L(TXINV)	L($dPR - dRW$)	L(RENDFINY)	C
	-0.529243	0.283373	-5.577660
	[-5.15340]	[5.67961]	

Elaboração dos autores.

No quadro 3, o fato de a elasticidade-lucro de longo prazo do investimento ter se revelado negativa, embora significativa (-0,53), enquanto a elasticidade-renda financeira mostrou-se positiva e estatisticamente significativa (0,28), é indício de que a financeirização atua diretamente sobre as decisões de alocação das poupanças empresariais do setor produtivo. Os aumentos da massa de lucro obtidos pelo crescimento dos ganhos de produtividade não são capazes de impulsionar a taxa de investimento, porque os ativos financeiros oferecem a alternativa de revalorização muito mais atrativa, em termos de liquidez e risco, do que as imobilizações que a FBKF exige. Esta evidência empírica sustenta a hipótese de que a financeirização por juros eleva a preferência pela liquidez dos empresários e detentores de capital e,

consequentemente, tende a manter baixa a taxa de crescimento do estoque de capital fixo produtivo (taxa de acumulação de capital).

Deve-se destacar, porém, que esse resultado está fortemente influenciado pelos dados da subamostra 1991-2003, quando as taxas de juros reais permaneciam ainda mais elevadas e o ambiente internacional estava suscetível aos desdobramentos das crises financeiras de 1995 (México), 1997 (Ásia), 1998 (Rússia) e 1999 (Brasil); e novamente o Brasil em 2002/2003, em razão da mudança de governo, pois os detentores de capital e os mercados temiam mudança significativa na macroestrutura financeira de base da acumulação rentista-patrimonial. Nestas condições macroeconômicas, o regime de crescimento enquadrava-se no padrão *finance-dominated accumulation*, e provocava entraves à taxa de acumulação de capital fixo produtivo.

No período 2004-2008, a situação internacional apresentava-se muito mais favorável ao Brasil. Elevou-se a demanda por *commodities*, bem como os preços delas; e com o mercado interno mais aquecido, o investimento voltou a crescer. Em tais condições macroeconômicas, o regime característico é um *finance-led growth*, que pode emergir tanto pelo efeito-riqueza derivado da renda financeira (menos provável no caso brasileiro em razão da baixa porcentagem da população com acesso a ativos financeiros), quanto pela maior oferta de crédito ao consumo e de financiamentos à produção e às exportações. A figura 1, no anexo, visa proporcionar a síntese da macroestrutura da financeirização na economia brasileira, com o destaque aos inter-relacionamentos por setores e classes sociais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Além da apresentação de evidências empíricas, neste texto buscou-se sistematizar, em nível teórico, as principais abordagens que tratam do fenômeno da financeirização como um dos principais problemas macroeconômicos da atualidade, em vista da carência de estudos sobre o assunto no Brasil. Também foi concedida especial atenção ao contexto histórico que determinou o surgimento do processo de financeirização no Brasil e no mundo.

Procurou-se explicitar o estatuto teórico do conceito de financeirização no âmbito das macroanálises do crescimento e da distribuição de renda. Destacou-se que este fenômeno deve ser analisado como problema estrutural e macroeconômico e jamais como processo natural, inerente ao desenvolvimento das economias capitalistas modernas. Esta perspectiva fundamenta-se no papel desempenhado pelas políticas de liberalização financeira que estabeleceram as novas bases institucionais para que a financeirização fosse consolidada como fenômeno econômico relevante pelos impactos sobre a dinâmica da acumulação de capital e do ritmo do crescimento econômico.

A vigência de um regime macroeconômico subordinado à acumulação rentista-financeira não implica, necessariamente, a impossibilidade de crescimento econômico ou a inevitável condenação da economia à quase-estagnação. O que as evidências empíricas revelam para os países sujeitos a um processo de financeirização é que as economias não se mostram capazes de crescer a taxas elevadas e sustentáveis, pois tais regimes são muito sensíveis ao perfil de distribuição de renda (fator de mercado interno) e às mudanças de cenário internacional (fator de mercado externo), além de

provocarem a contaminação das expectativas dos empresários pelas avaliações em curto prazo dos mercados financeiros. Afinal, parte expressiva das grandes empresas produtivas tem a estrutura de ativos comprometida com operações financeiras.

