

O processo de financeirização da economia brasileira no período de 1995 e 2014

Flávia Carvalho de Moraes e Silva

Mestranda na Universidade Federal Fluminense (UFF)

Resumo: O presente trabalho analisa o processo de financeirização brasileiro com objetivo de identificar se o país está em um regime de acumulação dominado pelo capital financeiro. O estudo apresenta forte indícios de que a economia brasileira passou por este processo nos últimos anos e desta forma o setor financeiro apresenta papel central na economia. A primeira parte apresenta uma análise teórica do processo de financeirização e a consequência deste para o crescimento de um país. Em seguida é analisado especificamente o caso brasileiro através de uma análise tanto histórica quanto qualitativa de dados macroeconômicos selecionados.

Palavras-chaves: financeirização; economia brasileira; regime de acumulação; sistema financeiro brasileiro.

Área: Economia

INTRODUÇÃO

A partir do final da década de 70 e início da década de 80 começa no mundo, principalmente nos Estados Unidos (EUA), uma mudança da forma de organização social e econômica. O primeiro passo para tal mudança é a implementação das medidas neoliberais, onde se destacam a desregulamentação do mercado de trabalho e do mercado financeiro e a redução do poder público em realizar políticas econômicas.

Sob esta nova base o poder político e econômico do setor financeiro cresce e ganha força como principal agente da economia. O processo pelo qual este setor passa a desempenhar um papel central na economia foi denominado financeirização e será definido aqui como um aumento da importância do setor financeiro no sistema econômico como um todo e nas instituições governamentais, tanto a nível nacional quanto internacionalmente.

Esse processo não trará só mudanças nas instituições e organização social mas terá impacto sobre as variáveis econômicas ligadas a demanda agregada, como investimento, consumo e redistribuição de renda. Estes serão meios pelos quais a financeirização irá impactar a economia e assim o crescimento do país e seu desenvolvimento. Hein (2009) aponta que há três trajetórias de crescimento liderado pela demanda que um país pode entrar após ocorrer o processo de financeirização de sua economia, (i) *financed-led growth regime*, (ii) *profits without investment* e (iii) *'contractive' regime*.

No Brasil, o processo de financeirização se aprofundou na década de 90, especificamente a partir de 1995, com as reformas neoliberais implementadas. Dentre esse bloco de reformas se destacaram as privatizações, as reformas na seguridade social e a reforma administrativa. Essas reformas tinham como objetivo levar o Brasil a uma nova trajetória de crescimento e teve como consequência a entrada de um regime de acumulação dominado pelo mercado financeiro.

O objetivo desse trabalho então é analisar se a economiabrasileira está em regime de acumulação dominado pelo mercado financeiro e pela sua lógica no período de 1995 até 2014. Assim o artigo tem mais 3 seções além desta introdução e a conclusão final. Na primeira análise o que é financeirização e quais as principais consequências deste processo para a economia de forma teórica. Na seção seguinte busco estudar os três regimes de crescimento que podem se desenvolver na economia após o processo de financeirização, explicitando suas características e consequências. Na terceira seção pretendo analisar como se deu o processo de financeirização brasileira e suas peculiaridades, através de uma análise qualitativa dos dados.

1. O QUE É FINANCEIRIZAÇÃO

No final da década de 70 e início da década de 80 houve uma forte expansão do setor financeiro, com o avanço das inovações financeiras, a desregulamentação em níveis nacionais e internacionais e o desenvolvimento de novas tecnologias de comunicação. Acompanhado a isto observa-se mudanças na distribuição de renda, no consumo, no investimento e no crescimento dos países, levando este processo a ganhar importância como objeto de estudo para os economistas. Assim essas mudanças passam a ser estudadas sob o tema *"financeirização"*. (Hein 2009, Panico *et. al.* 2012, Hein e Dodig 2014).

A definição precisa sobre o que é financeirização ainda não é consenso pelo autores. Segundo Stockhammer (2004) financeirização corresponderia a um aumento das atividades do setor não financeiro nos mercados financeiros medidos através do fluxo de

renda, com isso capturando as transformações do setor financeiro, assim como as relações entre este último e o setor não financeiro. Nesta mesma linha, Epstein (2001) define financeirização como “(...) *increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operations of the economy and its governing institutions, both at the national and international levels.*” (Epstein 2009, p. 3). Esta definição também é utilizada por Palley (2007). Contudo, Hein (2009) aponta que esta definição tem falha de precisão analítica para o estudo do fenômeno. Assim define financeirização como aumentos do poder dos acionistas frente aos empresários e trabalhadores, gerando redução no ‘*animal spirit*’ empresarial em relação ao investimento em capital físico e uma alta na taxa de retorno rentista no curto prazo, e uma queda na parcela destinada à renda do trabalho no médio prazo. Iremos utilizar como definição no desenvolvimento deste trabalho a definição de Epstein (2009), isto é, o processo de financeirização será caracterizado por um aumento da importância do setor financeiro e seus parceiros no sistema econômico e em suas instituições governamentais, tanto a nível nacional quanto internacionalmente, uma vez que tem um grau de abrangência maior. Contudo, não iremos negligenciar a última definição ondeé explicitado os canais pelos quais a financeirização afeta a economia.

A teoria convencional teve papel importante na promoção da financeirização. Segundo teóricos desta teoria a expansão financeira iria contribuir para a eficiência econômica, uma vez que permitiria aos mercados precificar melhor os produtos futuros, melhorar a alocação dos recursos *ex-ante* através das condições econômicas de contingentes do futuro, e melhorar os portfólios dos agentes com maiores retornos e menores riscos. Além disso, defendiam que a especulação seria estabilizadora, uma vez que os preços de mercado seriam formados pelos fundamentos econômicos básicos, e então os especuladores teriam a função de trazer os preços de volta ao seu preço normal quando ele estivesse acima ou abaixo deste. Outro argumento importante para defesa da financeirização estaria na Teoria-q de Tobin, pois faz uma comparação entre o preço de mercado do capital e o seu custo, dando a firma uma sinalização de quando investir em capital físico. (Palley, 2007).

Com a emergência da teoria comportamental financeira esses resultados têm sido questionados por teóricos da própria teoria convencional, mas tais críticas tem tido pouco impacto sobre o pensamento geral sobre o mercado financeiro e sobre as políticas econômicas.

Com o crescimento do mercado financeiro nestas bases, isto é, com uma regulamentação fraca e pouca supervisão, o processo de financeirização acaba por ter um impacto sistêmico. O setor financeiro, por sua vez, passa a ter um papel de destaque e a influenciar o comportamento dos indivíduos e as variáveis-chaves da demanda agregada. Ele irá modificar então a forma que as firmas se comportam acerca do investimento, o modo pelo qual o consumo das famílias é determinado, e a alocação de recursos entre as parcelas da sociedade, isto é, a distribuição de renda.

