

**UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE**  
**FACULDADE DE ECONOMIA**  
**CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**VÍTOR ROBAINA DE ALMEIDA**

**O processo de financeirização e evolução recente da economia brasileira.**

**Niterói, RJ**

**2020**

## **O processo de financeirização e evolução recente da economia brasileira.**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal Fluminense como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador:  
Prof. Dr. Fernando A. M. de Mattos

**Niterói, RJ**

**2020**

## **O processo de financeirização e evolução recente da economia brasileira.**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal Fluminense como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: 29 de julho de 2020.

### **BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Fernando Augusto Mansor de Mattos - Orientador  
Universidade Federal Fluminense

---

Prof. Dr. Emmanoel de Oliveira Boff  
Universidade Federal Fluminense

---

Prof. Dr. Javier Walter Ghibaudi  
Universidade Federal Fluminense

## AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, prof. Fernando Mattos, pelas palavras gentis de apoio durante esta formação e pelo exemplo como pensador e como professor.

Aos professores Javier Ghibaudi e Emmanoel Boff, pelas pertinentes críticas e sugestões, instigantes ao pensamento.

À Lais, Raquel, Bruno, Gil, Yuri, Marco e todos os colegas economistas - ou quase – que deram alguns passos por essa trilha de uma ciência tão estranha e tão incompreendida.

Aos membros do Tabacaria, por ser um maravilhoso espaço de amizade, de estímulo e de inteligência.

Aos meus pais, pelo cuidado e apoio durante todos os anos desta vida,

À minha irmã, pelo companheirismo, pelo colo e pelas broncas, tudo sempre nas horas necessárias.

À Vanessa, por fazer de mim alguém melhor do que seria sem a sua paciência e o seu carinho.

Ao Antônio Augusto, que me fez uma pessoa muito mais feliz e por quem me proponho à construir algo melhor.

## RESUMO

Este trabalho objetiva analisar as transformações estruturais no capitalismo dos últimos cinquenta anos, aproximadamente, com base no conceito de financeirização e nas pesquisas a ele associadas. Embora seja um conceito com pouco consenso analítico dentro da literatura, a financeirização é uma forma possível de se entender as mudanças ocorridas nas últimas décadas na estrutura e na dinâmica das economias e das sociedades. Mudanças que afetam os processos decisórios dos agentes econômicos mais relevantes, incluindo os governos nacionais, sendo de grande importância para uma melhor análise das políticas e dos debates públicos, bem como da própria Teoria Econômica e de sua evolução. Não se deixa de associar, neste trabalho, esta discussão com as questões relativas à desigualdade e a sua dinâmica. Entende-se que a relação entre as alterações estruturais do capitalismo e as mudanças na estrutura distributiva do bem-estar na sociedade são partes de um mesmo processo.

**Palavras-chave:** Financeirização, Desigualdade, Mudança estrutural, Regime macroeconômico.

## ABSTRACT

This work aims to analyze the structural changes in capitalism in the last five decades, based on the concept of financialization and its literature. Although it is a concept with little analytical consensus in the literature, financialization is a possible framework in which to understand the changes that have occurred in the last half century in the structure and the dynamics of economies and societies. These changes affect the decision-making processes of the most relevant economic agents, including national governments. Its understanding is of great importance for better analysis of public policies and debates, as well as of the Economic Theory and its evolution. In this paper, this discussion is associated with the analysis of inequality and its dynamics. The text has the assumption that the relationship between structural changes in capitalism and changes in the distributive structure of well-being in society are part of the same process.

**Keywords: Financialization, Inequality, Structural Change, Macroeconomic regime.**

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Distribuição da renda nacional dos Estados Unidos com base em parâmetros selecionados (%) .....	<b>28</b>
<b>Gráfico 2</b> – Distribuição da demanda dos Estados Unidos com base em parâmetros selecionados (%) .....	<b>28</b>
<b>Gráfico 3</b> – Taxa de investimento e Taxa de financeirização .....	<b>36</b>
<b>Gráfico 4</b> – Comprometimento da renda das famílias com o SFN.....	<b>38</b>
<b>Gráfico 5</b> – Endividamento das famílias em relação à renda.....	<b>38</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - Médias Anuais .....	<b>40</b>
---------------------------------------	-----------

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

**FIES** (Entre jul/2001 e out/2017) –Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior

**FIES** (A partir de nov/2017) - Fundo de Financiamento Estudantil

**IBGE** – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

**PIB** – Produto Interno Bruto

**PNAD** – Pesquisa Nacional de Amostras por Domicílio

**PT** – Partido dos Trabalhadores

**SFN** – Sistema Financeiro Nacional

**UNICAMP** – Universidade Estadual de Campinas

**UFF** – Universidade Federal Fluminense

**UFRJ** – Universidade Federal do Rio de Janeiro



## SUMÁRIO

<b>Introdução .....</b>	<b>9</b>
<b>Capítulo 1 - O debate contemporâneo sobre o conceito de financeirização .....</b>	<b>12</b>
<b>Capítulo 2 - As transformações econômicas e o processo de financeirização .....</b>	<b>22</b>
<b>2.1 - A Era de Ouro do Capitalismo e o auge e o declínio da sociedade salarial .....</b>	<b>22</b>
<b>2.2 - O novo regime macroeconômico e a financeirização da economia .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3 - As mudanças da financeirização nas firmas no processo de desvalorização do trabalho .....</b>	<b>29</b>
<b>Capítulo 3 - A financeirização no Brasil: debate e evidências .....</b>	<b>32</b>
<b>Conclusão .....</b>	<b>42</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>45</b>

## Introdução

Nas últimas décadas, tem crescido o número de trabalhos no campo heterodoxo que analisam o fenômeno da dominância da financeirização no desenvolvimento das economias capitalistas (LAVINAS et ali, 2017). Diversas são as expressões teóricas das características específicas do capitalismo hodierno, mas o marco temporal de mudanças estruturais profundas certamente remonta ao fim do padrão Bretton Woods. As interpretações dessas mudanças são tão vastas quanto as correntes do pensamento econômico, mas definitivamente incluem a crescente expansão, nas economias, de aspectos relacionados às finanças. Especialmente nos trabalhos críticos, a presença difusa do conceito financeirização nas análises econômicas e sociais é notável, ainda que o consenso sobre ele seja raro (BRAGA et ali, 2017).

Embora o conceito esteja em discussão na literatura, é inegável a existência de transformações significativas que emergiram na economia capitalista no último quarto do século XX, relacionadas ao fim do padrão Bretton Woods, à globalização e às tecnologias computacionais que possibilitaram o ritmo acelerado dos mercados contemporâneos. A presença maciça de aspectos financeiros nas características e nas análises dessas transformações demonstra que, apesar de uma conceituação pouco consensual, a financeirização enquanto categoria de análise, ou seus equivalentes<sup>1</sup>, tem adesão de diferentes correntes teóricas em algum grau. Embora autores como Toporowski (2015) considerem a validade analítica do conceito duvidosa, em razão do caleidoscópio de usos do termo em contextos diversos<sup>2</sup>, o mosaico de correntes teóricas e políticas na ciência econômica é que torna um conceito de natureza abrangente como este, e seu uso, objeto de debate e discussão, e não sua fraqueza analítica. Epstein (2015), autor de um dos conceitos de financeirização mais citados da literatura, sintetiza esse sentimento, ao afirmar que as novas formas financeiras

“seemed to be changing the whole character of the economy and possibly even society itself. [...] With [the concept of] financialization we know that something important is happening here. We just don't know yet exactly what it is.”<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Capitalismo liderado/dominado pelas finanças (Finance-led, finance-dominated) são exemplos de nomenclaturas cujas análises tangenciam ou mesclam-se com a literatura sobre financeirização.

<sup>2</sup> TOPOROWSKI, 2015, p. 255 apud BRAGA et ali, 2017

<sup>3</sup> EPSTEIN, 2015, p.4 apud FELIPINI, 2018. “parecem estar modificando toda a caracterização da economia e, possivelmente, até mesmo a sociedade em si. [...] Sabemos que algo importante está acontecendo aqui. Apenas não sabemos até o momento exatamente o que é.” (Tradução nossa)

As transformações a que se refere Epstein, reunidas sob o rótulo financeirização, costumam referir-se às mudanças estruturais ocorridas principalmente nas economias centrais, que se espalharam por todo o globo com as integrações comerciais e econômicas ocorridas durante os últimos cinquenta anos, aproximadamente. A globalização produtiva e a globalização financeira, sobre as quais muito se escreveu, formam apenas partes do fenômeno. Para Stockhammer (2007), muito embora a motivação financeira enquanto definidor da dinâmica econômica seja predominante no mundo anglófilo, a dominância financeira reconfigurou por completo, nos anos recentes, a ciência econômica e “passou a influenciar e orientar as políticas públicas em outras latitudes” (LAVINAS et ali, 2017).

As análises para o caso brasileiro contaram com o pioneiro trabalho de Braga (1993). Mais recentemente, os trabalhos de Dedecca (2010), Lavinias (2015), Lavinias et ali (2017) e Bruno et ali (2009) destacam-se nos estudos brasileiros. Criticamente ao conceito quando apresentado em termos de uma dicotomia entre capital industrial *versus* capital financeiro, posiciona-se Costa (2018), que entende ser a alavancagem financeira parte do negócio capitalista, uma fusão entre esses domínios. Dado que as análises que refletem esse binarismo ainda se encontram presentes, o conceito de financeirização torna-se alvo desse tipo de crítica, ainda que diversas acepções do termo não se restrinjam a essa visão.

A avaliação de qualquer processo econômico deve considerar o estudo da sociedade e estar vinculada à perspectiva de melhoria do bem-estar humano. Na literatura sobre financeirização, em geral, há significativa preocupação com a dinâmica da evolução da desigualdade social. A desigualdade tem uma manifestação multifacetada, sendo a desigualdade de renda um aspecto desses múltiplos vetores (DEDECCA, 2012). Por sua facilidade de mensuração e sua comparabilidade internacional, tradicionalmente os estudos sobre desigualdade tratam da desigualdade de renda, embora este cenário tenha apresentado avanços em direção às análises multifatoriais. Relacionando os aspectos de desigualdade à financeirização, consegue-se identificar a influência da estrutura produtiva nas diferentes formas de renda da sociedade e na sua distribuição funcional, discussão que remete a investigação fundadora da ciência econômica.

A relação entre financeirização e desigualdade, portanto, está presente em diversos estudos do fenômeno e ganhou maior relevância mundial após o celebrado, popular e polêmico trabalho de Piketty (2014). Com uma ampla base de dados histórica para diversos países, sua conclusão pode ser forçosamente resumida na expressão  $r > g$ , que aponta para o maior retorno do capital em relação ao crescimento da economia, levando a concentração funcional de renda

e, por essa via, à acentuação histórica da desigualdade. Para uma economia como a brasileira, que parte de um nível elevado de desigualdade, uma situação de concentração funcional tem a possibilidade de causar sérios conflitos sociais, além de representar um problema moral em si. O estudo da desigualdade brasileira no período recente revela uma dinâmica fortemente correlacionada com a melhoria da renda do trabalho e do salário mínimo, variáveis fortemente impactadas em processos de financeirização.

A financeirização é uma forma possível de se entender as mudanças ocorridas no último meio século na estrutura e na dinâmica das economias e das sociedades. Essas mudanças influenciam as decisões dos agentes econômicos mais relevantes, incluindo os governos nacionais, sendo de grande importância para uma melhor análise das políticas e dos debates públicos, bem como da própria Teoria Econômica. Não menos importante é a relação entre tais alterações e a estrutura distributiva do bem-estar na sociedade, seja por meio da renda, seja por meio de outros aspectos relevantes que são afetados com a mudança da dinâmica e das estratégias decisórias. O desmonte de estruturas institucionais de políticas solidárias e universais dos estados de bem-estar que, em diversos graus, prevaleceram durante a maior parte do século XX é um exemplo dessas alterações, que incluem a financeirização da política social e a queda de investimentos públicos.

Para uma análise exploratória desse conjunto de temas, o presente trabalho divide-se em três capítulos, além desta Introdução e de uma Conclusão. O Capítulo I descreve o debate sobre financeirização na literatura internacional, buscando análises teóricas não relacionadas a países específicos, apresentando algumas diferenciações na conceituação do fenômeno. O Capítulo II sintetiza a evolução da sociedade de bem estar social que, em diferentes graus, dominou grande parte das economias ocidentais entre, aproximadamente, 1950 e 1970, e de seu desmantelamento, vinculando-o com as transformações derivadas da financeirização. O Capítulo III procura avaliar as análises brasileiras sobre o fenômeno, buscando compreender as especificidades nacionais deste processo global.