Para países em desenvolvimento, a financeirização torna-se entrave estrutural ainda maior porque provoca a reconcentração funcional da renda em favor dos detentores de capital, sem necessariamente induzi-los a elevar o nível de investimento produtivo, fator básico da geração de emprego e de renda. Trabalhos futuros deverão propor o desenvolvimento de indicadores de financeirização para os níveis da firma e setorial, e ainda a formulação de um modelo macroeconômico teórico que possa elucidar as condições de estabilidade dinâmica do regime de crescimento. A crise norte-americana atual e os impactos sobre a economia brasileira propiciam campo importante para pesquisas acerca das características e viabilidades de tais regimes.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. *La crise*. Pourquoi en est-on arrivé là? Comment en sortir? Éditions Michalon, 2008.

_____. *La globalisation financière*. Éditions La Découverte, Collection Repères, Paris, 1999.

_____. *Macroéconomie financière*. La Découverte, vol. 1 et 2, Paris, 2001.

_____. *Le capitalisme de demain*. Fondation Saint-Simon, Paris, nov., 1998.

BELLUZZO, L. G. M. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. *In*: TAVARES, M. C; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, p.151-193, 1998.

_____. Finança global e ciclos de expansão. *In*: Tavares, M. C; Fiori, J. L (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, p.87-117, 1999.

BOYER, R. *La politique a l'ere de la mondialisation et de la finance*: le point sur quelques recherches regulationnistes. CEPREMAP, Paris, 1999.

_____. *Deux défis pour le XXI^e siècle: discipliner la finance et organiser l'internationalisation*. CEPREMAP n. 2000-08, Paris, 2000.

_____. *Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis*. *Economy and Society*, vol. 29 n. 1, February, 2000.

_____. *Théorie de la regulation*. Éditions La Découverte, Collection Repères, Paris, 2004.

BRAGA, S. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. *In*: TAVARES, M. C; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro*. Editora Vozes, 6^a edição, p.195/242, 1998.

_____. *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Tese de Doutorado em economia, Unicamp, São Paulo, 1985.

BRUNO, M. *Croissance économique, changements structurels et distribution*: les transformations du régime d'accumulation au Brésil – une analyse régulationniste. Paris: Thèse doctorat en cotutelle (EHESS), mars 2005.

_____. Lucro, acumulação de capital e crescimento econômico sob finanças liberalizadas: o caso brasileiro. *In*: FERREIRA, L. da R.; PAULA, L. F. de; ASSIS, M. (Orgs.). **Perspectivas para a economia brasileira: inserção internacional e políticas públicas**. Rio de Janeiro: Eduerj, set. 2006.

_____. Regulação e crescimento econômico no Brasil: um regime de acumulação bloqueado pelas finanças. *In*: XII ENCONTRO NACIONAL DE ESTUDANTES DE PSICOLOGIA (Enep), 2007, São Paulo. **A marcha conquistadora do dinheiro**. Revista Insight Inteligência, n. 39, 4º trimestre, dezembro de 2007.

_____. Régulation et croissance économique au Brésil après la libéralisation : un régime d'accumulation bloqué par la finance. **Revue de la régulation : Capitalisme, Institutions, Pouvoirs**, n. 3/4, 2008.

CORIAT, B. **Moves towards finance-led capitalism: the French case in The Hardship of Nations – exploring the paths of modern capitalism**. *Edwar Elgar Publishing*, Cheltenham, UK Northampton, MA, USA, 2006.

EPSTEIN, G. **Financialization, rentier interests and Central Bank Policy**. PERI *Conference on Financialization of the World Economy*, December, 2001.

HERMANN, J. Financial structure and financing models: the Brazilian experience over the 1964-1997 Period. *In*: **Journal of Latin American Studies**, p. 71-114, 2002.