As consequências da financeirização sobre o investimento das firmas se dá pela transferência de recursos para acumulação de capital físico em direção a acumulação de capital financeiro. Stockhammer (2004) através de um modelo econométrico testa a hipótese de que a financeirização contribuiu para a redução da acumulação de capital físico desde a década de 70 nos EUA. Isso se daria uma vez que os empresários adotam uma postura pró rentista durante o processo de financeirização e com isso ampliam suas preferências pelo lucro financeiro em detrimento ao crescimento da firma. Seu modelo tem grandes indícios que corroboram sua teoria, isto é, a

financeirização é potencialmente uma das explicações pela redução da acumulação de capital. Hein (2009), neste mesmo sentido, também entende que a financeirização trará um crescimento da orientação pró acionistas nos empresários. Os primeiros irão exigir maior distribuição de lucros das firmas e as preferências dos empresários ficam enfraquecidas como resultado da forma de remuneração baseada na lucratividade de curto prazo e nos resultados financeiros. Além disso, este autor chama atenção para o fato que o financiamento do investimento bruto do setor empresarial apresentou mudanças desde a década de 80 nos EUA. A análise dos dados realizada pelo autor mostrou que a partir desta data as firmas passaram a substituir capital próprio, predominante anteriormente, por empréstimo, fazendo a proporção entre dívida bruta e capital próprio crescer. Segundo Hein este fato leva a uma maior fragilidade financeira do setor corporativo frente a choques externos.

Passando para a análise sobre o consumo, sua relação com a financeirização se dá na medida em que o crescimento do mercado financeiro cria a possibilidade de haver aumento dos empréstimos destinados as famílias. Em um primeiro momento o aumento dos empréstimos estimula a demanda agregada uma vez que transfere poder de compra de famílias de alta renda que tem baixa propensão marginal a comprar para famílias de baixa renda que tem alta propensão marginal a comprar. Mas com o vencimento dos empréstimos, as taxas de juros se tornam um redutor da demanda agregada na medida que o poder de compra é redistribuído na direção oposta a feita anteriormente. Assim a desregulamentação financeira proporcionou um *boom* dos créditos que levou a um aumento do produto em um determinado momento, contudo o consumo baseado em crédito, uma vez que tem sua base nos trabalhadores tem um grande potencial contracionista no longo prazo. Isso ocorre, pois uma vez cessados os efeitos expansionistas o consumo pode começar a reduzir-se em virtude do aumento das obrigações financeiras, que faz reduzir a possibilidade de novos créditos para estas e possivelmente induzindo um aumento da poupança. (Hein, 2009, Hein e Dodig, 2014)

Por último, a terceira forma pela qual a financeirização influenciou a economia é através da redistribuição de renda. Além da desregulamentação do mercado financeiro e seu crescimento, influenciaram para o aprofundamento da concentração de renda a desregulamentação do mercado de trabalho e a redução da intervenção do governo a fim de assegurar o estado de bem estar social, isto é, as reformas neoliberalistas implementadas na década de 80 nos EUA, e no Brasil na década de 90 (Hein, 2013). Ao analisarmos a distribuição funcional da renda entre lucros brutos – lucros retidos, dividendos e juros – e salários, espera-se que a demanda rentista por maiores lucros distribuídos será passada aos trabalhadores com redução da parcela dos salários na renda nacional. Hein e van Treeck (2007) apontam que no médio prazo, a base de precificação das firmas, *mark-up*, está propenso a se tornar elástico aos dividendos que equandoo crescente pagamento de dividendos a rentistas se torna uma característica permanente. Isso levará a uma redução da competição via preço no mercado de bens e serviços devido a fusões e aquisições e a uma redução no poder de barganha dos trabalhadores e uma ameaça de aumento do desemprego em resposta a política de “reduzir dimensões e distribuir” que beneficia o aumento de *mark-up* a fim de subir a taxa de dividendos. Hein (2013) encontra evidências de que a financeirização e as políticas neoliberais contribuíram para a queda de participação dos salários na renda nacional dos EUA por três vias. A primeira está relacionada a composição setorial da economia com a redução de participação dos setores públicos e não financeiro, que mantém altas taxas salariais, e o aumento do setor financeiro que, ao contrário, mantém baixas taxas salariais. Uma segunda via diz respeito ao aumento dos custos fixos devido

ao aumento dos salários dos administradores combinado com a maior demanda por lucros vindas dos rentistas, que exigem maiores pagamentos de juros e dividendos, tem sido associado a queda na participação dos salários na renda. Por último, a financeirização e as políticas neoliberais tem enfraquecido o poder de barganha das organizações sindicais através de diversos meios – aumento da orientação pró rentista dos empresários; a mudança setorial de setores com fortes organizações sindicais em vários países (setor público e não financeiro) para setores com organizações sindicais fracas (setor financeiro); desregulamentação do trabalho; e liberalização e globalização do comércio internacional e do setor financeiro.

Assim o processo de financeirização que se desenvolveu no mundo a partir da década de 80, como resultado das políticas neoliberais e estimulado por estas, resultou em mudanças no processo de investimento das firmas, no consumo das famílias e na redistribuição de renda dos países. Será através destas mudanças, que a financeirização terá impacto no crescimento dos países que será analisado na próxima seção.

2. MODELOS DE CRESCIMENTO ECONÔMICO COM FINANCEIRIZAÇÃO

Os impactos da financeirização sobre os componentes da demanda agregada vistos na seção anterior são contraditórios, podendo levar a uma trajetória de crescimento ou uma ruptura com este. Três principais regimes de crescimento puxado pela demanda se desenvolveram na literatura: (i) *finance-led growth regime*, desenvolvido principalmente por Boyer (2000), aonde a mudança de orientação do empresário para pró acionista terá um impacto positivo sobre o crescimento; (ii) *profits without investment*, onde se destaca Cordonnier (2006, *apud* Hein (2009)), e é marcado por um crescimento da taxa de lucros e crescimento da taxa de utilização da capacidade, mas com uma redução da taxa de acumulação de capital; e por último (iii) *contractive regime*, desenvolvido em Hein e van Treeck (2007), onde o crescimento do pagamento de juros e dividendos tem como consequências menores taxas de utilização da capacidade, lucros e acumulação de capital. Esses modelos contudo, não introduzem os efeitos sobre a redistribuição de renda para sua análise.

Hein (2009: 22) e Hein e Dodig (2014), desenvolvem um modelo analítico de crescimento e de distribuição Pós-Kaleckiano do tipo *stock-flow*, incluindo na análise a redistribuição de renda advinda da financeirização e também testa a estabilidade dos regimes apresentados. Assim assume como hipóteses que:

- A financeirização afetará no curto prazo a distribuição entre firmas e rentistas e no longo prazo distribuição entre trabalho e capital através da elasticidade-dividendo do *mark-up* na precificação da firma no médio prazo;
- O investimento das firmas será afetado pelo canal de preferências do empresariado e pelo canal de financiamento do capital interno;
- O consumo será afetado no curto prazo pela distribuição de dividendos e no médio prazo pela redistribuição de renda que reduz a participação dos salários na renda; e
- O desenvolvimento da razão entre financiamento externo e capital próprio das firmas é endogenizado de forma a analisar a estabilidade de médio prazo dos regimes e a viabilidade dos regimes de acumulação potenciais.