## Capítulo I

### O debate contemporâneo sobre o conceito de financeirização.

Em pesquisa inovadora sobre o uso do termo financeirização na literatura, Felipini (2018) aponta que os primeiros trabalhos a utilizarem sistematicamente o termo foram de autores ligados ao Fundo Monetário Internacional (FMI) nas décadas de 1970 e de 1980. No conjunto, seus autores propunham o aumento da poupança das famílias nos países em desenvolvimento, por meio da criação de um mercado de capitais robusto que teria a função de canalizar essa poupança para as unidades econômicas que dirigiriam o processo de acumulação – os diferentes níveis de governo, instrumentos parafiscais e, principalmente, as empresas. A relação entre um sistema financeiro, na acepção de “intermediário alocativo” e o desenvolvimento econômico é enfatizada por essa primeira literatura. Suas recomendações influenciariam a literatura econômica dominante à época e, posteriormente, as medidas sugeridas pelo Consenso de Washington, como a liberalização financeira e comercial, a abertura da conta de capitais e reformas fiscais. Segundo Felipini,

“os traços comuns a esse primeiro uso sistemático do termo podem ser sintetizados 1) pela referência à incorporação da poupança das famílias aos instrumentos financeiros de rendimento como uma necessidade econômica; 2) pela utilização de financeirização como uma prescrição de políticas aos países menos desenvolvidos; 3) sugestão da necessidade da criação de um sistema financeiro forte, que permitiria o desenvolvimento da economia como um todo; 4) referência a indicadores financeiros como medidas do grau de desenvolvimento.”<sup>4</sup>

Apesar de difundida pelo *mainstream*<sup>5</sup> econômico no período, não houve continuidade no uso do conceito na forma em que se apresentou nesses primeiros debates, em que se referiam às finanças na acepção da intermediação entre agentes econômicos e voltada ao debate sobre o desenvolvimento nas economias subdesenvolvidas. Ao contrário, o termo foi apropriado pelas correntes críticas à economia ortodoxa, passando a contemplar processos, fenômenos e propostas de políticas de grupos teóricos diferentes, com especial ênfase nas transformações estruturais ocorridas nas economias centrais. Nesse sentido, a falta de consenso na literatura sobre a definição e a abrangência do termo financeirização é uma das principais características

---

<sup>4</sup> FELIPINI, 2018. p. 15.

<sup>5</sup> *Mainstream economics* pode ser entendido como aquilo que “is taught in the most prestigious universities and colleges, gets published in the most prestigious journals, receives funds from the most important research foundations, and wins the most prestigious awards” (DEQUECH, 2007, p. 281 apud FELIPINI, 2018, p. 20).

dos debates recentes. No entanto, dada a diversidade de correntes teóricas na história do pensamento econômico, tal falta de consenso é esperada e exige, como sugere e realiza Felipini, Zwan (2014) e outros autores, a organização da literatura acerca da financeirização “a fim de permitir um diálogo claro entre as partes”<sup>6</sup>.

Outro aspecto importante dos estudos sobre o tema refere-se ao que Felipini chama de “graus de sofisticação” no uso do termo. É intenso o seu uso de forma acessória em trabalhos cujos objetos não são as transformações estruturais do capitalismo contemporâneo, como na literatura acerca do comércio internacional de commodities e em explicações relacionadas às mudanças tecnológicas no setor financeiro, por exemplo. Uma questão importante na avaliação crítica da literatura em análise é que o uso do “termo financeirização, em diversas abordagens, seria um neologismo usado para reflexões já feitas no passado”<sup>7</sup>. Há, portanto, que diferenciar qual a novidade analítica trazida pelo conceito e de que forma ele é mais preciso, mais abrangente ou difere de análises anteriores a essa relativamente nova literatura acerca da financeirização.

O conceito de financeirização mais citado na literatura parece ser a ampla definição de Epstein (2005, p. 3):

“Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international levels.”<sup>8</sup>

Essa abrangente definição permite que seja utilizada em uma ampla gama de estudos, como aqueles que refletem sobre os fenômenos subjacentes ao crescimento das finanças nas economias e aqueles que englobam as transformações estruturais do capitalismo contemporâneo. Incluem-se nesse campo todas as análises que focam a forma pela qual as novas tecnologias afetaram as estruturas produtiva e social e quais foram as consequências dessas transformações. Outra característica da amplitude do conceito de Epstein é o seu uso por diferentes correntes teóricas, em diferentes temporalidades e diversas geografias, que certamente contribui para sua ampla disseminação<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> FELIPINI, 2018. p. 17

<sup>7</sup> CHRISTOPHERS, 2015 apud FELIPINI, 2018.

<sup>8</sup> EPSTEIN, 2005, p. 3. “Financeirização refere-se ao aumento da importância dos mercados financeiros, dos motivos financeiros, das instituições financeiras e das elites financeiras na operacionalização das economias e nas suas instituições normativas, tanto no nível nacional quanto no internacional” (Tradução nossa)

<sup>9</sup> PALLUDETO; FELIPINI, 2019.

Lapavitsas (2011) entende que a financeirização é um processo de transformação estrutural das economias capitalistas maduras. O autor avalia que encontrar as relações causais entre o declínio da produção industrial e o crescimento do setor financeiro é uma das dificuldades para a literatura sobre o tema. Torna-se necessário aos estudos do fenômeno, portanto, estabelecer fatos estilizados sobre a mudança no comportamento de diversos agentes econômicos e instituições, como a elite industrial, os bancos, os trabalhadores e muitos outros. Também seria necessário estabelecer relações entre estes e a dinâmica geral da economia. Nessa grande complexidade de relações, é fácil encontrar concepções errôneas a respeito do sistema financeiro, esquecendo da sua importância para a economia moderna. O reducionismo da dicotomia entre setor industrial e setor financeiro muitas vezes tem essa noção equivocada como tônica, ignorando as diversas conexões entre esses dois setores e tomando-os como totalidades apartadas.

Lapavitsas elenca três elementos fundamentais para os processos de financeirização. Um primeiro ponto é que as empresas passaram a apresentar capacidades financeiras próprias, reduzindo seus vínculos com os empréstimos bancários, por meio do mercado de capitais, que se fortaleceu ao longo das últimas décadas nos países centrais. As companhias também passaram a acumular riqueza na forma financeira, não apenas para efetivar investimentos fixos, mas como forma de gestão da riqueza<sup>10</sup>. Em resposta, os bancos, por sua vez, expandiram o escopo de sua atuação, tornando-se intermediários financeiros muito mais complexos, eliminando as diferenciações legais que existiam entre os bancos com depósitos comerciais e a atuação bancária enquanto gestora de recursos. Um terceiro ponto levantado pelo autor é que as famílias entraram cada vez mais no circuito financeiro, tanto por meio do endividamento como por meio da aquisição de ativos, incluindo aí a participação indireta por meio de fundos de pensão, principalmente, dentre outros veículos de investimento. Como se verá adiante, “cresceu velozmente a participação dos haveres financeiros na composição da riqueza privada.”<sup>11</sup> Todas estas unidades produtivas passaram a tomar suas decisões de gasto e de investimento sob cada vez maior influência da lógica financeira, com os ônus e os bônus dessa transformação.

Na conclusão dos trabalhos do projeto de pesquisa europeu FESSUD<sup>12</sup> são enumeradas diversas características da financeirização moderna. Um primeiro aspecto do processo

---

<sup>10</sup> COUTINHO; BELLUZZO, 1998. p. 137.

<sup>11</sup> Idem.

<sup>12</sup> O Projeto de Pesquisa multidisciplinar FESSUD (Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development) foi financiado pela Comissão Europeia e agregou diversos pesquisadores de 14 universidades no

levantado pelo projeto de pesquisa é a identificação da rápida expansão das instituições financeiras e de seus mercados, no que seguem a definição de Epstein (2005). O crescimento do volume das trocas financeiras e da razão entre ativos financeiros como proporção do produto nacional são evidências dessa característica. O crescimento dos mecanismos financeiros se deu em um contexto de desregulamentação e de liberalização dos mercados em nível global, com uma grande expansão dos instrumentos financeiros, que tornou extremamente difícil a avaliação de risco sistêmico devido à grande complexidade das transações que passaram a ocorrer nestes mercados e da integração de diferentes praças nacionais, com fluxos mais ou menos liberalizados de capital. Também foi ampliada a propriedade cruzada de capitais estrangeiros nas economias nacionais, tornando-as muito mais conectadas, com efeitos diretos na profundidade da propagação de crises, à exemplo do que ocorreu com a crise do crédito *subprime* em 2008.

No nível setorial, a dominância da lógica financeira sobre a forma industrial de produção é a principal característica do processo, relacionada à lógica do valor do acionista e da desvalorização da sociedade salarial. Esse aspecto está diretamente relacionado ao crescimento do debate recente sobre aspectos de distribuição e de desigualdade, dada a concentração dos ganhos de renda nos segmentos sociais detentores de ativos financeiros e do acesso restrito aos mercados financeiro e de crédito pela maior parte da população, ainda que este acesso tenha apresentado melhora incremental ao longo do tempo em diversos países. Outra questão relevante no que se refere a financeirização é o aumento do crédito como proporção da economia e seus efeitos sobre a estabilidade do sistema econômico. Em parte, a ampliação do crédito deve-se à estagnação dos salários reais, o que acaba por vincular as famílias ao projeto da financeirização, ampliando seu consumo por meio do crédito no contexto de estagnação da renda real. Também é relevante ressaltar a progressiva substituição das provisões públicas por mecanismos de mercado e por transferências monetárias, alterando a lógica da política social, tópico que será detalhado adiante no presente trabalho.

Guttman (2017) entende ser um dos problemas da literatura traduzir em variáveis quantificáveis o conceito de financeirização. Para o autor, o fenômeno é complexo e envolve as mudanças na operacionalização das finanças e no peso do sistema financeiro nas economias. Dois processos paralelos se desenvolvem no desenvolvimento deste padrão econômico. Por meio do conceito de centralização financeira, Guttman denota o crescimento dos ativos e dos



passivos financeiros no balanço das famílias e das empresas. Essa alteração no padrão dos balanços dos agentes não financeiros transforma o processo decisório das famílias e das empresas, algo que se inicia no período de estagflação dos anos 1970 nos Estados Unidos, segundo o autor. A outra parte deste processo é chamada por Guttman de concentração financeira, conceito com o qual é examinada a expansão das finanças sobre a economia. Mais do que um setor econômico que cresceu em termos de lucros, remunerações e em percentual do PIB, as finanças hodiernas devem ser entendidas como um sistema sobre o qual orbita o restante da economia.

Zwan (2014) identifica três campos de pesquisa em seu muito citado levantamento sobre o estado da arte da literatura sobre financeirização. Seu estudo tenta encontrar ordem nas várias análises do fenômeno, que contemplam uma ampla gama de processos empíricos em diferentes níveis de análise<sup>13</sup>. Com base em seu levantamento, a autora conclui que o conjunto dos estudos sobre financeirização trazem perspectivas e dados importantes ao debate sobre economia política. Por meio, principalmente, dos estudos críticos, essa literatura traz dados empíricos e reflexões teóricas que se relacionam à forma como se concebe a relação entre Estado e Mercado, à habilidade dos mercados liberalizados em disciplinarem o comportamento social, à influência do Estado na criação de mercados financeiros e à discussão sobre dimensões de classe e distribuição de poder e de riqueza entre diferentes grupos sociais<sup>14</sup>.

A primeira linha de pesquisa na taxonomia de Zwan entende financeirização como o regime de acumulação contemporâneo do capitalismo. Essa linha agrega contribuições de autores da Escola Regulacionista Francesa, pós-keynesianos e marxistas, principalmente. Na definição de Krippner (2005 apud ZWAN, 2014), financeirização é “a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production.”<sup>15</sup> Ocorre não apenas um aumento dos setores financeiros como proporção do PIB, mas o crescimento dos lucros nas formas de juros, dividendos e ganhos de capital de empresas não financeiras é por vezes mais significativo que o crescimento por meio do investimento em produção. Outra característica do processo é a ampliação da distribuição de lucros, por meio de dividendos e recompra de ações, em substituição ao crescimento orgânico por meio de reinvestimento nas operações.