_____. *In*: SOBREIRA, R (Org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, 2005.

HILFERDING, R. **El capital financeiro**. Madrid: Editorial Tecnos, 1963.

KRIPPNER, G. R. **The financialization of the American economy**, *Socio-Economic Review*, Los Angeles, p. 173-208, 2005.

MARQUETTI, A. **Nota metodológica sobre as informações estatísticas utilizadas na análise do padrão de progresso técnico na economia brasileira, 1950-1998**. Instituto de Economia/ PUC-RS, 2003.

PALLEY, T. **Financialization: what it is and why it matters**. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Papers n. 525, December, 2007.

_____. As grandes empresas fragilizadas pela finança. *In*: CHESNAIS, F. **A finança mundializada**. São Paulo, Boitempo Editorial, 2005.

PLIHON, D. **A economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira**. Campinas: Economia e Sociedade, n.13, p. 41-56, dez. 1999.

PLIHON, D.; MIOTTI, L. **Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires**. La revue du CEPN, n. 85, 1^o semestre, 2001.

SALAMA, P. **Do produtivo ao financeiro e do financeiro ao produtivo na Ásia e na América Latina**. Rio de Janeiro: Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, n. 6, jun. 2000.

SERFATI, C. O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. *In*: CHESNAIS, F. **A mundialização financeira**. São Paulo, Xamã Editora, 1999.

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

_____. **Some stylized facts on the finance-dominate accumulation regime**. University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute, 2007.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ARROW, K-J.; DEBREU, G. **Existence of equilibrium for a competitive economy**. Econometrica, p. 262/290, 1954.

CAFFE, Ricardo. **Cycles de croissance financiarisés en Amérique Latine depuis les années 1970: l'économie brésilienne entre le cycle du miracle économique et le cycle stagnant (1967-2001)**. Tese de Doutorado, Université de Paris XIII (Paris-Nord), 2006.

CHESNAIS, F. **La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations**. Forum de La Régulation, Paris, 2003.

_____. **A mundialização do capital**. São Paulo, Xamã. 1996.

EPSTEIN, G. A.; JAYADEV, A. The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity. *In*: EPSTEIN G. (Ed.) **Financialization and the World Economy**. Political Economy Research Institute, Forthcoming from Edward Elgar, spring of 2005.

FLOOD, R. P.; GARBER P. M. Market Fundamentals *versus* Price Level Bubbles: the first tests. **Journal of Political Economy**, 88, p. 745 /770, 1980.

GUTTMANN, R. A primer on finance-led capitalism and its crisis. **Revue de la régulation: Capitalisme, Institutions, Pouvoirs**, Paris n. 3/4, 2008.

KREGEL, J. A. **Capital flows, global banking and financial crises in the post-Bretton Woods Era as a guide to the 21st century's financial crises.** UNAM, Mexico City, June, 1998.

LUCAS, R. **Asset prices in an exchange economy.** *Econometrica*, 46, p. 1429-45, 1978.

MARQUETTI, A. The rate of profit in the Brazilian economy 1953-2003. *In: Actuel Marx*, Paris, 2005.

MINSKY, H. **Can "it" Happen Again?** Essays on Instability and Finance. New York: M. E. Sharpe, Inc., Armonk, 1982.

ORHANGAZI, Özgür. **Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector.** A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics* 1 of 24, 2008.

SETÚBAL, O. *Visão*. 29 de abril de 1974.