O desenvolvimento do modelo foge o escopo deste trabalho¹, irei analisar suas principais consequências, isto é, os principais efeitos de um aumento no poder dos acionistas no equilíbrio do mercado de bens na era da financeirização, permitindo analisar as condições de estrutura necessária em cada regime e sua estabilidade. O aumento de poder estará relacionado em um primeiro momento à mudança de preferência dos empresários e por isso afetará negativamente o *'animal spirit'* e em um segundo momento estará associado ao aumento da taxa de retorno dos rentistas.

Na análise de curto prazo, Hein (2009) chegou as seguintes conclusões, enquanto a redução do *'animal spirit'* trará unicamente efeito negativos nas variáveis endógenas do modelo, que são, a taxa de utilização da capacidade produtiva (u), a taxa de lucro (r), e a taxa de acumulação do capital (g), o aumento na taxa de retorno dos rentista tem um efeito ambíguo sobre estas variáveis, uma vez que irá afetar tanto o investimento da firma, devido a disponibilidade de fundos internos e acesso a capital externo, quanto influencia na renda das famílias rentistas e então no consumo. Isso dará origem a três casos possíveis, sintetizados na tabela 1:

- 1) Caso *'normal'*: ocorre quanto maior for propensão a poupar dos rentistas e quanto maior for a capacidade de resposta do investimento das firmas com respeito aos lucros distribuídos e por isso com os fundos internos. Neste caso, o aumento da demanda advindo da redistribuição de renda em favor das famílias rentistas em detrimento das firmas não é suficientemente alto para compensar os efeitos negativos sobre os investimentos das firmas. Assim, o aumento da taxa de retorno dos rentistas reforça o efeito negativo da queda do *'animal spirit'* sobre a taxa de utilização da capacidade, a taxa de lucro e a taxa de acumulação de capital e resulta em um *'contractive'* regime.
- 2) Caso *'puzzling'*: temos o caso oposto ao primeiro, então há uma baixa propensão a poupar dos rentistas, uma baixa capacidade de respostas da firmacom respeito ao lucros distribuídos e os fundos internos e uma alta elasticidade da capacidade de utilização. Este quadro permite que o aumento da taxa de retorno dos rentistas tenha um efeito positivo sobre as taxas de utilização da capacidade, na taxa de lucro e na taxa de acumulação de capital. Esses efeitos podem superar os efeitos negativos da queda do *'animal spirit'* do empresariado, e então entrariamos em um regime *finance-led growth*, onde só há efeitos positivos do aumento do poder dos acionistas sobre as variáveis endógenas.
- 3) Caso *'intermediário'*: por fim, um caso entre os dois anteriores pode surgir quando há uma baixa propensão a poupar dos rentistas, uma baixa capacidade de resposta da firma frente a variações no lucro distribuído e fundos internos, mas uma baixa capacidade de resposta do investimento em respeito à utilização da capacidade. Com isso ocorre um aumento no consumo devido à redistribuição de renda em favor dos rentistas, uma limitação dos efeitos negativos da redistribuição sobre o investimento das firmas, mas a baixa capacidade de resposta do investimento não é capaz de compensar os efeitos negativos da elevação da taxa de retorno dos rentistas frente aos fundos internos. Assim os efeitos negativos da mudança de preferências do empresariado só será compensado pelos efeitos do aumento da taxa de retorno dos rentistas no que se refere à utilização da capacidade e a taxa de lucro, a acumulação de capital permanece sobre os efeitos negativos. Com isso, há um aumento nas taxas de

¹ Para uma análise detalhada do modelo ver Hein (2009)

utilização da capacidade e da taxa de lucro, mas uma redução na acumulação de capital. Neste caso, estaremos em um regime *profits without investment*.

Tabela 1. Regimes de acumulação do curto prazo

Regimes de acumulação do curto prazo frente as condições de financeirização e aumento do poder dos acionistas			
	<i>Contractive regime</i>	<i>Profits without investment regime</i>	<i>Finance-led growth regime</i>
Efeito via redução do ‘animal spirit’ do empresariado	Fraco/forte	Fraco	Fraco
Efeito via aumento da taxa de retorno dos rentistas	Caso ‘normal’	Caso ‘intermediário’	Caso ‘puzzling’

Fonte: Hein (2009: 35), tradução própria.

Após esta análise de curto prazo Hein (2009) passa analisar a estabilidade dos regimes, e com isso passa a analisar o médio prazo. Neste, admite-se que as firmas podem mudar sua taxa de retorno devido a exigência dos acionistas em relação aos preços, e por isso seu *mark-up*, e assim a participação dos lucros, pode aumentar. A participação da renda do trabalho, então, irá diminuir em função do aumento da taxa de retorno dos rentistas. O *mark-up* conseguirá ser elástico aos dividendos pela redução dos preços competitivos no mercado de bens e serviços, e pelo fraco poder das organizações sindicais dos trabalhadores no mercado de trabalho. Em níveis macroeconômicos, contudo, devemos levar em consideração que pode haver outras forças sobre o trabalho que contrabalanceiam este primeiro movimento, limitando a elasticidade do *mark-up* e a parcela dos lucros na renda, devido a taxa de retorno dos rentistas. Isso ocorre nos casos intermediário e *puzzling*, onde o aumento da taxa de retorno dos rentistas irá levar a uma expansão da utilização da capacidade e da acumulação de capital.

Na análise de médio prazo, as variações da taxa de retorno dos rentistas terão efeitos sobre o estoque de dívidas e de capital mantidos pelos rentistas, então irá ter impacto sobre a razão financiamento externo e capital próprio. Esta última será a variável analisada, e consequentemente seu impacto na acumulação de capital.

Após o desenvolvimento do modelo, Hein (2009) encontra que a estabilidade da razão entre financiamento externo e capital próprio irá se dar quando os rentistas apresentam baixa propensão a poupar, as firmas apresentam uma baixa capacidade de resposta dos seus investimentos com respeito aos lucros distribuídos e fundos internos, e uma alta elasticidade com respeito a capacidade de utilização. Com este cenário teríamos um relação positiva entre a taxa de acumulação de capital e a razão financiamento externo e capital próprio. O que se observa é que a estabilidade de médio prazo do modelo necessita de um cenário onde ocorre o caso *puzzling* no curto prazo.