---

<sup>13</sup> ZWAN, 2014, p. 101.

<sup>14</sup> Idem. p. 102

<sup>15</sup> KRIPPNER, 2005, p. 174 apud ZWAN, 2014. p.103. “Um padrão de acumulação no qual a realização de lucros ocorre crescentemente por meio de canais financeiros ao invés da comercialização e da produção de mercadorias” (tradução nossa)

De acordo com Arrighi (1994 apud Zwan, 2014), a financeirização constitui uma fase recorrente do desenvolvimento capitalista, ocorrendo em períodos de transição hegemônica, em que as elites respondem ao aumento da competição internacional transferindo os investimentos da produção em direção às finanças. Dessa forma, a despeito do crescimento dos lucros das firmas não financeiras nos Estados Unidos e na Europa no último quarto do século XX, essas empresas se veem restritas em sua estrutura de capital, pois a distribuição de lucros por canais financeiros torna-se prioritário em relação aos reinvestimentos e expansão das operações domésticas<sup>16</sup>. Os ganhos de produtividade decorrentes da globalização da produção e do controle das cadeias globais são direcionados à distribuição de resultados por meio de instrumentos financeiros.

O processo de financeirização, enquanto mudança do regime de acumulação contemporâneo, tem como um de seus aspectos a globalização e ocorre como resposta aos conflitos latentes nas relações entre trabalho e capital na agonia da Era de Ouro do Capitalismo. A internacionalização da produção, a valorização dos cargos de gestão e o controle das cadeias globais de valor pelas empresas dos países centrais contrapõe-se, portanto, à estagnação dos salários reais e ao processo de maior endividamento das famílias. A internacionalização das empresas levou a diversas mudanças nas relações entre capital e trabalho, como perda do poder dos sindicatos, flexibilização trabalhista sob ameaça de demissão e de realocação produtiva e crescente diferenciação salarial entre gestão e operação.

Essas mudanças ocorreram ao longo do tempo, com cada vez maior demanda dos acionistas por retorno. Esse conjunto de processos é um dos fundamentos da crescente desigualdade social que se verifica em diversos países do mundo e cujo debate tem se intensificado nos últimos anos. Uma das consequências da financeirização é o fortalecimento social dos agentes econômicos que possuem no retorno financeiro sua principal fonte de renda<sup>17</sup>, o que passa a incluir os gestores dos recursos dos trabalhadores, por meio da financeirização das funções sociais de seguridade via fundos de investimento, fundos de pensão e outros veículos financeiros.

Para a literatura da financeirização enquanto novo regime de acumulação, as recorrentes crises capitalistas refletem ciclos derivados da crescente volatilidade dos ativos financeiros. A proeminência dos mercados financeiros e a crescente influência da lógica financeira no

---

<sup>16</sup> ARRIGHI, 1994 apud ZWAN, 2014. p. 104.

<sup>17</sup> Idem. p. 105.

comportamento dos agentes ampliaram o risco sistêmico, transformando o capitalismo contemporâneo em um sistema suscetível a crises recorrentes<sup>18</sup>. Segundo Zwan,

“accumulation scholars explain how increased financial fragility in combination with declining wages has created a growth regime that relies on debt-driven consumption and housing bubbles— ‘an enormous superstructure of debt, critically undermining its own liquidity and solvency’<sup>19</sup>.”

Segundo Bruno e Caffé (2015), “em termos keynesianos, a financeirização eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos detentores de capital”<sup>20</sup>, afetando as inversões de capital nas atividades produtivas, sobretudo nas atividades industriais. As instabilidades provocadas pela financeirização confrontam diretamente o pensamento neoclássico da eficiência dos mercados financeiros e a ampliação da volatilidade e intensidade dos ciclos econômicos contrapõem-se aos expoentes da “Grande Moderação”. A literatura em tela demonstra como o projeto da financeirização é um projeto político, um dos aspectos do pensamento neoliberal.

Zwan apresenta algumas críticas à literatura da financeirização como regime de acumulação, que em geral privilegia a intencionalidade das elites capitalistas na criação das institucionalidades, reduzindo o papel de atores de fora das elites políticas ou econômicas na expansão dos mercados financeirizados. Dessa forma, segundo a autora, parte da literatura apresenta o conceito como teleológico e abstrato, ignorando contingências históricas na expansão da financeirização. Krippner (2012 apud Zwan 2014) e Dedecca (2010), no entanto, mostram como as políticas responsáveis pela financeirização estão relacionadas aos conflitos de classe e a problemas decorrentes da desvalorização da sociedade salarial que teve início por volta da década de 1970, perspectiva a ser melhor explorada adiante no presente trabalho. Krippner entende financeirização como uma consequência não intencional das respostas dadas a esses conflitos distributivos e à perda da confiança na capacidade do Estado na gestão da política social. A conceitualização do processo de financeirização nesse ramo da literatura entende-o como um processo redistributivo, tanto em termos econômicos como, especialmente, em termos de poder social.

A segunda linha de pesquisa identificada por Zwan associa autores que focam suas análises na financeirização da firma e na lógica do valor do acionista, que passou a ser

---

<sup>18</sup> STOCKHAMMER, 2012 apud ZWAN, 2014.

<sup>19</sup> LAPAVITSAS, 2009. p. 138 apud ZWAN, 2014. p. 105.

<sup>20</sup> BRUNO; CAFFÉ, 2015. p. 38.

dominante na economia dos países centrais, e nas formas em que essa alteração provocou mudanças em outros setores da economia. Essa literatura identifica o processo de financeirização nas relações de trabalho no interior das companhias, por meio da valorização das posições gerenciais que passam a ter ganhos vinculados a performance de resultados de curto prazo. Isso incentiva não apenas à distribuição dos lucros por meio de dividendos, mas também por meio de recompras de ações e investimentos financeiros.

O crescimento da ideologia do valor do acionista está diretamente associado com a internacionalização das cadeias produtivas e com as reestruturações corporativas relacionadas à globalização. As novas tecnologias que permitiram o encurtamento das distâncias também possibilitaram o gerenciamento remoto da produção. Esse ramo da literatura apresenta uma crítica contundente à teoria do Capital Humano, ao localizar na dinâmica de poder no interior da firma a diferenciação salarial entre gerência e trabalhadores com baixa escolaridade, ao invés da diferenciação por capacitação pessoal. Dessa forma, relaciona à apropriação da classe gerencial dos maiores ganhos das firmas com a crescente desigualdade verificada em vários países. Zwan cita estudos<sup>21</sup> que diferenciam as empresas de países centrais na Europa e nos Estados Unidos nas consequências da implantação no valor do acionista, encontrando evidências de menor impacto em economias que tem maior sindicalização e impactos diferenciados em função do tamanho das firmas e do regime de economia política do país.

O crescimento da ideologia do valor do acionista também se relaciona com as transformações estruturais das economias centrais. Apesar da maior parte dos estudos ter um foco microeconômico nesta literatura, não é possível separar o crescimento da gestão voltada ao valor do acionista da crescente participação no capital das empresas de investidores institucionais e de investidores estrangeiros. Dessa forma, as famílias e as empresas associam-se no crescimento dos lucros de curto prazo das firmas, as primeiras por meio das grandes gestoras de recursos, incluindo os fundos de previdência, e as últimas por meio da alta gestão nas corporações. As demais partes interessadas na firma adaptam-se em meio ao progressivo avanço da financeirização, muitas vezes por meio de processos que levam à perda da renda, real ou relativa, e à maior desigualdade entre diferentes grupos sociais.

O terceiro campo delineado por Zwan refere-se aos estudos culturais e à financeirização do cotidiano. Neste caso, os trabalhos interdisciplinares predominam sobre os estudos macroeconômicos e os de economia política. Os estudos desse ramo da literatura focam suas

---

<sup>21</sup> FISS; ZAJAC, 2004; JACKSON, 2005; VITOLS, 2004; DEEG, 2005 apud ZWAN, 2014.

análises na forma como a possibilidade de se tornar investidor transformou a subjetividade dos indivíduos dentro da sociedade. A cultura da gestão do risco e da responsabilidade individual, por exemplo, são elementos que estão relacionados ao processo de financeirização, segundo esses autores. Nos estudos econômicos, o foco se dá na forma como essa dinâmica na subjetividade afeta a economia política, ao tornar os indivíduos investidores e proprietários de ativos e possivelmente alterar suas escolhas em termos de políticas públicas e modelos de desenvolvimento social.

As transformações estruturais ocorridas a partir da década de 1970, como o aumento do crédito e a expansão dos fundos de pensão, estão relacionados a esse crescimento da lógica financeira nos indivíduos. O encolhimento do estado de bem estar levou às famílias a buscarem nos instrumentos financeiros os mecanismos de enfrentamento das contingências da vida, ampliando os fluxos financeiros e fortalecendo a cultura do cidadão enquanto investidor e da individuação das escolhas sociais. A outra face dialética desse cenário é a que leva a uma crítica cada vez maior do gasto social pelos sujeitos cada vez mais individualistas, voltados à gestão unilateral do risco e percebendo no Estado – e nos grupos que são prioritariamente beneficiários de suas políticas – um estorvo impeditivo da acumulação de patrimônio pessoal. Os riscos tornam-se maiores não apenas pela destruição da sociedade salarial, que gerou maior volatilidade no mercado de trabalho, mas também pela ampliação do risco financeiro derivada do cada vez maior fluxo de recursos para os mercados financeiros e da crescente diversidade de ativos financeiros lastreados sobre um mesmo ativo real.

Os três ramos identificados por Zwan na literatura acerca da financeirização possuem como traço comum o entendimento do processo como uma transformação estrutural do capitalismo contemporâneo. Segundo a autora,

“Finance becomes politicized in this scholarship: its practice is not the neutral allocation of capital, but rather an expression of class, a control mechanism, or even a rationality associated with late twentieth-century capitalism.”<sup>22</sup>

Financeirização, portanto, refere-se ao conjunto de processos de transformação estrutural de natureza econômica, mas também social, tecnológica, cultural e política. Um regime de regulação financeirizado, portanto, é aquele em que as finanças passam a serem funções dominantes na economia e a gestão de ativos e do dinheiro modificam as estruturas subjacentes à outras áreas da vida e da sociedade, incluindo as escolhas dos agentes

---

<sup>22</sup> ZWAN, 2014. p. 102.

econômicos, com impacto na dinâmica macroeconômica. Tanto seus aspectos no comportamento econômico das famílias, como em suas alterações a nível da firma devem estar corroborados por uma estrutura macroeconômica institucional em que, qualitativamente, a influência das finanças torna-se hegemônica. Dedecca (2010) demonstra como esse conjunto de fatores relaciona-se com o processo de desvalorização do trabalho, perspectiva a ser explorada no próximo capítulo.

## Capítulo II

### As transformações econômicas e o processo de financeirização.

#### 2.1 A Era de Ouro do Capitalismo e o auge e o declínio da sociedade salarial.

Com o objetivo de compreender o processo de desenvolvimento econômico das últimas décadas, Dedecca (2010) analisa o processo de desvalorização do trabalho e a conexão entre a lógica financeira e a estrutura social e produtiva. Segundo o autor, o desenvolvimento econômico pós-1970 se deu

“com base em um processo de desvalorização do trabalho, com uma progressiva precarização das condições de emprego e de remuneração, de um lado, e de recorrente desemprego, de outro. Como consequência, enfraqueceu-se a institucionalidade da sociedade salarial construída durante as décadas de 1950 e 1960, corroendo a base de sustentação do modelo de política social.”<sup>23</sup>

Como consequência dessas mudanças estruturais, fortaleceu-se um processo de ampliação da desigualdade em diversos países no mundo, por meio da mudança no padrão distributivo do excedente social. De fato, os efeitos na distribuição da renda entre os diferentes grupos sociais é um dos principais canais de mediação entre os processos de financeirização e a estrutura do regime macroeconômico. E a alteração no padrão de distribuição funcional da renda nas últimas décadas do desenvolvimento capitalista tem profunda relação com a desvalorização do trabalho.

