

# **Financeirização como padrão sistêmico da riqueza: convergências, divergências e limitações sobre alguns conceitos de financeirização**

André Bologna de Castro Cardoso<sup>1</sup>

## **Resumo**

Uma das principais características do capitalismo atual é a financeirização. As finanças passaram a guiar o movimento da economia real, a partir das oscilações dos preços dos ativos financeiros. O arcabouço heterodoxo busca analisar esse fenômeno, porém, é possível apontar para divergências, convergências e limitações entre as correntes de pensamento e sua definição de financeirização. A depender da conceitualização desse conceito, diferentes interpretações sobre o impacto desse fenômeno no capitalismo, por exemplo, algumas vertentes apontam para o caráter “estagnacionista” da financeirização, enquanto outras ressaltam o potencial de crescimento e de volatilidade da economia capitalista, sujeitas a esse poder das finanças. O intuito de nosso artigo é analisar esses conceitos de financeirização, apontando eventuais limitações de algumas conceitualizações que contrapõe financeirização e crescimento econômico, ao contrário, buscamos mostrar que essa contraposição é simplória, de modo a financeirização pode potencializar o crescimento econômico capitalista, ao subordinar a economia real ao movimento especulativo das finanças, a volatilidade se torna cada vez mais intrínseca ao sistema econômico com um todo.

**Palavras-Chave: Heterodoxia; Financeirização; pós-Keynesianismo; Marxismo**

## **Abstract**

One of the main features of current capitalism is financialization. Finance began to guide the movement of the real economy, based on fluctuations in the prices of financial assets. The heterodox framework seeks to analyze this phenomenon, however, it is possible to point to divergences, convergences and limitations between currents of thought and their definition of financialization. Depending on the conceptualization of this concept, different interpretations of the impact of this phenomenon on capitalism, for example, some aspects point to the “stagnationist” character of financialization, while others emphasize the potential for growth and volatility of the capitalist economy, subject to this power of finance. The purpose of our article is to analyze these concepts of financialization, pointing out possible limitations of some conceptualizations that oppose financialization and economic growth, on the contrary, we seek to show, that this contrast is simplistic, in a way that financialization can enhance capitalist economic growth, by subordinating the real economy to the speculative movement of finance, volatility becomes more and more intrinsic to the economic system as a whole.

**Key-Words: Heterodox Economics; Financialization; Post-Keynesian Economics; Marxist Economics**

JEL: B50; F65; G00

## **Introdução**

O capitalismo pós-1970 sofreu diversas transformações, quando comparado ao período denominado de Bretton Woods (1945-1973). Isso porque, a partir dos anos 1980, as restrições

---

<sup>1</sup> Mestre em Economia Política pela PUC-SP e doutorando em Teoria Econômica no Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: andre.bccardoso@yahoo.com.br

impostas ao desenvolvimento das finanças e sua mobilidade internacional foram sendo paulatinamente eliminadas, seja pela própria força dos mercados - os quais passaram a buscar formas de suplantar tais “obstáculos” - seja por pressão de banqueiros e financistas e por ações governamentais<sup>2</sup>. Um dos principais fenômenos que emergem desse movimento do capitalismo é a chamada financeirização, em que o poder das finanças, via seus movimentos especulativos de mercado, torna a subordinar a atividade real.

Desse modo, uma parcela da literatura que aborda o tema aponta a existência de um conflito latente entre a esfera produtiva e financeira, em que esta suplanta a primeira, cuja consequência é a promoção do baixo crescimento econômico em comparação a épocas anteriores, notadamente, o período de Bretton Woods. Ao se reconhecer a importância crescente das finanças, especialmente, decorrente de novos instrumentos e ativos (como securitização e derivativos), os que essas correntes de interpretação sobre financeirização (como, por exemplo, a pós-Keynesianas e Marxista) procuram apontar é que as finanças exercem um papel central na dinâmica do capitalismo atual. Por outro lado, essas perspectivas ressaltam uma falsa dicotomia entre finanças e produção, como se, na lógica do capitalista, voltada para a acumulação de riqueza, não fosse possível combinar aquisição de ativos financeiros e produtivos. Se há avanços na compreensão da financeirização como um novo estágio do capitalismo, há, também, limitações na compreensão do fenômeno, por meio de uma caracterização simplista e dicotômica do fenômeno.

Adotando a visão de financeirização como um padrão sistêmico da riqueza, conforme Braga (2000), nosso intuito é analisar as diversas interpretações sobre o conceito e a origem da financeirização, apontando as suas limitações ao tratarem o fenômeno de modo simplório, como um mero deslocamento da dinâmica capitalista para esfera financeira em detrimento da produtiva, assim como outras perspectivas que apontam um caráter a-histórico da financeirização ao localizem-na em períodos anteriores à própria constituição do capitalismo. Nosso objetivo, portanto, é mostrar que a financeirização implica uma nova forma de acumulação de capital, a qual não, necessariamente, contrapõe ativos produtivos e ativos financeiros, mas, ao contrário, subordina as decisões de consumo e investimento à lógica financeira. Como forma de sustentar nosso argumento, compararemos a perspectiva de Braga (2000) com outras três: a primeira faz um recorte teórico, na qual caracteriza-se a

---

<sup>2</sup> Um dos trabalhos de referência sobre a liberalização das finanças é de Heillener (1994), o qual mostra, como ainda dentro do Regime de Bretton Woods, havia pressão para que as restrições fossem flexibilizadas e/ou eliminadas e qual o papel dos Estados Nacionais nessa abertura e liberalização das finanças.

financeirização como resultado do crescimento quantitativo das finanças na esfera econômica como um todo; a segunda é a perspectiva Marxista; e a terceira é a pós-Keynesiana. Dessa maneira, poderemos comparar semelhanças e diferenças, mas sempre buscando apontar para algumas limitações apresentadas por essas abordagens, ao tratarem, em vários momentos, a financeirização como algo simplório e não um fenômeno mais abrangente e totalizante.