Hein (2009), passa a avaliar então os efeitos do aumento da taxa de retorno dos rentistas sobre taxa de acumulação de capital de equilíbrio no médio prazo e encontra que esse efeito, dada a propensão a poupar dos rentistas, é positivo em todos os casos. Este fato deriva diretamente da condição de equilíbrio de médio prazo, que exige constância na razão financiamento externo e capital próprio e assim que o estoque de capital deve crescer a mesma taxa que a soma dos estoques de dívidas mais capital mantidos pelos rentistas. Isso significa que um aumento no pagamento de dividendos aos rentistas em relação ao estoque de capital requer um aumento no crescimento do estoque de capital para obtermos o equilíbrio de médio prazo. Hein chama esta taxa de acumulação de capital de equilíbrio no médio prazo de ‘*warranted rate*’, pois será a taxa que garantirá a constância, e por isso a estabilidade, da razão entre financiamento externo e capital próprio. Mas chama atenção para o fato que não há como garantir que a taxa de acumulação de capital de equilíbrio do mercado de bens irá se ajustar a esta taxa, uma vez que ela está associada apenas a uma estrutura financeira constante no setor empresarial.

Sob as condições do curto prazo do caso *puzzling* a condição de equilíbrio de médio prazo da razão entre financiamento externo e capital próprio é alcançada. Então a taxa de acumulação de capital de equilíbrio no mercado de bens irá se ajustar a ‘*warranted rate*’ quando houver um aumento na taxa de retorno dos rentistas, garantindo que o novo equilíbrio de médio prazo seja alcançado. Hein (2009), afirma então que as condições de curto prazo do caso *puzzling* são suficientes para a estabilidade de médio prazo do *finance-led growth regime*. O impacto negativo da mudança de comportamento do empresariado com uma redução do ‘*animal spirit*’ pode prolongar o processo de ajustamento mas não irá impedi-lo.

Sob as condições de curto prazo dos casos ‘normal’ e ‘intermediário’ a acumulação de capital irá cair com um aumento da taxa de retorno dos rentistas e o novo equilíbrio não será alcançado, e por isso a estabilidade de médio prazo não estará garantida. Nesses casos qualquer desvio da ‘*warranted rate*’ irá levar a uma trajetória explosiva desta taxa. Se a taxa de acumulação de capital do equilíbrio do mercado de bens cair abaixo (elevar-se acima) da “*warranted rate*”, a razão entre financiamento externo e capital próprio irá se elevar (cair), tendo efeitos negativos (positivos) sobre a acumulação de capital, fazendo se distanciar mais ainda da ‘*warranted rate*’ e a razão entre financiamento externo e capital próprio se elevar (cair) mais em relação a razão de equilíbrio. Assim Hein(2009) aponta que cairíamos em um ‘paradoxo do financiamento externo’ parecido com o ‘paradoxo de dívidas’ de Steindl, isto é, quedas (elevações) na taxa de acumulação do capital induzirá as firmas a tentar reduzir (aumentar) sua razão entre financiamento externo e capital próprio, mas os efeitos macroeconômicos deste comportamento será o aumento (redução) desta razão. Assim o *contractiveregime* e *profits without investment regime* serão instáveis no médio prazo, uma vez que os casos normal e intermediário não garantem sua estabilidade. A redução do ‘*animal spirit*’ irá aprofundar mais este processo, e a redistribuição da renda via elasticidade do *mark-up* em relação aos dividendos irá também reforçar esse processo se a acumulação for *wage-led*, e irá abrandar sem conseguir impedir o processo de acumulação for *profit-led*.

Através desta análise então concluímos que com o processo de financeirização não há um único regime de crescimento puxado pela demanda. Dependendo das características da economia ela pode entrar em um *financed-led growth regime*, *profits without investment regime*, ou em um *contractive regime*. Contudo apenas o primeiro será estável no médio prazo e garantirá um crescimento sustentável para a economia, os dois

últimos apesar de possíveis no curto prazo, levarão a trajetórias instáveis no médio prazo.

3. FINANCEIRIZAÇÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA

Até agora analisamos o processo de financeirização através de um modelo teórico. Passamos então a analisar o caso particular do Brasil. É importante notar, como faz Araújo *et. al.* (2012), que o processo de financeirização se desenvolve quando há uma conjuntura econômica que o permite. Assim iremos analisar as bases as quais o processo de financeirização foi realizado no Brasil e como algumas variáveis se comportaram para analisar esse processo.

A partir de 1995 se consolidou no Brasil um desenho de instituições favoráveis aos detentores de capitais e ao mercado financeiro tanto nacional quanto internacional. Nesta época foram realizadas as chamadas reformas neoliberais pelo governo, isto é, foram feitas privatizações, reformas na seguridade social, reforma administrativa, entre outras. Elas tinham como fim levar o Brasil a uma nova trajetória de crescimento e, como iremos sustentar aqui, ajudou o processo de financeirização brasileiro.

Mas este processo se iniciou ainda na década anterior, onde as altas taxas de inflação permitiram que um regime monetário-financeiro (RMF) dual e inflacionista se desenvolvesse. Este regime ao mesmo tempo que protegia os agentes contra as altas taxas de inflação, retroalimentava a inflação através de uma moeda indexada.

Devido às altas taxas de inflação do período a moeda oficial emitida pelo estado – M1 – tinha como funções ser meio de pagamento e unidade de conta, enquanto a função de reserva de valor era garantida pelos bancos privados que criavam essa reserva de forma endógena a partir da dívida pública. Foi criado então um regime monetário dual, onde a moeda emitida pelo estado era utilizada como meio de troca e tinha seu valor erodido constantemente pela inflação, e a moeda emitida pelo setor financeiro privado garantia o valor da moeda frente ao intenso processo inflacionário através da generalização e sofisticação de mecanismos de indexação de preços e salários (correção monetária). Esta última, chamada de moeda indexada, foi fator decisivo para a expansão do setor financeiro e a acumulação bancária em um ambiente de alta inflação e estagnação econômica. (Araújo *et. al.*, 2012).

Bruno *et. al.* (2011) realiza um exercício econométrico para testar a hipótese de que houve um RMF dual como base da financeirização. Assim ele compara o valor adicionado das instituições financeiras frente ao PIB brasileiro. O resultado encontrado foi que, a partir de 1970, quanto maior a taxa de inflação maior a participação do valor adicionado do setor financeiro no PIB. Aprofundando a investigação eles encontram a existência de uma relação de equilíbrio de longo prazo entre a inflação e o valor adicionado do setor financeiro. Os autores interpretam este resultado – as duas séries apresentarem uma tendência de evolução comum – como decorrência da estrutura organizacional do período. Investigam ainda a existência de causalidade entre as variáveis e encontram que as taxas de inflação precediam as variações no valor adicionado do setor financeiro, mas não ocorria o inverso, demonstrando a importância dos ganhos inflacionários para a expansão financeira.