Segundo Dedecca, o período de crescimento com distribuição da Era de Ouro do Capitalismo é tributário de três dimensões. O primeiro conjunto de temas refere-se à regulação trabalhista, cuja institucionalidade favoreceu, naqueles anos, a mediação pública das relações de trabalho. Tal constituição não se deu sem muitas disputas, greves e movimentos políticos, mas permitiu maior distribuição do excedente produtivo no seu aspecto funcional e atuando sobre a melhoria das condições de emprego. Paralelamente à dinâmica negocial das firmas, a sociedade salarial sustentava um conjunto de políticas públicas sociais fundamentais para uma distribuição secundária e para manutenção de níveis elevados de emprego. A ampliação das funções do Estado serviu ainda para a criação de novos setores produtivos, vinculados às

---

<sup>23</sup> DEDECCA, 2010. p. 2.

políticas sociais. Dessa forma, a política social servia a uma importante função na dinâmica econômica do período.

Uma terceira dimensão apontada por Dedecca é o crescimento da representatividade política dos trabalhadores nas formações democráticas. Essas três dimensões contribuíram de forma definitiva para controlar a evolução da desigualdade, uma tendência subjacente do desenvolvimento capitalista<sup>24</sup>. O autor lembra, entretanto, a geografia específica desse modelo de desenvolvimento, ainda que tenha atingido países subdesenvolvidos, não penetrou em diversos territórios, como em África, por exemplo.

Ao longo da década de 1970, Dedecca mostra que esse modelo de regulação pública da economia iniciou seu processo de deterioração. A definição dos processos decisórios da atividade produtiva passa a ser o foco da disputa entre o capital e o trabalho, tendo este assegurado políticas de melhoria de condições do emprego. Globalmente, as empresas dos países centrais viam-se numa delicada situação de competitividade em relação a concorrentes na Ásia. A organização do cartel petrolífero elevou subitamente os custos de energia, por meio do aumento do preço do petróleo. Toda essa conjunção de fatores teve como consequência o fim do padrão de financiamento global de Bretton Woods, e teriam início diversas transformações produtivas e sociais que afetariam a desigualdade social a nível global.

Dentre as mudanças nas políticas sociais, informa Dedecca, inicia-se o desmonte do estado de bem estar social. Os estados nacionais iniciam um processo de austeridade e de saneamento do orçamento público, reduzindo principalmente o gasto social. Como resultados dessas políticas, verifica-se uma elevação dos indicadores de desigualdade, um crescimento do desemprego e uma piora nas condições de emprego. Com o enfraquecimento dos sindicatos e o advento de novas tecnologias, o capital ganha mobilidade global, enfraquecendo os Estados nacionais nas definições de política, dando maior poder aos detentores de riqueza. A política perde força na normatização social e lideranças financeiras passam a serem atores políticos relevantes, ao lado do enfraquecimento relativo dos parlamentos.

As políticas de austeridade e a redução do escopo das políticas sociais leva as famílias a inclusão no circuito financeiro, em contexto de individualização das contingências da vida. O componente financeiro da riqueza das famílias passa a ser central na manutenção do padrão de vida em meio ao desmonte do estado de bem estar. Como afirma Dedecca,

---

<sup>24</sup> DEDECCA, 2010. p. 5.



“(...) o crescimento da financeirização das economias foi uma contrapartida da corrosão do padrão de regulação da Era de Ouro que permitiu o crescimento com redução da desigualdade. (...) A lógica financeira foi ganhando espaço, em detrimento da produtiva, no interior do tecido econômico-social, processo reforçado pela desvalorização do trabalho.”<sup>25</sup>

O processo descrito por Dedecca gerou um novo regime macroeconômico a partir de meados da década de 1970, que se aprofundou progressivamente. Esse regime macroeconômico teve seu auge durante os anos 2000, passando por diversas crises com consequências globais anteriormente a seu período de ouro, que eram tratadas não como falhas do modelo, mas como problemas pontuais no novo padrão de desenvolvimento.

## 2.2 O novo regime macroeconômico e a financeirização da economia.

Com a mudança do regime macroeconômico no esteio do processo de financeirização, as funções do Estado se alteraram significativamente. Foi uma mudança paulatina, parte do processo de desvalorização da sociedade salarial. Uma mudança do regime macroeconômico é o

“resultado de estruturas organizacionais e institucionais (públicas e privadas) que servem de suporte a circulação monetária e financeira, lhe conferindo uma forma de regularidade determinada em função das atividades econômicas, das relações Estado-sociedade e do próprio desenvolvimento da acumulação do capital”<sup>26</sup>

Cai o Estado gestor de políticas públicas sociais e políticas macroeconômicas contracíclicas e ergue-se o Estado estabilizador da atividade econômica, com foco na estabilidade de preços, caracterizado como *Grande Banco*<sup>27</sup>, e principal fiador do processo de financeirização.

“O governo não é mais considerado um garantidor ou provedor de segurança para indivíduos. Em vez disso, seu papel mais modesto (decompondo a economia da sociedade e impondo sobre esta a autorregulação do mercado) é: 1) policiar as relações de mercado, e 2) garantir as regras do jogo de mercado serem justas (entre as quais, destacadamente, proteção para o direito de propriedade e a consequente exploração da força do trabalho).”<sup>28</sup>

<sup>25</sup> DEDECCA, 2010. p. 13.

<sup>26</sup> THÉRÊT, 1992 apud DIAWARA; ESPINOLA, 2018.

<sup>27</sup> KREGEL, 1998 apud COSTA, 2019.

<sup>28</sup> Idem

Bresser-Pereira e outros (2019) apontam que

“estudos internacionais mostram que a financeirização reduz, significativamente, a autonomia dos Estados nacionais seja para formularem as políticas econômicas autônomas independentemente das condições internacionais, seja no que concerne a uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo, consistente com as condições de produção e os interesses dos setores não-financeiros”<sup>29</sup>

A mudança nas funções do Estado relacionam-se a alterações nos parâmetros cognitivos das atividades econômicas e na sua distribuição setorial, conforme explica Assa (2018). O autor examina as mudanças nas definições da contabilidade social ao longo do período, com especial atenção para as mudanças nas formas de compreensão das atividades financeiras na economia e no computo destas no Produto Interno Bruto (PIB). Um dos marcos temporais de uma importante mudança nos sistemas de contas nacionais foi a revisão realizada no *System of National Accounts* - SNA em 1968 que, de acordo com Christophers (2011 apud Assa, 2018), “made finance productive”<sup>30</sup>. Christophers e Assa compreendem a contabilidade social não como um dado bruto ou como um indicador imparcial da sociedade, mas como um instrumento retórico e um construto social baseado numa definição técnica e política de seus parâmetros. Os autores descrevem que “national accounting is a numerical form of the classical art of persuasion, intended to convince rather than to measure.”<sup>31</sup>

Assa (2016) descreve como, ao longo do tempo, alteraram-se os representantes dos Estados nos comitês de definição das normas da contabilidade social. As primeiras versões do SNA foram formatadas nos organismos vinculados à Organização Nações Unidas (ONU). A partir da revisão de 1968, as discussões técnicas incluíram organizações com vínculos com o setor financeiro ou representativas de nações ricas e financeirizadas. Passaram a fazer parte das discussões a Comissão Europeia, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial<sup>32</sup>. As mudanças nas funções do Estado em decorrência da financeirização são claramente visíveis ao verificar a representação enviada pelos Estados nacionais para as discussões sobre o SNA. A presença cada vez maior de técnicos vinculados às autoridades monetárias e não aos organismos

<sup>29</sup> BECKER et ali, 2010 apud BRESSER-PEREIRA et ali, 2019, p. 15.

<sup>30</sup> CHRISTOPHERS, 2011 apud ASSA, 2018. Pág. 4. Ênfase do autor. “Tornou o setor financeiro produtivo.” (Tradução nossa)

<sup>31</sup> Idem. “Contabilidade nacional é uma forma numérica da arte clássica da persuasão, que pretende convencer, mais do que mensurar” (Tradução nossa)

<sup>32</sup> ASSA, 2016. p. 7.

nacionais de estatística mostram a alteração do regime macroeconômico ao nível da burocracia estatal.

As revisões do SNA a partir de 1968 descritas por Assa com relação às finanças permitiram a expansão do processo de financeirização para todos os países que acataram esse modelo de contabilidade social, que contava com a chancela da Organização das Nações Unidas (ONU). Também davam suporte retórico à todas as transformações estruturais necessárias à valorização dos capitais pelos meios rentistas e ao desmantelamento do Estado de bem-estar e da regulação salarial. As finanças passaram a figurar nos modelos econômicos como mercados extremamente eficientes, capazes de levar ao desenvolvimento econômico por si mesmos, ainda que sua dinâmica real não estivesse presente nos modelos econômicos dos Bancos Centrais e de diversas correntes teóricas da ciência econômica, algo que ficou claro no esteio da crise sistêmica de 2008. As transformações metodológicas da contabilidade social determinaram, desse modo, o aspecto da mudança subjetiva do processo de financeirização das economias, com impactos sobre as decisões econômicas dos agentes e influências sobre os modelos de economia política adotados nos diferentes países.<sup>33</sup>

Essas alterações na contabilidade social, de acordo com Assa, foram responsáveis pela dicotomia entre a evolução dos indicadores de emprego, a dos indicadores de renda e o crescimento do PIB em diversos países. A partir das revisões, mostra-nos o autor, foi se ampliando a diferença entre essas variáveis, reduzindo o poder explicativo do PIB na sua aceção relacionada ao mercado de trabalho e à renda das famílias. As mudanças no debate econômico decorrentes da financeirização, especialmente o debate acerca da austeridade, que tem o PIB como variável central de seus parâmetros, são fortemente influenciados por essa alteração na percepção das finanças, e como tal, constituem mais um aspecto dos processos de financeirização enquanto transformação estrutural da economia capitalista recente.

Assa mostra como mudanças nos parâmetros relacionados às finanças nas contas nacionais alterariam significativamente a composição funcional na renda nacional para o caso dos Estados Unidos. O autor compara o cálculo PIB com duas versões alternativas. A primeira alternativa, proposta por Basu e Foley, é chamada de *Non-Financial Value-Added*<sup>34</sup> (NFVA ou NFGDP) e exclui os setores de finanças, seguros e de propriedades imobiliárias<sup>35</sup> do computo

---

<sup>33</sup> Idem.

<sup>34</sup> BASU; FOLEY, 2013 apud ASSA, 2018. p. 7.

<sup>35</sup> Setores usualmente agrupados sobre o acrônimo FIRE: Finance, Insurance and Real Estate.

do PIB. A segunda alternativa proposta por Assa, chamada *Final Gross Domestic Product*<sup>36</sup> (FGDP), radicaliza a proposta anterior e considera como custos à produção parte das rendas financeiras computadas como valor adicionado no PIB, em contraste com a mera exclusão de Basu e Foley. Ambas as propostas alternativas apresentam melhor aderência às séries históricas de emprego e de renda média dos Estados Unidos que o PIB, conforme a regressão elaborada em Assa (2016).

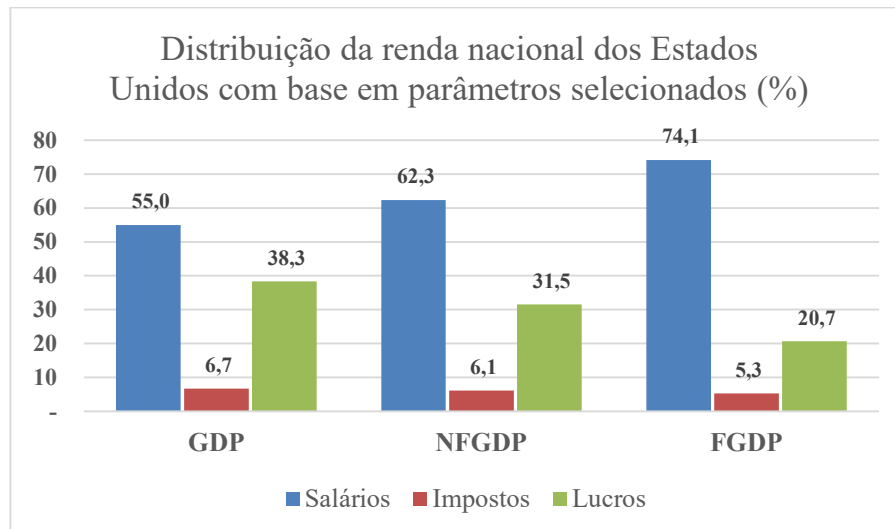
Essas versões, críticas às alterações ocorridas no SNA, levariam, segundo a argumentação desenvolvida em Assa (2018), ao reconhecimento de uma maior participação dos salários na distribuição da renda. Em termos dos componentes da demanda, as mesmas alterações reduziriam a participação do consumo das famílias, com respectivo aumento do investimento e dos gastos do governo na composição do PIB. Como dito, a mudança na percepção da evolução dos indicadores tem efeitos sobre as decisões sociais e sobre a política econômica desenvolvida nos países. Uma política de excessiva flexibilização trabalhista, usualmente associada a menor crescimento dos salários, provavelmente receberia menor apoio social caso a divisão da renda na sociedade fosse percebida por meio destas formas alternativas.