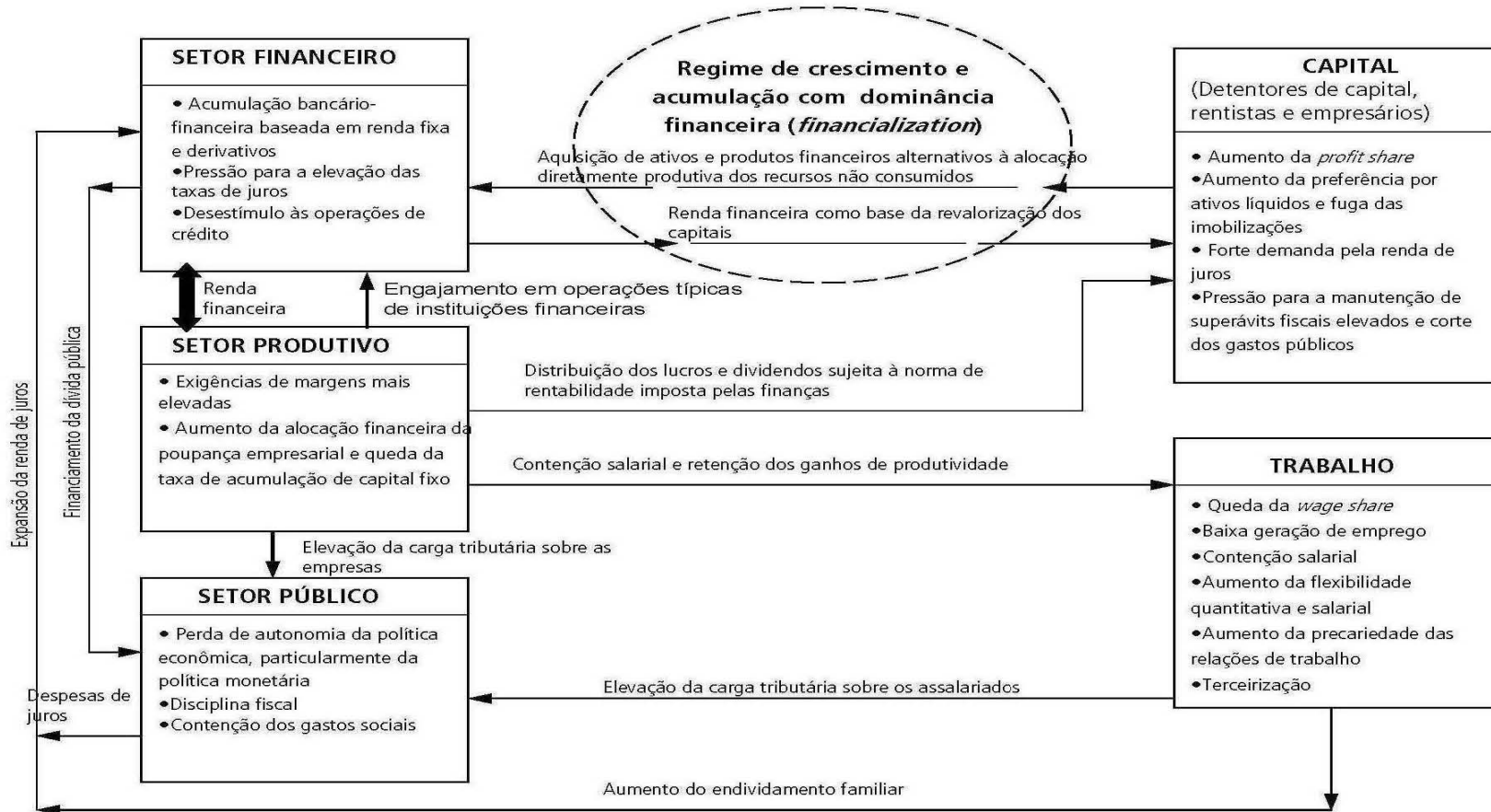
SKOTT, P.; RYOO, S. **Macroeconomic implications of financialization.** University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, Working Paper 2007-08, 2007.

SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação Financeira e Bancária.** São Paulo: Atlas, 2005.

ANEXO

FIGURA 1

Macroestrutura da financeirização por juros em setores e classes sociais na economia brasileira



EDITORIAL

Coordenação

Iranilde Rego

Revisão

Cláudio Passos de Oliveira

Luciana Dias Jabbour

Marco Aurélio Dias Pires

Reginaldo da Silva Domingos

Leonardo Moreira de Souza (estagiário)

Maria Angela de Jesus Silva (estagiária)

Editoração

Bernar José Vieira

Cláudia Mattosinhos Cordeiro

Everson da Silva Moura

Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

CEP.: 70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Tiragem: 130 exemplares