Foi esta acumulação de capital no setor financeiro e a concentração bancária realizada na década de 80 que permitiu ao sistema financeiro ter capital político suficiente para influenciar o novo modelo econômico pós liberalizante, e o tipo de economia política que resulta desta regulação. Assim a nova configuração institucional teve que responder

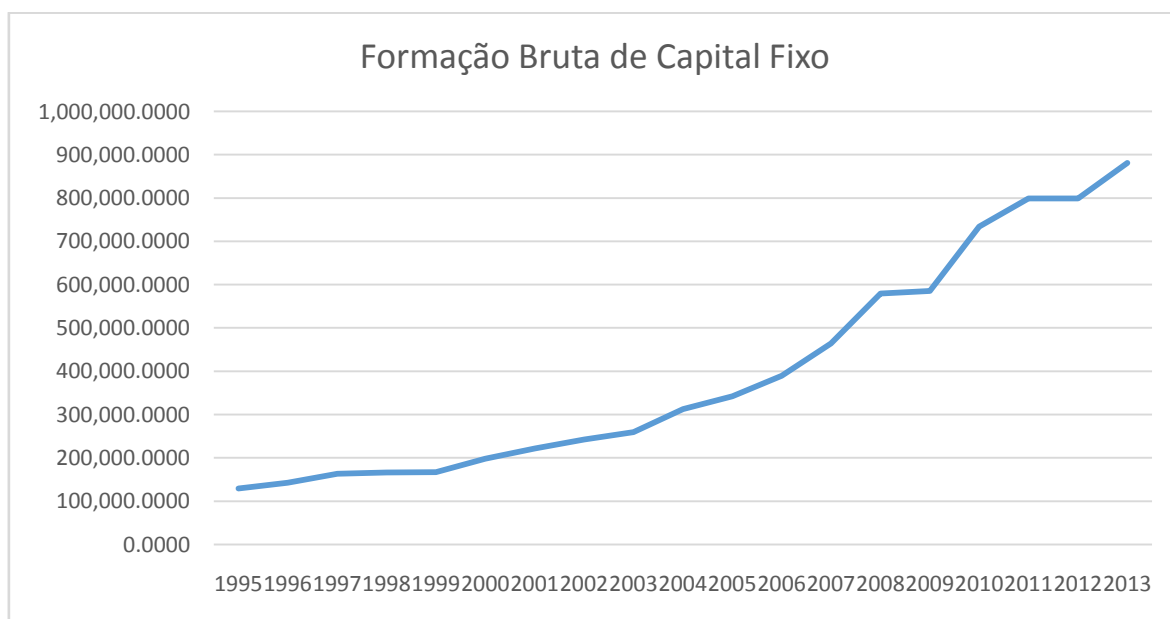
as demandas do setor bancário, das firmas financeiras e de seus parceiros, e por isso teve como alicerce central a liberalização financeira que condicionou a adesão da economia brasileira ao mercado global.

Após o período de liberalização econômica, isto é, a partir de 1995, o valor adicionado do setor financeiro começa a declinar. Este indicador indica apenas a contribuição econômica do setor financeiro, sem considerar a renda financeira apropriada pelos indivíduos, as firmas não financeiras e a classe rentista. Logo esta queda não é sinal de uma redução no processo de financeirização, mas é resultado de mudança no processo decorrente da estabilização de preços alcançada neste período. A estabilização do processo inflacionário, aliado a um processo de liberalização financeira e de mercados globais traz mudanças estruturais para o sistema bancário-financeiro do país. A partir daí a acumulação financeira no Brasil irá se dar através de derivativos e de títulos de renda fixa ligados ao endividamento público, sob taxas de juros extremamente altas. Então o pagamento de juros e os ativos financeiros transacionados nos mercados internacionais substituíram os ganhos inflacionário, mantendo assim o processo de financeirização da economia brasileira (Bruno *et.al.*, 2011; Araújo *et. al.*, 2012).

Como visto na seção 1, a financeirização da economia pode se dar por três canais diversos, o investimento, o consumo e a redistribuição de renda. A seguir vamos analisar cada um destes para a economia brasileira.

O primeiro a ser analisado será o investimento no período entre 1995 e 2014 para ver a influência que o setor financeiro tem nas decisões empresariais do setor não financeiro. Há uma dificuldade em se encontrar dados sobre taxa de acumulação de capital que cubra todo o período pois os dados de estoque de capital fixo acabam em 2008. Por isso, utilizarei os dados sobre Formação Bruta de Capital Fixo, salientando que este indica o investimento feito em capital fixo. Não teremos a taxa de acumulação de capital, mas podemos avaliar o crescimento em capital fixo entre esses anos.

Gráfico 1. Formação Bruta de Capital Fixo



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais Referência 2000

Vemos que este dado tem uma trajetória crescente até 2008. Entre este ano e 2009 apresenta estagnação causada possivelmente pela crise internacional, voltando a crescer de forma mais acelerada até 2011, e a partir de então continua seu crescimento mas com taxas mais baixas. Indicando que houve um período de forte ampliação da capacidade produtiva no país com investimento planejado crescente.

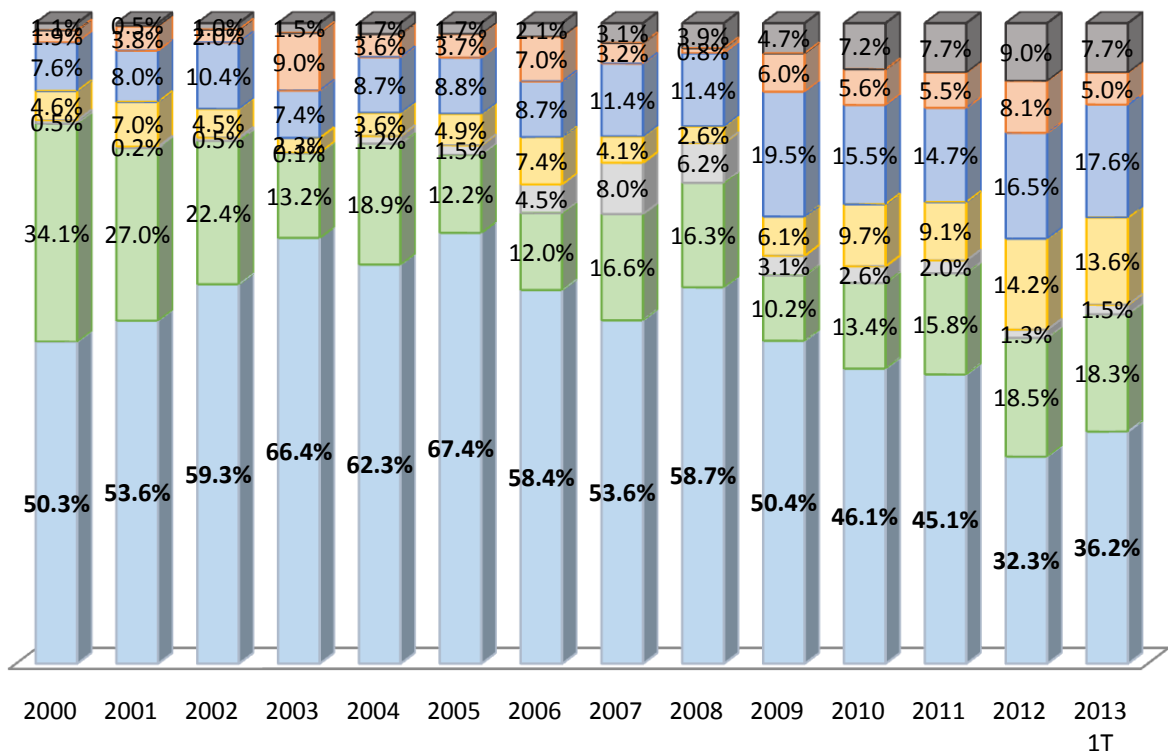
Bruno *et. al.* (2011) estimam um modelo testando a influência do modelo de financeirização baseado na renda de juros sobre o comportamento da taxa de acumulação de capital fixo produtivo para o período de 1991 até 2008. Ao dividir em dois blocos, 1991 a 2003 e 2004 a 2008, encontram que no primeiro período a rentabilidade do investimento influencia negativamente a taxa de investimento enquanto a taxa Selic apresenta influências positivas sobre aquela. Eles interpretam esse resultado afirmando que as empresas nesse período não conseguiam rentabilidade que justificasse a alocação produtiva dos recursos e por isso investem no setor financeiro, que tem como característica não ser produtivo. No segundo período a taxa de acumulação de capital fixo produtivo volta a crescer ao mesmo tempo que o indicador de rentabilidade financeira (fator acumulado da Selic/capital produtivo) começa a cair, indicando que este último apresenta uma relação negativa com o primeiro. Assim neste segundo período menos ganhos financeiro induzem a acumulação produtiva do capital. Os autores observam que pós-2004 a taxa de lucro aparece como o principal determinante positivo da acumulação de capital.