O gráfico 1 mostra as mudanças na composição do PIB americano quando comparado com as versões críticas propostas por Assa. Dado que o valor adicionado pelo setor financeiro é distribuído majoritariamente para os lucros, considerar o setor financeiro como não-produtivo, como faz o NFGDP, ou como um custo, como faz o FGDP, altera a distribuição funcional da renda nacional, para o caso dos Estados Unidos.

---

<sup>36</sup> ASSA, 2016.

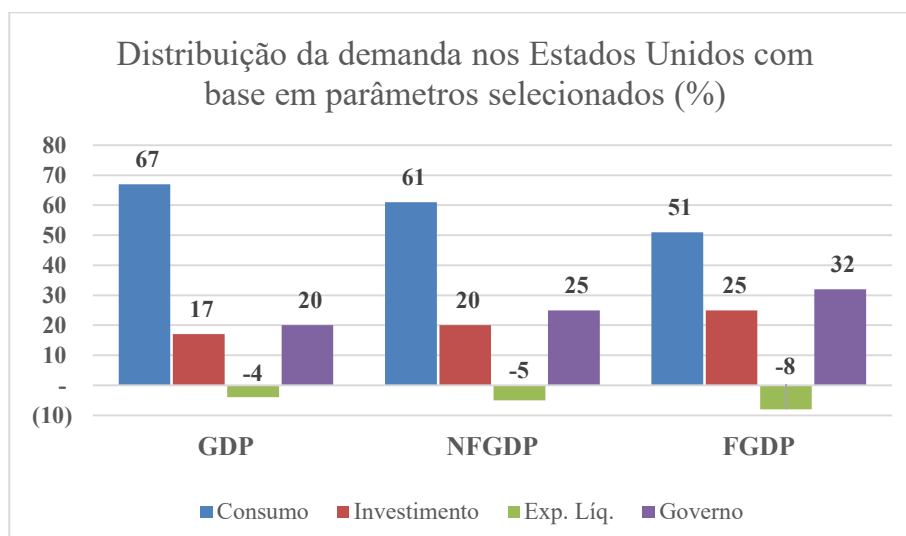
Gráfico 1



Fonte: Extraído de ASSA, 2018. p. 10. Cálculo do autor com base em *National Income and Product Accounts* do *Bureau of Economic Analysis*.

Do ponto de vista da Demanda Agregada, as mudanças nos parâmetros reduzem a importância do Consumo com motor da economia. As alterações apresentadas, se se confirmarem em estudos aprofundados futuros, podem vir a modificar as escolhas sócias quanto a políticas orientadas ao estímulo da demanda, por exemplo.

Gráfico 2



Fonte: Extraído de ASSA, 2018. p. 12 Cálculo do autor com base em *Input-Output Tables* do *Bureau of Economic Analysis*.

### 2.3 As mudanças da financeirização nas firmas no processo de desvalorização do trabalho.

As mudanças apontadas anteriormente neste trabalho no escopo da atuação do Estado é um dos aspectos das transformações estruturais profundas relacionadas ao processo de financeirização. A mudança nas empresas, como apontada pelos estudos relacionadas a ideologia do valor do acionista, levantadas por Zwan (2014), dentre outros, é o correspondente dialético desse processo. Favereau (2016, apud Borsari e Proni, 2019), em um documento vinculado à Organização Internacional do Trabalho (OIT) intitulado *The impact of financialization of the economy on enterprises and more specifically on labour relations*, detalha como o regime financeirizado tem impactos significativos sobre as empresas e sobre as relações de trabalho, reconhecendo ser de difícil apreensão os mecanismos de iteração entre essas duas esferas. Em sua crítica, Favereau argumenta que

“a economia *mainstream* não chega nem a fazer ‘a pergunta’ quanto à relação entre financeirização e trabalho, enquanto a heterodoxia, quando trata do tema, assume uma visão parcial e, em geral, restrita a criticar a ortodoxia econômica.<sup>37</sup>”

Stockhammer (2005) ressalta que

“(…) as an institution, the firm is subject to changes according to the social structures and institutional arrangements that it is based on. The social structures include the relative power positions of labor (and other stakeholders), management, and shareholders.”<sup>38</sup>

As novas formas de organização das relações entre o capital e o trabalho decorrentes da financeirização prezam pela busca do maior retorno aos acionistas. Desse modo, há uma preferência cada vez maior por formas de contrato flexíveis, redução de direitos trabalhistas, aumento da competição dentro da firma e fora dela, muitas vezes gerando reduções salariais. A hiper flexibilização é acentuada em companhias e posições de trabalho com atuação internacional, que podem redirecionar seus esforços produtivos em plataformas *off-shore*, calibrando os custos de produção, no componente relativo ao valor do trabalho, pelos menores

<sup>37</sup> FAVEREAU, 2016 apud BORSARI; PRONI, 2019.

<sup>38</sup> STOCKHAMMER, 2005, p. 202 apud FELIPINI, 2018. “(…) como uma instituição, a firma está sujeita a mudanças contingentes às estruturas sociais e arranjos institucionais nos quais se baseia. As estruturas sociais incluem as posições de poder relativas do trabalho (e outras partes interessadas na firma), gerência e acionistas” (Tradução nossa)

salários asiáticos ou africanos. A remuneração dos trabalhadores passam a contar com um componente variável muito importante, acentuando o componente pró-cíclico das crises econômicas, como consequência à flexibilidade da remuneração. No caso de posições de gestão, a remuneração atrela-se aos circuitos financeiros, por meio do pagamento via opções de compra de ações, inserindo os altos trabalhadores no circuito da financeirização. Essas características são ressaltadas econometricamente por Darcillon (2015 apud Borsari; Proni, 2019) cujo trabalho indica que “a financeirização estaria associada à redução do poder de barganha dos trabalhadores e ao enfraquecimento das condições de proteção ao emprego.<sup>39</sup>”

Kay (2015) questiona porque o mercado financeiro é uma indústria tão lucrativa. Pensado em termos dos lucros aferidos pela indústria, dos impostos pagos e da remuneração de seus empregados, o setor financeiro tem uma importância econômica extremamente significativa e apresenta grande eficiência. Esses são os indicadores usualmente utilizados nas descrições do setor financeiro para louvar seus benefícios à sociedade. Kay elenca as quatro contribuições principais das finanças e critica os indicadores de eficiência do setor dados através de sua remuneração. O valor social das finanças enquanto suas funções, quais sejam, um sistema de pagamentos, a mediação na alocação de recursos entre credores e devedores, a gestão da riqueza ao longo do tempo e entre gerações e como assessor de risco econômico, estaria sobreprecificado, segundo o autor.

A dinâmica da financeirização está associada à estagnação da renda média. Como forma de manter o padrão de consumo, as famílias entraram no circuito da financeirização por meio do endividamento. A classe média americana símbolo do *american way of life* passou a contar com mais de um salário na família, muitas vezes com o emprego flexível em seu vínculo ou em sua remuneração. A manutenção do padrão de consumo dependia do crédito, em muitos casos efetivado e refinanciado sobre a moradia, e no portfólio de ativos.

As transformações estruturas decorrentes do processo de financeirização alteraram a dinâmica interna das empresas no que se refere à relação capital-trabalho. Os trabalhadores viram, ao longo do processo, sua situação trabalhista ficar mais volátil e incerta quanto à estabilidade, remuneração e condições de trabalho. Dentro das firmas, acentuou-se a diferenciação entre as ocupações de gestão e as ocupações operacionais. A busca pelo valor do acionista gerou consequências para a parte administrativamente manejável entre os lucros e os custos. O processo de desvalorização do trabalho está vinculado ao desejo de maior retorno

---

<sup>39</sup> DARCILLON, 2015 apud BORSARI; PRONI, 2019, p. 5.

constrangido pela competição capitalista global. Com a internacionalização das empresas e a globalização dos padrões de governança, os processos de trabalho passam cada vez mais a responder a parâmetros internacionalizados. Há cada vez mais pressão por alterações nas legislações trabalhistas nacionais, em busca de maior eficiência produtiva e de maior competitividade das firmas no plano internacional.



### Capítulo 3 – A financeirização no Brasil: debate e evidências.

No Brasil, a literatura sobre o tópico da financeirização é menos profícua e sua relação com a dissolução da sociedade salarial conta com autores e trabalhos valiosos, mas pouco numerosos. Não há, também, uma sistematização dos trabalhos brasileiros, como realizado por diversos autores da literatura internacional. No entanto, tem crescido o estudo do tema dentro das economias emergentes e na sua diferenciação com o processo verificado nos países centrais. Diversos são os estudos brasileiros ou de brasilianistas que apontam para a ocorrência do processo de financeirização na economia brasileira, muitos dos quais trazem importantes aportes empíricos para a discussão.

Em estudo pioneiro, Braga estabelece o processo de financeirização como um “padrão sistêmico de riqueza derivado do colapso do sistema de Bretton Woods”<sup>40</sup>. A distinção mais clara com relação aos modelos anteriores do capitalismo, em especial com relação ao modelo da sociedade salarial detalhado no capítulo 2, é a expressiva e crescente participação dos ativos financeiros no total da riqueza. Braga et ali (2017) esclarecem que este novo padrão sistêmico de riqueza

“(...) establishes new ways of defining, managing and realizing the wealth, which affects the spending decisions of the main economic actors, impacts economic policies and thus the ups and downs of business cycles.”<sup>41</sup>

A transformação nas ações dos diversos agentes econômicos relevantes para a valorização de ganhos não operacionais influencia de maneira significativa as decisões de gasto e de investimento desses agentes, afetando o modelo de economia política implementado nos países que passam pelo processo de financeirização, com intensidades diferentes.

Ao identificar o desenvolvimento como consequência da especialização produtiva em atividades com retorno crescente de escala<sup>42</sup>, a abordagem estruturalista, bastante presente nos estudos brasileiros, tangencia diversos aspectos dos processos de financeirização. A centralidade da indústria no processo de desenvolvimento e como indutora das inovações é bem estabelecida nessa literatura econômica, sendo a corrente cepalina um referencial importante para o caso brasileiro. Para o pensamento estruturalista, as diferentes atividades econômicas

---

<sup>40</sup> BRAGA et ali, 2017.

<sup>41</sup> Idem. “(...) estabelece novas formas de definir, administrar e realizar riqueza, afetando as decisões de gasto dos principais atores econômicos, impactando políticas econômicas e as variações dos ciclos econômicos.” (Tradução nossa)

<sup>42</sup> GALA, 2017.

têm potencial distinto de gerar crescimento econômico, devendo-se, no processo de desenvolvimento, priorizar setores de elevados retornos de escala, que gerem e propagem inovações tecnológicas, ampliando a produtividade per capita, acelerando o ritmo de acumulação e gerando redes integradas de desenvolvimento. Como a financeirização associa-se com a desindustrialização verificada em diversas economias subdesenvolvidas, as chances de desenvolvimento ficam cada vez mais difíceis, ficando a economia brasileira a reboque das variações e instabilidades internacionais de avaliação de risco-retorno dos grandes agentes financeiros, privilegiando distribuições de resultados de curto prazo e prejudicando investimentos de elevado vulto e de alto retorno, como os investimentos em infraestrutura, tão necessários ao país.