Feijó *et.al.* (2015) também buscam investigar o comportamento do investimento no contexto de integração financeira da economia brasileira. Os autores argumentam que no Brasil o processo de financeirização é reforçado pelas políticas econômicas de curto prazo que irão afetar negativamente os investimento de longo prazo. A alta taxa de juros que oferecem um alto retorno aos papéis financeiros de curto prazo, são comparadas ao retorno esperado do investimento em capital fixo, exigindo retornos destes últimos cada vez maiores. Este fato induziria uma despoupança das firmas não capitalistas para alocação na acumulação financeira. Os autores então tentam estimar a taxa de investimento a fim de captar o impacto da financeirização no comportamento de acumulação de capital das firmas. Seus resultados confirmam sua hipótese de que a financeirização dominou o comportamento das firmas, uma vez que encontrou que um comportamento coerente das firmas será o de alocar seus recursos em papéis financeiros a fim de aumentar seu fluxo de caixa para gastos discricionários. (Feijó *et. al.*, 2015: 18). Esse mesmo resultado foi encontrado anteriormente em Feijó *et.al.* (2014), ao estudar o padrão de acumulação que dominou a economia brasileira nos anos 90 e 2000. Os autores mostraram que o papel do setor financeiro na acumulação de capital é um dos principais fatores a explicar a baixa taxa de investimento no país.

Como ressaltado anteriormente, a financeirização irá influenciar também a forma de financiamento do investimento das empresas. Vemos no gráfico 2 abaixo que há forte queda do uso de recursos próprios pra financiar o investimento (cai de 50% em 2000 para 36% em 2013) e aumento em três indicadores principalmente, (i) fontes de financiamento no mercado internacional, sobe de 1,9% em 2000 para 5% em 2013, chegando a 9% em 2003 e a 8,1% em 2012; (ii) desembolso do BNDES que passou de 7,6% em 2000 para 17,6% em 2013; e (iii) títulos corporativos de dívida, que passou de 4,6% em 2000 para 13,6% em 2013. Enquanto o financiamento via BNDES é claramente uma política de governo, o financiamento no mercado internacional e a emissão de títulos de dívida é consequência da abertura econômica e do aprofundamento da financeirização na economia brasileira. Como explicitado anteriormente a redução do uso de recursos próprios para o financiamento do

investimento deixa as firmas mais suscetíveis a choques externos, principalmente os advindos do setor financeiro.

Gráfico 2. Padrão de financiamento das empresas no Brasil

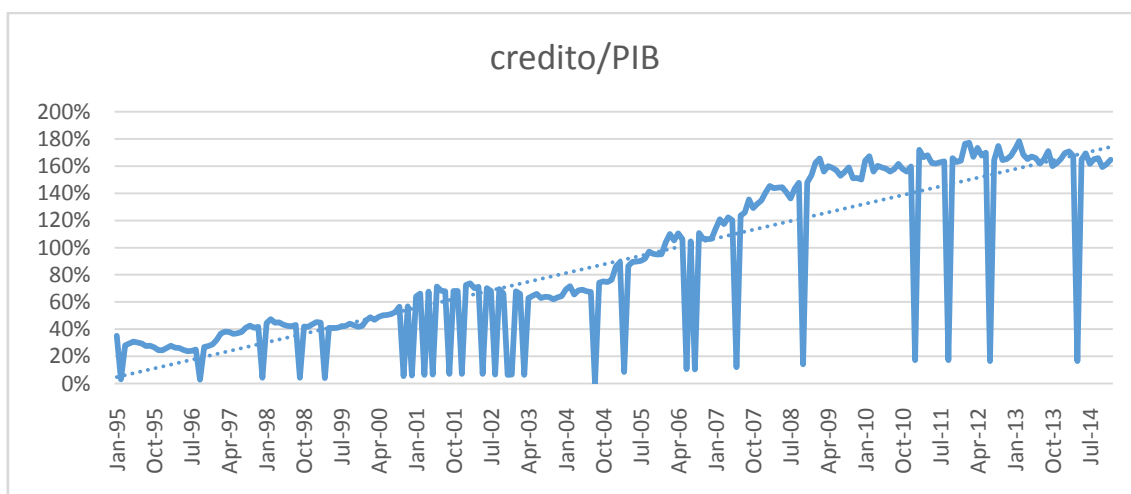


- Recursos Próprios
- Investimento estrangeiro direto
- Emissão primária de ações
- Títulos corporativos de dívida
- Desembolso BNDES
- Fontes de financiamento no mercado internacional
- Habitacional

Fonte: CEMEC

Passando para a análise do consumo e ver como ele se deu durante este período pagamos a razão entre crédito à pessoa física e PIB (gráfico 3).