Desse modo, uma economia que desloque seu desenvolvimento para um modelo de crescimento sustentado pelas finanças reduz os incentivos de inversões de capitais no setor industrial, dado que o retorno e, principalmente, a liquidez das aplicações do setor financeiro tornam-se mais atrativos aos capitais disponíveis. Os ganhos por meio da valorização de ativos existentes suplanta o ganho por meio de novas inversões de capital. Os vínculos nem sempre lineares entre o ativo financeiro e o ativo real, gerador de renda, dissolve o potencial da finança como intermediário e torna-a uma finalidade. Isso tem profundas consequências sobre a estrutura econômica e sobre a sua dinâmica. Em parte, as mudanças na contabilidade social apontadas por Assa (2018), que transformaram em produtivas as trocas financeiras líquidas de títulos, impactam na definição de prioridades da sociedade ao modificar a percepção de retorno entre diferentes tipos de ativos. A financeirização, ao deslocar o sistema econômico do tempo da produção para o tempo das finanças, induz a maior volatilidade do sistema, a crises recorrentes e a crescente desigualdade. Essa mudança de modelo tem significativas influências sobre o desenvolvimento e sobre o crescimento da economia, especialmente em economias de mercados de capitais incompletos, como a que ocorre no Brasil.<sup>43</sup> Em crítica a esse ramo da literatura, Lavinias e outros (2017) afirmam que

“[é] bem verdade que a corrente estruturalista ou desenvolvimentista na América Latina em geral, e no Brasil em particular, negligenciou fortemente esse fenômeno [financeirização] na crença equivocada de que um Estado fortemente intervencionista na formulação e implementação das políticas econômicas e sociais estaria implicitamente contrarrestando tal tendência<sup>44</sup>.”

---

<sup>43</sup> COSTA, 2018.

<sup>44</sup> LAVINAS et ali. 2017.

Feijó e outros (2016 apud Lavinias et ali, 2017) também identificam um processo de financeirização na economia brasileira, destacando a relação deste processo com a desindustrialização no conjunto produtivo do país e no aprofundamento da vulnerabilidade externa provocada pelo modelo de política econômica, que amplia a volatilidade das flutuações econômicas em razão da economia financeirizada. Corrêa e outros (2017) destacam a relação da economia doméstica com o resto do mundo ao afirmarem que “a financeirização nas economias em desenvolvimento tem como fator determinante a sua integração subordinada ao mercado financeiro global.”<sup>45</sup>

Outros autores dão sequência aos estudos de financeirização no país, como Bruno e outros (2011) e Bruno e Caffé (2015), influenciados pelos aportes da Escola da Regulação francesa. Os autores identificam como a financeirização prejudica a imobilização produtiva do capital, levando a um paroxismo a preferência pela liquidez dos detentores de recursos. Desse modo, a economia brasileira, reconhecida pelos autores como um caso de economia altamente financeirizada, possui um entrave estrutural ao crescimento pela inibição dos investimentos em produção, em especial no setor industrial e em investimentos de elevados retornos de escala. Os autores ainda mostram que esse conjunto de fatores piora a distribuição funcional da renda, por meio dos veículos já apontados no presente trabalho, como o mercado de trabalho e a política social.

Bruno e Caffé (2017) descrevem como a financeirização no Brasil é influenciada pela gestão da dívida pública e difere dos processos de financeirização das economias centrais em razão da elevada taxa de juros no país. A essa característica nacional, os autores denominam financeirização usurária<sup>46</sup>, diferenciando o processo brasileiro daquele ocorrido nos países centrais, que se desenvolve por meio de instrumentos geradores de renda financeira, cujo *locus* de acumulação são os mercados de capitais privados. No Brasil, portanto, é dominante hodiernamente o “regime de financeirização por ganhos com juros”, fortemente baseado no endividamento público, em contraponto ao “regime por ganhos com dividendos” e com valorização de ativos financeiros presente nos países centrais<sup>47</sup>. Os autores buscam uma

“perspectiva crítica aos pressupostos fundamentais da teoria convencional, em especial a concepção do papel dos mercados financeiros sobre a hipótese de eficiência alocativa.”<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> CORRÊA et ali (2017). p. 1.128.

<sup>46</sup> BRUNO; CAFFÉ, 2017. p. 1.037.

<sup>47</sup> BRESSER-PEREIRA et ali, 2018. p. 17.

<sup>48</sup> PALLEY, 2007 apud BRUNO et ali, 2009

Para entender o processo de financeirização no Brasil, prosseguem Bruno e Caffé, é necessário compreender as mudanças oriundas da reforma financeira da década de 1960 efetivada pela Ditadura Civil-Militar de 1964. Segundo os autores, A reforma financeira

“foi planejada nos moldes do modelo americano de sistema de mercado de capitais. O sistema bancário brasileiro, no entanto, desenvolveu-se apoiado no âmbito dos depósitos (mercado de crédito), e não dos investimentos (mercado de capitais).<sup>49</sup>”

Parte do processo de financeirização no país se desenvolveu em meio à reestruturação da relação de dependência do Brasil com o resto do mundo. O ocaso do modelo de substituição de importações vigente desde Vargas até a Ditadura levou a uma reformulação das atividades financeiras no país, conjugada com a nova realidade inflacionária e a nova dinâmica do concerto das nações.

“Os setores líquidos da economia refugiaram-se nos ativos financeiros, especialmente lastreados em moeda indexada, e as empresas não-financeiras desenvolveram um ajuste para preservar a rentabilidade, por meio da gestão de *mark-ups*, da desalavancagem e de aplicações financeiras e operações patrimoniais, como aquisições ou compra de participações societárias.<sup>50</sup>”

Essas particularidades do desenvolvimento brasileiro estão na origem das especificidades com que o processo de financeirização se deu no país. Bruno e Caffé descrevem a transição, no Brasil, da financeirização por ganhos inflacionários, anteriormente ao plano Real, para uma financeirização por endividamento público após as transformações na gestão da dívida pública e da estabilidade monetária. Nesse contexto, Bresser-Pereira e outros (2019) apontam para a mudança na sociedade brasileira desde o final dos anos 1980, nomeada por ele como organização social “capitalismo financeiro-rentista”<sup>51</sup>. Para os autores, nessa nova composição social, há uma substituição da figura do empresário pelos acionistas na composição da propriedade das firmas, com todas as consequências sociais e econômicas apontadas pelos processos de financeirização.

Por considerar o capital fixo produtivo a base do desenvolvimento econômico, Bruno e Caffé comparam a taxa de investimento com a Taxa de Financeirização, definida como a razão entre o saldo dos ativos financeiros não monetários e o estoque de capital fixo produtivo. Dessa

---

<sup>49</sup> BRUNO et ali, 2009.

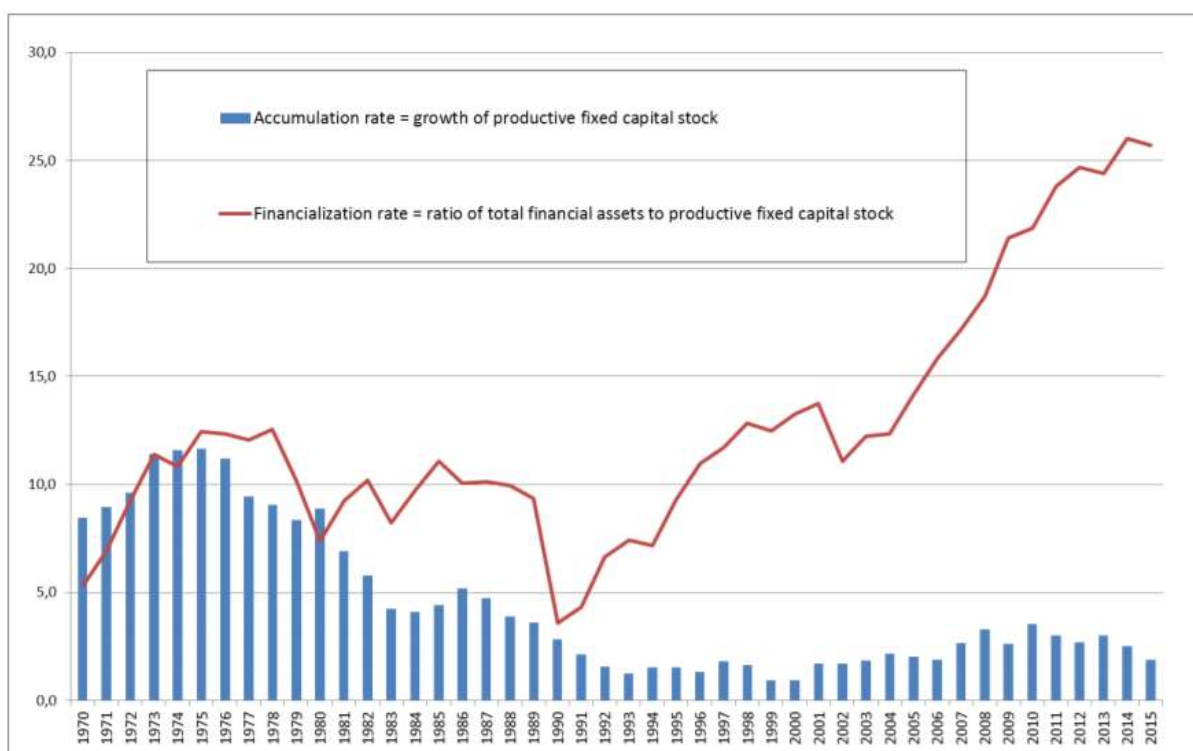
<sup>50</sup> SESTELO et ali, 2017, p. 1101.

<sup>51</sup> BRESSER-PEREIRA, 2018 apud BRESSER-PEREIRA et ali, 2019, p. 15.

forma, os autores avaliam os impactos da financeirização na acumulação de capital. O trabalho evidencia dois momentos distintos na história brasileira recente. “Entre 1970 e 1993, as séries da taxa de financeirização e de acumulação de capital fixo produtivo apresentam-se positivamente correlacionadas.<sup>52</sup>” As poupanças de famílias e empresas destinam-se a investimentos produtivos, contribuindo para o crescimento econômico. Entre 1994 e 2015, o crescimento dos ativos financeiros em relação aos ativos fixos produtivos descolam-se rapidamente, em um caso típico de economias em processo de financeirização. Os capitais encontram alternativas de revalorização nos mercados financeiros ou na dívida pública, e dessa forma ocasionam a queda da taxa de investimento, prejudicando o processos de desenvolvimento econômico.

### Gráfico 3

#### Taxa de Investimento e Taxa de Financeirização



Fonte: Extraído de PAULA; MEYER (2018), atualização de BRUNO; CAFFÉ (2015), com base em dados do IBGE.

<sup>52</sup> BRUNO; CAFFÉ (2015) p. 50.

O elevado diferencial de juros do Brasil em relação a referência internacional tenderam a uma valorização dos ativos locais por meio da arbitragem realizada nos fluxos internacionais de capital. Por diversos parâmetros, as taxas de juros reais brasileiras sempre foram elevadas, mesmo em comparação com outras economias emergentes. A redução dos juros verificada ao longo de um tempo amplo deveu-se mais à queda dos juros internacionais do que à transformações estruturais internas, ainda que alguns elementos na gestão econômica nacional tenham sua contribuição. Os fortes vínculos entre a política monetária e a política fiscal, por meio da gestão da dívida pública brasileira, fortalecem os movimentos econômicos pró-cíclicos. A política monetária focalizada de curto prazo afeta a dinâmica da dívida pública e o pagamento de juros, com impactos sobre a discussão orçamentária, afetando a política fiscal e, por extensão, a política social. Com a meta de estabilidade econômica como finalidade maior da gestão da fazenda pública, os impactos sociais decorrentes dessa escolha política são verificados explicitamente na deterioração dos indicadores de igualdade.