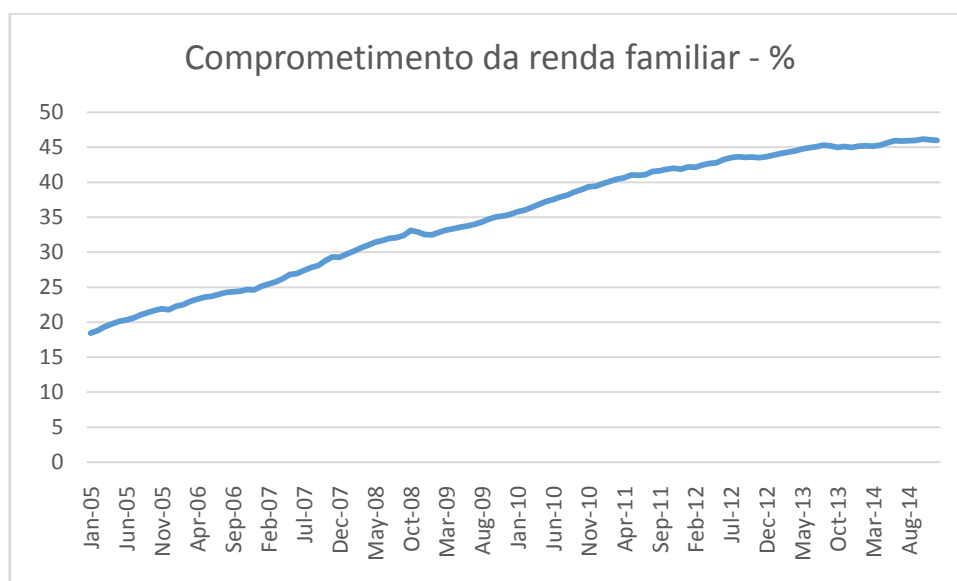
Gráfico 3. Proporção entre crédito à pessoa física e o PIB



Fonte: BCB-Depec. Elaboração própria.

Apesar da série apresentar uma sazonalidade para os primeiros meses do ano, e para o 3º trimestre, podemos observar uma forte tendência de crescimento deste indicador, que passa de 35% do PIB em 1995 para 164,6% em 2014. Além disso, pegando o dado sobre o comprometimento da renda familiar a partir de 2005 (gráfico 4) podemos ver que começa em quase 20% da renda e passa para mais de 45% desta, indicando que as famílias brasileiras passaram a ter quase metade de sua renda comprometida com o setor financeiro.

Gráfico 4. Comprometimento da renda familiar brasileira

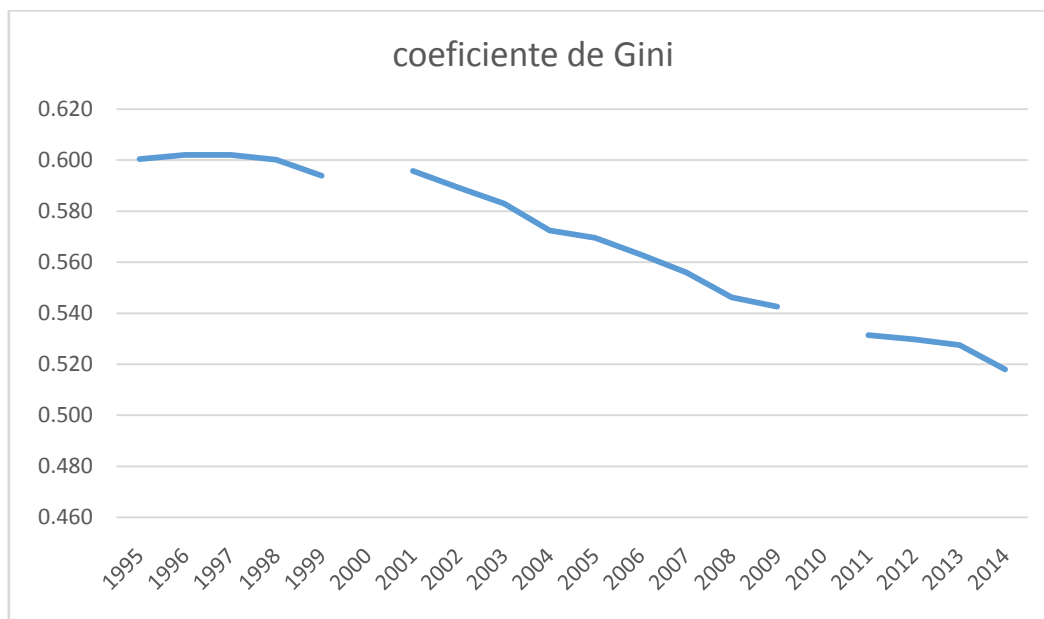


Fonte: BCB-Depec

Esses dados mostram o forte movimento de inserção das famílias no sistema financeiro. Como falado na seção 1 apesar de ocasionar um boom de demanda em um primeiro momento, este aumento do crédito pode ser seguido por uma redução na demanda agregada devido ao alto grau de comprometimento da renda familiar com o pagamento das dívidas.

Por último, passamos a olhar a distribuição de renda entre esses anos (1995-2014) e percebemos uma forte redução no índice de Gini, o que indica que não houve o movimento esperado de crescente desigualdade de renda.²

Gráfico 5. Coeficiente de Gini



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

Contudo este dado é baseado pela renda do trabalho adquiridos por pesquisa domiciliar. Medeiros *et.al.* (2015), ao analisar os dados da renda do trabalho através dos dados da declaração de Imposto de Renda Física, apontam que esta redistribuição de renda ocorreu sem afetar de forma considerável os 0,1%, o 1% e os 5% mais ricos da população brasileira. A concentração de renda nestes extratos de renda não apresentou tendência a queda na análise destes anos. Assim, apesar de ser inegável a redução da desigualdade do país, as parcelas mais ricas da sociedade não parecem ter sofrido redução de sua renda. Isto é, a redução da desigualdade se deu principalmente em redistribuição de renda entre as classes abaixo dos 5% da população, os acima desta linha mantiveram sua renda constante.

Analisando a peculiaridade da forma de financeirização da economia brasileira, isto é, o fato de se basear em títulos de renda fixa atrelados ao endividamento público, vemos que o estoque de dívida pública interna líquida tem trajetória ascendente, alcançando 21,11% do PIB em 2015 segundo dados do Banco Central do Brasil. Ao comparar a dívida pública com a taxa Selic, que expressa ao mesmo tempo a capitalização composta praticada pelos mercados financeiros, e o principal instrumento de Política Monetária (PM), Bruno *et. al.*(2011) constata uma forte correlação positiva entre o crescimento do estoque da dívida pública e o fator acumulado da taxa real juros Selic. Realizando um exercício econométrico para o período de 1996 a 2009 os autores

² A série de dados do IPEA não tem os dados para os anos de 2000 e 2010.

encontram que há uma tendência comum de evolução das variáveis, e que as variações na taxa Selic precedem as variações na dívida pública que demonstra causalidade unilateral renda de juros para a expansão do endividamento do setor público. O que demonstra que a estrutura macrofinanceira do país aprisiona as finanças públicas uma vez que comanda as políticas monetária e fiscal de forma a garantir a acumulação rentista.

Assim, tomando a definição de financeirização adotada na primeira seção – o processo de financeirização será caracterizado por uma aumento da importância do setor financeiro no sistema econômico e nas suas instituições governamentais, tanto a nível nacional quanto internacionalmente – podemos ver que no período aqui analisado o setor financeiro no Brasil dominou comportamento dos indivíduos e a variáveis macroeconômicas. O governo, através da dívida pública, foi dominado pelo setor financeiro a fim de garantir maiores lucros para a classe rentista. Da mesma forma, as firmas apesar de apresentar alguma tendência de crescimento na formação bruta de capital fixo, teve sua forma de financiamento do investimento bastante alterada, passando a recorrer mais o setor financeiro nacional e internacional, o que a tornou mais suscetível a choques advindos do mercado financeiro. Além disso, o crédito no Brasil teve um crescimento surpreendente, que levou a nova dinâmica financeira para o comportamento das famílias e para o seu consumo. No Brasil a redistribuição de renda baseada na renda do trabalho reduziu-se neste período, contudo podemos ver que as parcelas mais ricas da população mantiveram sua parcela de renda apropriada da renda total. Esse cenário é consequência do grande poder político e econômico que o setor financeiro obteve na década de 80 devido aos altos lucros advindos da inflação e de seu aprofundamento na década de 90 com as reformas neoliberais.

CONCLUSÃO

O trabalho aqui apresentado teve como objetivo analisar se a economia brasileira está em regime de acumulação dominado pelo mercado financeiro e pela sua lógica, mostrando quais variáveis foram alteradas por este processo e suas peculiaridades para a economia brasileira.

Definimos que o processo de financeirização será caracterizado por uma aumento da importância do setor financeiro e seus parceiros no sistema econômico e em suas instituições governamentais, tanto a nível nacional quanto internacionalmente. E vimos que este afeta variáveis-chaves da demanda agregada, são elas, o investimento, o consumo e a redistribuição de renda.

Através do impacto deste processo nestas variáveis, mostramos que podem se desenvolver na economia três regimes de crescimento: *finance-led growth regime*, *profits without investment regime* e *contractive regime*. Destes apenas o primeiro seria estável no médio prazo e levaria um crescimento sustentável. Os dois últimos, por sua vez, além de instáveis no médio prazo, teria um efeito contracionista na economia devido à redução na taxa de acumulação do capital.

Através da análise histórica e de dados feita para o Brasil, podemos identificar que o setor financeiro começa a ganhar poder na década de 80, quando o setor financeiro bancário se utilizou das altas taxas inflacionárias para se expandir na economia. Através das reformas neoliberais da década de 90, que foram implementadas devido à pressão do setor financeiro, há o aprofundamento da financeirização no Brasil.

Através dos dados podemos observar que o investimento reagiu positivamente, uma vez que há o crescimento da formação bruta de capital fixo, contudo seu financiamento sofreu profundas mudanças indicando que a financeirização teve seu papel sobre esta variável. O consumo teve seu padrão alterado, com aumento substancial do crédito à pessoa física e alta parcela da renda das famílias comprometidas com dívidas, e assim com o setor financeiro privado. A redistribuição de renda, por sua vez, foi significativa pelo ponto de vista do indicador de Gini, e podemos dizer que houve um crescimento da renda total apropriada pelo trabalhador. Esta contudo não afetou a renda apropriada pelas classes mais ricas da população, garantindo a estas sua participação na renda total constante durante o período. Além disso, o governo ao adotar o RMI em 1999 e as políticas de superávit primário, viu seu poder sobre as políticas monetárias e fiscais reduzido, e estas, principalmente a política monetária, passou a seguir uma lógica rentista de acumulação.

Como argumentado acima, o investimento e o consumo foram fortemente influenciados pela lógica do setor financeiro, com uma dominância deste último sobre os primeiros. O investimento ao ser financiado pelo setor financeiro passa a ficar dependente deste e fragiliza o setor empresarial a choques externos. O consumo ao se tornar baseado no crédito também passa a ser dependente do setor financeiro e a renda familiar fica refém deste setor. Assim, seguindo a definição de financeirização adotada no trabalho podemos afirmar que há fortes indícios de que a economia brasileira sofreu um processo de financeirização e por isso está em um regime de acumulação dominado pelo sistema financeiro.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ARAÚJO, E., BRUNO, M. e PIMENTEL, D. (2012). “Financialization against Industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox”, *Revue de la régulation*, 11 | 1er semestre / Spring 2012.

BOYER, R. (2000). “Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis”, *Economy and Society*, 29: 1, 111 — 145.

BRUNO, M., DIAWARA, H., ARAÚJO, E., REIS, A.C. E RUBENS, M. (2011). “Finance-led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas.” *Revista de Economia Política*, vol. 31, nº 5 (125), pp. 730-750, Edição especial/2011.

EPSTEIN, G. (2001). “Financialization, Rentier Interest, and Central Bank Policy”. *PERI Conference on "Financialization of the World Economy"*, December 7-8, 2001, University of Massachusetts, Amherst.

FEIJÓ, C.A., LAMONICA, M.T. E BASTOS, J.C.A. (2015). “Why does the investment rate do not increase? Capital Accumulation and Stabilization Policy in the 1990s and 2000s in Brazil”. *43º Encontro Nacional de Economia*, Dezembro 8-11, 2015, Florianópolis (SC).

FEIJÓ, C.A., LAMONICA, M.T. E BASTOS, J.C.A. (2015b). “Accumulation pattern of the Brazilian economy in the 1990s and 2000s”. *International Review of Applied Economics*, vol. 29. No. 1, 15-31.

HEIN, E. (2009). “A (Post-)Keynesian perspective on ‘financialisation’.” *Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation*, Duesseldorf.

_____. (2013). “Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective”. *Levy Economics Institute Working Paper Collection*. Working Paper No. 746.

HEIN, E. E DODIG, N. (2014). “Financialisation, distribution, growth and crises –long-run tendencies”. *FESSUD - FINANCIALISATION, ECONOMY, SOCIETY AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT*. Working Paper Series No 23.

HEIN, E. E VAN TREECK, T. (2007). “ ‘Financialization’ in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth”. *IMK Working Paper 7/2007, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation*, Duesseldorf.

MEDEIROS, M., FERREIRA DE SOUZA, P.H.G. E CASTRO, F.A. (2015). “O Topo da Distribuição de Renda no Brasil: Primeiras Estimativas com Dados Tributários e Comparação com Pesquisas Domiciliares (2006-2012)”. *DADOS – Revista de Ciências Sociais*, Rio de Janeiro, vol. 58, no 1, 2015, pp. 7 a 36.

PALLEY, T.I. (2007). “Financialization: What It Is and Why It Matters”. *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*. Working Paper No. 525.

STOCKHAMMER, E. (2004). “Financialisation and the slowdown of accumulation”. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 28, No. 5 (September 2004), pp. 719-741.