Lavinias e outros (2017) apontam para as particularidades da financeirização brasileira, um processo que teve continuidade em um contexto específico de crescimento dos salários e da renda média, especialmente ao longo dos anos politicamente dominados pelo Partido dos Trabalhadores. Segundo os autores, no Brasil,

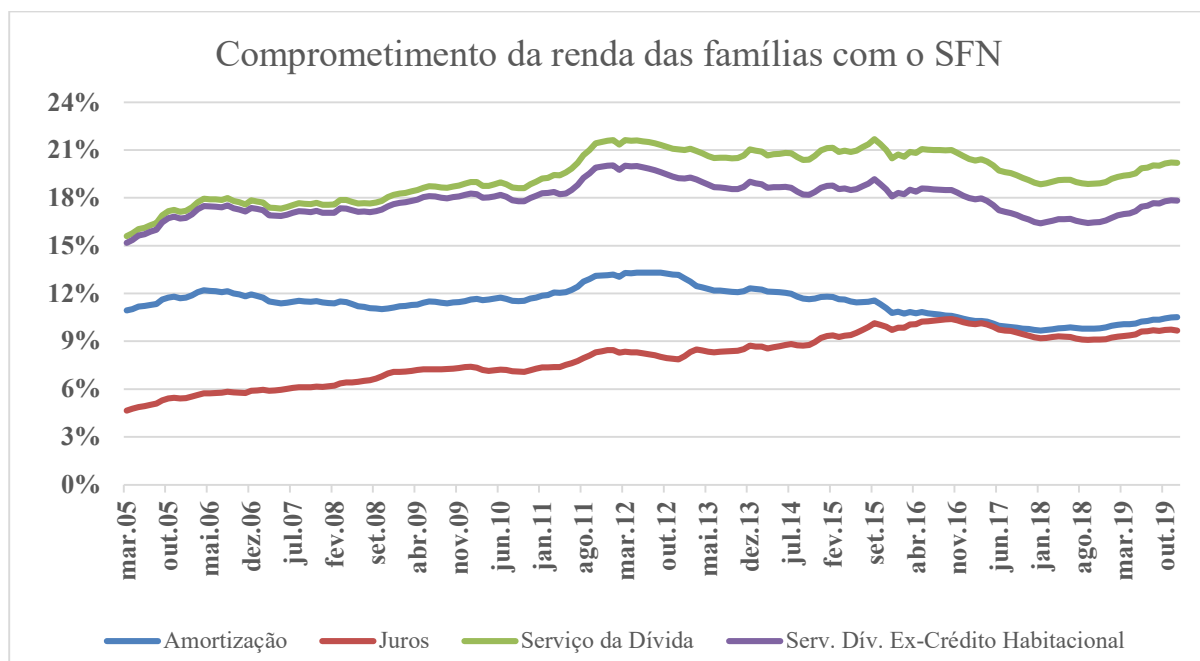
“o comprometimento crescente da renda familiar disponível com pagamento de dívidas junto ao setor financeiro ocorre em meio à elevação dos salários e da renda média.”<sup>53</sup>

O Gráfico 4 abaixo mostra a evolução do comprometimento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional (SFN) ao longo do período entre mar/2005 a dez/2019. É notável o crescimento do peso dos juros nas finanças das famílias ao longo do período, ainda que a renda tenha melhorado significativamente nos governos de centro-esquerda, especialmente a dos mais pobres. O endividamento, que mostra a relação entre o total da dívida e a renda anual do devedor, também apresenta crescimento ao longo do período em tela, como mostra o Gráfico 5.

---

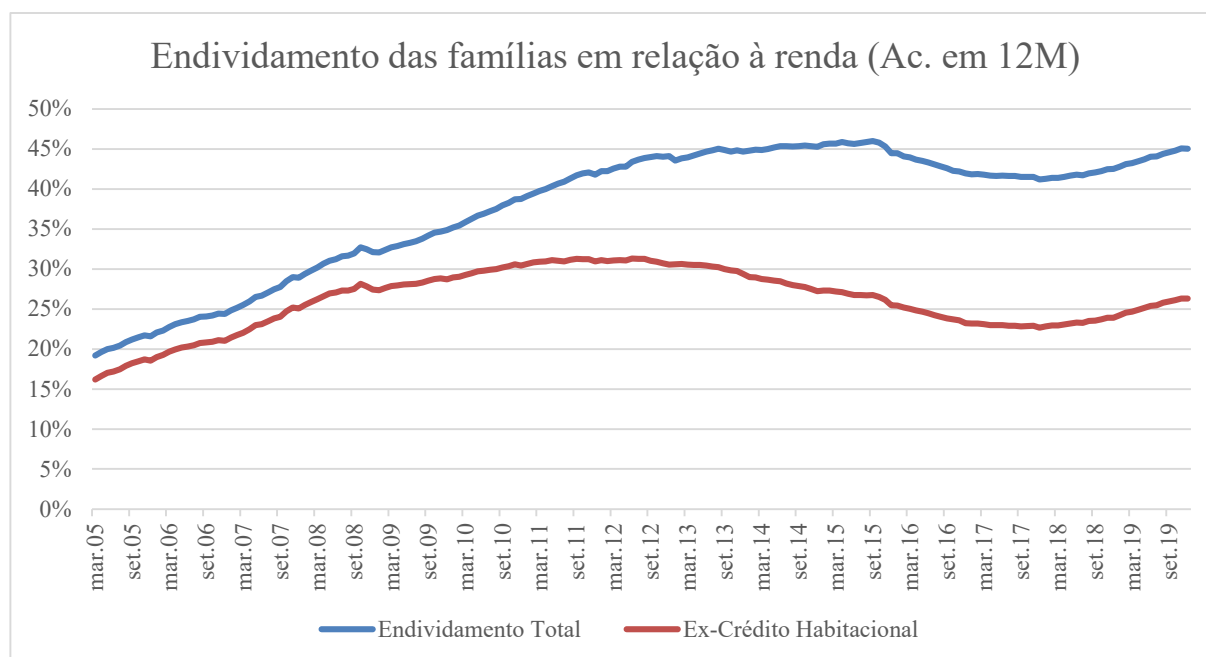
<sup>53</sup> LAVINAS et ali, 2017. Pág. 7.

Gráfico 4



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Banco Central do Brasil.

Gráfico 5



Elaboração própria, com base em dados do Banco Central do Brasil.

A expansão do crédito no Brasil, que saiu de um patamar muito deprimido em proporção do PIB na comparação internacional, não apenas serviu como um impulso à expansão da demanda agregada, mas exercia “uma nova forma de provisão de serviços como moradia, saúde e educação, via mercado e circuitos financeiros.”<sup>54</sup> Este crescimento verificado na primeira década do século XXI é tributário da conjunção da política macroeconômica com a política social, segundo Lavinias (2015). A vinculação da liberação do potencial de consumo reprimido das classes baixas, por meio da valorização do salário mínimo e de programas de transferência de renda monetária, com o acesso dessas famílias ao mercado financeiro, principalmente o de crédito, foi fundamental para o crescimento verificado na década, na avaliação da autora. Todos esses movimentos levaram a um aumento do consumo das famílias que permitiu uma dinâmica positiva para o produto nacional brasileiro durante os primeiros governos do Partido dos Trabalhadores.

Lavinias avalia como a financeirização, na economia brasileira, se deu intensamente na transformação da política social. A autora avalia como o crescimento do mercado de crédito levou a um processo de financeirização da política social, por meio de diversos mecanismos de garantia estatal a empréstimos sem colateral, subsídios a crédito habitacional e forte crescimento do mercado de seguros segmentados. Conjuntamente com a expansão das provisões via mercado e via crédito, houve um subfinanciamento da provisão pública. Muitos dos avanços experimentados no início do século XXI em termos de política social foram desfeitos com a implementação de políticas liberais após 2016, permanecendo o subfinanciamento das estruturas públicas e o maior comprometimento das famílias com suas provisões via mercado. Durante os governos petistas, houve forte incremento no processo de bancarização da população de baixa renda, com consequente acesso ao mercado de crédito e de seguros segmentados. O governo também apoiou a expansão dos mercados de seguros privados e de previdência complementar, introduzindo ainda o regime complementar de capitalização no setor público. As modalidades de crédito direcionado com garantias públicas também apresentaram expansão, com o principal exemplo sendo o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES).

A dissolução do Estado de bem-estar social no Brasil, que nunca chegou a se completar, prejudica ainda mais a indecente concentração de renda no país. Diversos estudos recentes que utilizam os dados do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF), como Souza (2018), mostram o comportamento do rendimento nos extratos superiores da renda nacional, subrepresentados

---

<sup>54</sup> LAVINAS et ali, 2017.



nas pesquisas domiciliares como a PNAD Contínua. Os rendimentos derivados dos mercados financeiros, dividendos, aluguéis e heranças e doações representam quase 40% da renda do país<sup>55</sup>. A distribuição de renda, mostram esses autores, apresentou significativa piora, revertendo o quadro de melhoria legado dos governos petistas.

O estudo da desigualdade brasileira no período recente revela uma dinâmica fortemente correlacionada com a melhoria da renda do trabalho e do salário mínimo<sup>56</sup>. Costa (2018) apresenta os dados comparando a rentabilidade do capital e do trabalho desde o plano real, separados em dois períodos por critérios de política econômica, o primeiro entre 1995 e 2002 e o segundo entre 2003 e 2015. Os resultados estão resumidos abaixo.

**Tabela 1**

<b>Médias anuais</b>	<b>1995-2002</b>	<b>2003-2015</b>
<b>Juro nominal</b>	26,6%	13,2%
<b>Inflação</b>	9,1%	6,1%
<b>Juro Real</b>	15,1%	6,6%
<b>Rendimento real dos trabalhadores</b>	-1,05%	1,1%
<b>Poder aquisitivo da renda do trabalho acumulado</b>	-16,6%	16,3%

Fonte: Elaboração própria com base em dados de COSTA (2018)

Associando a Tabela 1 com a evolução dos indicadores de desigualdade, podemos perceber alguma correlação entre o crescimento do rendimento do trabalho e a melhor distribuição de renda para a economia brasileira. Mattos (2015) traça um panorama da evolução da desigualdade no país, com base na evidência disponível, sempre ressaltando que a desigualdade de renda corresponde a apenas um dos aspectos da desigualdade, conforme aponta Dedecca (2012). Os efeitos das transformações que ocorreram no mercado de trabalho brasileiro no século XXI afetaram de forma significativa algumas das variáveis afetadas por

<sup>55</sup> MENEZES FILHO, 2017 apud BRESSER-PEREIRA et ali, 2019. p. 20.

<sup>56</sup> MATTOS, 2015.

processos de financeirização. Mattos e outros (2018) traçam a trajetória do emprego e da renda durante os governos petistas, verificando a importante contribuição do aumento da formalização de trabalho para a renda e para o crescimento econômico no período. A melhora do perfil estrutural do emprego permitiu reverter o quadro de informalização que se consolidava na economia nacional no final do século XX. Em especial nas regiões mais pobres e para os segmentos mais vulneráveis, essas mudanças tiveram efeitos expressivos na renda, na desigualdade e no crescimento econômico. Parcialmente, elas foram revertidas com a adoção da agenda liberal, instalada após a deposição da Presidenta Dilma Rousseff em 2016, como mostram os autores. A adoção da agenda liberalizante, de redução dos direitos sociais, pelos mecanismos apontados pela literatura brasileira e internacional, tenderá a intensificar as consequências dos processos de financeirização.

## Conclusão

A grande crise sistêmica de 2008, que teve como epicentro e maior impacto inicial nas economias centrais, levou a uma série de questionamentos acerca do processo de financeirização das economias e uma contestação quanto aos mecanismos de proteção dos Estados, em especial após o aporte de grande volume de recursos no salvamento do sistema financeiro. O ímpeto crítico se esvaiu com o tempo, e se perderam, em parte do debate público, as conexões entre as posteriores crise da dívida dos Estados nacionais com o salvamento dos sistemas financeiros e a sistemática dos circuitos da dívida pública com a suposta necessidade de políticas de austeridade, senão por meio dos estudos críticos. Dentre os questionamentos surgidos a reboque da crise sistêmica de 2008 incluem-se dúvidas e ataques com relação a potência da ciência econômica como modelo explicativo da realidade. Houve certa dissociação entre as análises econômicas e as consequências políticas posteriores que recrudesceram durante a década de 2010, a ponto de revoltas políticas estarem, na visão de alguns analistas, dissociadas de fatores econômicos.

A estupefação com a falha da ciência econômica e do modelo neoliberal implantado no esteio do processo de financeirização foi expressa por diversas figuras cruciais para o desenvolvimento recente desse regime macroeconômico que levou à crise de 2008. Alan Greenspan, presidente do Fed por muitos anos e fiador da desregulamentação financeira e da *Grande Moderação* dos mercados, declarou, em testemunho ao Congresso dos Estados Unidos, que

“Those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholder’s equity, myself included, are in a state of shocked disbelief. [...] [the] modern risk-management paradigm held sway for decades. The whole intellectual edifice, however, collapsed [...]”<sup>57</sup>

Não foram muitas as mudanças estruturais ocorridas após a crise de 2008 na macroeconomia mundial. Prevaleceram questionamentos à dominância da política monetária na gestão da política econômica. Como endereçar as questões e consequências relativas a cada vez maior e mais complexa rede de credores e de devedores, uma configuração historicamente

---

<sup>57</sup> ANDREWS, 2008. “Aqueles de nós que olhávamos ao auto interesse das instituições credoras em proteger o patrimônio do acionista, eu incluído, estamos em um estado de choque e descrédito. [...] O moderno paradigma de gestão de risco dominou por décadas. Todo esse edifício intelectual, no entanto, colapsou [...]” (Tradução nossa)

nova na sua forma atual, ainda não parece ter se tornado de interesse da Teoria Econômica e da Economia Política.

Os trabalhos sobre financeirização procuram levantar algumas dessas questões. Algumas correntes muito profícuas nessa literatura foram pouco exploradas no presente trabalho, com destaque relevante para a leitura marxista sobre o tema. Como os conceitos marxistas por vezes divergem bastante das vertentes keynesianas da ciência econômica, optou-se por não aprofundar a discussão sobre essa corrente nesta literatura, pois seriam necessários maiores cuidados com as comparações e as definições decorrentes dessa análise. Tal atitude certamente contribui como um prejuízo ao presente texto, com a esperança de maior objetividade no levantamento da literatura sobre a financeirização.

As mudanças decorrentes do fim do padrão de Bretton Woods, que alteraram profundamente as relações internacionais e fluxos econômicos globais, legou também um sistema institucional que responde primariamente à lógica financeira. A expansão dessa lógica desenvolveu mecanismos que ampliaram significativamente a instabilidade do sistema, principalmente as consequências sociais dos momentos de crise. Todos os atores econômicos relevantes tem de se adaptarem à nova dinâmica, que é muito mais complexa. Stockhammer expõe o que está em debate da forma mais clara, ao afirmar que

“financialization has micro economic as well as macro aspects. In other words: financialization has transformed how economic actors (households, workers, firms and financial institutions) perceive of themselves, what goals they pursue and what constraints they face”<sup>58</sup>

Essa nova configuração, portanto, tem significativas consequências sociais. De forma geral, piorou a desigualdade em diversos países do mundo, centrais e periféricos, nas últimas décadas. Financeirização, desigualdade e a desvalorização do trabalho conjugam-se como aspectos de um mesmo processo de transformação. A financeirização transforma a lógica econômica, modificando os interesses da acumulação capitalista em direção à performance de curto prazo, ao modelo de gestão de risco individual e à exacerbação da ideologia neoliberal da competitividade individual. Um processo de financeirização caracteriza-se quando as políticas

---

<sup>58</sup> STOCKHAMMER, 2012, p. 40 apud FELIPINI, 2018. “Financeirização possui tanto aspectos microeconômicos quanto macroeconômicos. Em outros termos, financeirização transformou o modo como os atores econômicos (famílias, trabalhadores, empresas e instituições financeiras) se percebem, quais objetivos eles buscam e com quais restrições se defrontam.” (Tradução nossa)

e escolhas sociais são dominadas pela racionalidade das finanças, afetando até a vida cotidiana, para além do processo econômico.

O Brasil experimentou, por um breve momento, um conjunto de políticas que permitiram a valorização do processo de trabalho, com grande sucesso em suas consequências sobre o crescimento econômico, o emprego, a renda e a desigualdade. Tais mudanças reverteram-se nos últimos anos, em um processo intenso de crise econômica e social. As mudanças na política e na economia recentes representarão um desafio para o país. Em meio às mudanças que permitiram um modelo de crescimento virtuoso, no entanto, avançaram alguns aspectos do processo de financeirização na economia brasileira.

As transformações da financeirização são mudanças fundamentais na estruturação do patrimônio e da riqueza, na gestão da liquidez e dos juros, na interação desses movimentos com as finanças públicas, dentre outros aspectos. As alterações na temporalidade das operações dos mercados financeiros hodiernos permitiram decisões reversíveis, elevando a volatilidade sistêmica e ampliando os riscos de contágio por meio de expectativas, que afetam as decisões capitalistas. Não é um processo setor-específico, portanto, mas uma dinâmica que permeia as decisões econômicas de todos os agentes relevantes.

Conjuntamente, a adoção de diferentes graus de um regime de crescimento induzido pelas finanças em vários países levou a uma maior correlação entre diferentes classes de ativos e entre diferentes setores econômicos, ampliando a inter-relação nas economias, tanto entre setores como entre países ou blocos econômicos. Uma maior correlação tem os benefícios de maiores sinergias, mas também eleva o risco sistêmico da economia e amplia sua volatilidade, afetando, por outra via, o investimento produtivo, por meio da Eficiência Marginal do Capital, conforme descrito por Keynes.

Essa maior volatilidade prejudica especialmente os segmentos sociais menos integrados aos circuitos financeiros, acentuando ainda mais a desigualdade. A situação é ainda mais exasperadora quando o orçamento público está atrelado ao salvamento do sistema financeiro, com poucas ou nenhuma contrapartida social, em prejuízo da política social. Aprender as mudanças decorrentes das transformações econômicas é essencial para buscar um modelo social mais justo e mais claro.

## Referências Bibliográficas

**ANDREWS**, Edmund L. (2008). Greenspan concedes error on regulation. New York: *The New York Times*, 23 de outubro de 2008. Disponível em:

<<https://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html>>. Acesso em: 06 jan. 2020.

**ASSA**, Jacob (2016). The financialization of GDP and its implications for macroeconomic debates. New York: The New School for Social Research, out 2016. Working paper 10/2016.

\_\_\_\_\_. (2018). Finance, social value, and the rhetoric of GDP. *Finance and Society*. 30 nov 2018. v. 4, n. 2. pp. 144-158.

**BORSARI**, Pietro Rodrigo; **PRONI**, Marcelo Weishaupt (2019). Consequências da financeirização para os trabalhadores. IN: XXIV Encontro Nacional de Economia Política, 4 a 7 junho 2019, Vitória/ES.

**BRAGA**, José Carlos (1997). Financeirização global: o novo padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. IN: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: Uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes, 1997. pp. 195-242.

\_\_\_\_\_. (2009). Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. São Paulo: *Estudos Avançados*, 2009. v. 23, n. 65, pp. 89-102.

**BRESSER-PEREIRA**, Luiz Carlos; **PAULA**, Luiz Fernando; **BRUNO**, Miguel. (2019). Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil. Rio de Janeiro: Instituto de Economia- Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Texto para Discussão n. 22/2019.

**BRUNO**, Miguel; **DIAWARA**, H.; **ARAÚJO**, E.; **REIS**, A. C.; **RUBENS**, M. (2009). Finance-led growth regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Texto para Discussão n. 1.455.

\_\_\_\_\_; **CAFFÉ**, Ricardo. (2015). Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. IN: BRUNO, M. (Org.). *População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas (ENCE), 2015.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. (2017). Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. Campinas: *Economia e Sociedade*, v. 26, Número Especial, p. 1031-1068.

**CORRÊA**, Mariana Finello; **LEMOS**, Pedro de Medeiros; **FEIJÓ**, Carmem (2017). Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. Campinas: *Economia e Sociedade*, v. 26, Número Especial, p. 1127-1148.

**COSTA**, Fernando Nogueira da (2018). *Métodos de Análise Econômica*. São Paulo: Ed. Contexto, 2018.

\_\_\_\_\_. (2019) Era de Governo Neoliberal e Era de Intervenção Governamental: Sequência Cíclica em Capitalismo. Disponível em:

<<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2019/11/02/era-de-governo-neoliberal-e-era-de-intervencao-governamental-sequencia-ciclica-em-capitalismo/>> Acesso em: 12 nov 2019.

**COUTINHO**, Luciano; **BELLUZZO**, Luiz Gonzaga de Mello (1998). “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Campinas: *Economia e Sociedade*, jan 1998. v. 7. n. 2. pp. 244-464.

**DEDECÇA**, Claudio Salvadori (2007). A redução da desigualdade no Brasil: uma estratégia complexa. In: BARROS et ali (Org). *Desigualdade de renda no Brasil: uma análise da queda recente*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2007. v. 1. cap. 9. pp. 299-330.

\_\_\_\_\_. (2010). Trabalho, Financeirização e desigualdade. Campinas: Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP). Texto para Discussão n. 174.

\_\_\_\_\_. (2012). Desigualdade, mas de qual falamos? *Revista Brasileira de Economia Política*, v. 32, n. 1, jan-mar 2012, pp. 50-71.

**DIAWARA**, Hawa; **ESPINOLA**, Lourdes Arasy Benitez (2018). Financeirização do déficit público: estudo preliminar de uma hipótese de pesquisa aplicada ao caso brasileiro. IN: XXIII Encontro Nacional de Economia Política, 12 a 15 junho 2018, Niterói/RJ.

**FELIPINI**, André Rodrigues. (2018). *A literatura sobre financeirização a partir de uma abordagem bibliométrica (1992-2017): os (des)caminhos de um conceito*. Campinas: Instituto de Economia - Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP), 2018. Dissertação (mestrado).

**GALA**, Paulo (2017). *Complexidade Econômica: Uma Nova Perspectiva Para Entender a Antiga Questão da Riqueza das Nações*. Rio de Janeiro: Ed. Contraponto, 2017.

**GUTTMANN**, Robert (2017). Financialization revisited: the rise and fall of finance-led capitalism. Campinas: *Economia e Sociedade*, dez 2017. v. 26. Número Especial. pp. 857-877.

**KAY**, John (2015). *Other people's Money: The real business of finance*. Ed. PublicAffairs, 2015.

**LAPAVITSAS**, Costas (2011). Theorizing financialization. *Work, Employment & Society*, dez 2011, v. 25, n. 4, pp. 611–626.

**LAVINAS**, Lena (2015). Bolsa-Família e Bolsa-Banco: a financeirização do social. Rio de Janeiro: *Revista Insight Inteligência*, JUL/AGO/SET 2015, n. 70.

\_\_\_\_\_; **ARAÚJO**, Eliane; **BRUNO**, M. (2017). Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória. Rio de Janeiro: Instituto de Economia. Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Texto para Discussão n. 32/2017.

\_\_\_\_\_; **GENTIL**, Denise L. (2018). Brasil Anos 2000: A política social sob regência da financeirização. São Paulo: *Novos Estudos Cebrap*, v. 37, n. 02; mai-ago.

**MATTOS**, Fernando Augusto Mansor de (2015). Distribuição de renda no Brasil: Meio século de desigualdade (1960-2012). Rio de Janeiro: *Revista Insight Inteligência*, JUL/AGO/SET 2015, n. 70.

\_\_\_\_\_. (2017). O debate sobre distribuição de renda ao longo do processo de desenvolvimento econômico do Brasil. *Revista da ABET*, v.16, n. 1, Janeiro/Junho 2017.

\_\_\_\_\_; **NETO**, João Hallak; **OLIVEIRA**, Flaviana Candido; **MACHADO**, Danielli Carusi (2018). Auge e declínio dos indicadores do mercado de trabalho brasileiro: da Era Lulista à política econômica da “Ponte para o Futuro”. Florianópolis: *Revista NECAT*, v. 7, n. 13. pp. 28-52.

**PALLEY**, Thomas I. (2007). Financialization: what it is and why it matters. Washington, D.C.: The Levy Economics Institute. Bard College. Working Paper n. 525.

**PAULA**, Luiz Fernando de; **MEYER**, Tiago Rinaldi (2018). Financialisation and investment in Brazil in 1995-2017. IN: XI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 15 a 17 agosto 2018, Porto Alegre/RS.

**PIKETTY**, Thomas. (2014). *O Capital no século XXI*. Rio de Janeiro: Ed. Intrínseca, 2014.



**SESTELO**, José Antônio de Freitas; **CARDOSO**, A.M.; **BRAGA**, I.F.; **MATTOS**, L.V.; **ANDRIETTA**, L.S. (2017). A financeirização das políticas sociais e da saúde no Brasil do século XXI: elementos para uma aproximação inicial. Campinas: *Economia e Sociedade*, v. 26, Número Especial, p. 1097-1126.

**SOUZA**, Pedro H. G. Ferreira de (2018). *Uma história de desigualdade: A concentração de renda entre os ricos no Brasil, 1926-2013*. São Paulo: Ed. Hucitec, 2018.

**ZWAN**, Natascha van der (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, v. 12, n. 1, Janeiro, pág. 99-129. Disponível em: <<https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>> Acesso em: 18 set 2019.