Nosso artigo está dividido em quatro seções, além da introdução e conclusão. Na primeira, iniciaremos a discussão de financeirização como mero crescimento das finanças. Na segunda seção, apresentaremos a visão marxista sobre financeirização. Na terceira seção, sintetizaremos a perspectiva pós-Keynesianas sobre o tema. E por fim, na quarta, situaremos a corrente da “Financeirização como padrão sistêmico da riqueza”, concretizada em Braga (2000), na qual a financeirização é compreendida como um fenômeno mais amplo e complexo.

### **1. Financeirização como crescimento das finanças**

Não há um consenso sobre a utilização e definição mais precisa sobre o conceito de financeirização, isso porque, cada escola e autor opta por analisar alguma característica desse fenômeno, como o impacto das atividades financeiras sobre as empresas, por exemplo (van der Zwan, 2014). Uma primeira abordagem para a financeirização é aquela que aponta esse fenômeno como alteração na forma de acumulação de riqueza, ampliando os ativos financeiros em detrimento dos produtivos. Krippner (2005), ao analisar a economia norte-americana, propõe o conceito de financeirização nessa ótica: *“I define financialization as a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production”* (ibid, p.174). Em outra definição recorrente na literatura, a financeirização é entendida como o crescimento das finanças e de seus agentes: *“For us, financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”* (Epstein, 2005, p.3).

Em seu estudo de financeirização, a qual aponta esse fenômeno como uma forma de acumulação de capital baseada nas finanças, Krippner (2005) faz uma dupla análise sobre o impacto da financeirização sobre as empresas não-financeiras: primeiro, ela observa a fonte de recursos das empresas não-financeiras, com o intuito de ver um “efeito portfólio”, em que receitas advêm do mercado financeiro; e em segundo lugar, ela busca analisar onde se dá acumulação no aspecto setorial. No primeiro caso, ela desenvolveu uma taxa de renda de portfólio (renda com juros e outros instrumentos financeiros, dividendos e ganhos de capital)

sobre fluxo de caixa (lucros retidos mais depreciação). Os dados indicam um forte crescimento dessa taxa, indicando elevado grau de financeirização. Ela se mantém estável nos anos 1960-1970 e começa a crescer nos anos 1980, decaindo no começo dos anos 1990 e retomando para patamares mais elevados a partir de então. Isso mostra como as receitas financeiras das empresas não-financeiras têm crescido. A segunda métrica da apresentada pela autora tem como intuito ver em qual esfera são gerados os lucros da economia como um todo, e o que Krippner (ibid) nota é que o lócus de acumulação ocorre, de maneira muito mais significativa, no setor financeiro. O que ela mostra é que os lucros das empresas não-financeiras cresceram muito mais em relação aos fluxos de caixa, indicando o comportamento financeirizado, visto que os lucros, portanto, advém do segmento financeiro.

A conclusão de seu estudo é a de que a financeirização está associada com a geração de lucros, por meio de instrumentos financeiros, o que a análise empírica dela comprova, dada as duas medidas que ela apresenta. Ela não afirma que a financeirização não é uma nova fase do capitalismo, pois seria necessária uma análise mais longa, em termos de períodos. Ela aponta que a longevidade da financeirização parece indicar uma nova fase. Contudo, nesse primeiro estudo (Krippner, ibid) que apresentamos, apesar de olhar um aspecto importante da financeirização (impacto das as empresas não-financeiras), a sua concepção do fenômeno é limitada. Será que a financeirização é mera mudança na forma de acumulação, saindo de ativos produtivos para ativos financeiros? Além disso, essa definição de financeirização possuem um caráter a-histórico, pois, em qualquer momento histórico em que a acumulação estivesse voltada para as finanças, então, teríamos um capitalismo financeirizado?

As concepções de financeirização como crescimento do papel das finanças possuem um caráter a-histórico, pois não captam o que é específico a esse fenômeno (Sawyer, 2013). Desse modo, em qualquer momento histórico, no qual haja predominância das finanças, em termos quantitativos, em relação à produção de mercadorias, observar-se-ia fenômeno de financeirização. Isso é problemático, pois, em qualquer momento histórico em que houve maior acumulação na esfera financeira em relação à produção, a financeirização seria perceptível.

## **2.A visão marxista**

A perspectiva marxista deixa de lado esse caráter a-histórico e mais genérico de financeirização. As mudanças no capitalismo, a partir da década de 1970, envolvem uma tríade: neoliberalismo, globalização e financeirização, a qual, é considerada o elemento dominante. A questão, desse modo, é entender se o capitalismo entrou em uma nova fase (Foster, 2007):

Yet, financialization is now increasingly seen as the dominant force in this triad. The financialization of capitalism—the shift in gravity of economic activity from production (and even from much of the growing service sector) to finance—is thus one of the key issues of our time (ibid, p.1).

Ainda segundo Foster (2007), a financeirização é caracterizada por um sistema híbrido entre capitalismo monopolista e o capitalismo financeiro, denominado por ele de capitalismo monopolista-financeiro, o qual se espalhou dos EUA para o resto do mundo. Essas mudanças são profundas, mas não se referem a um novo estágio do capitalismo, pois o problema da acumulação capitalista na produção continua a mesmo<sup>3</sup>. Lapavitsas (2009), seguindo essa mesma lógica, argumenta que para se analisar a financeirização é necessário entender as relações e correlações, dentro da acumulação de capital, entre os diversos setores da economia, como indústria, empresas, trabalhadores, e instituições financeiras. A financeirização, na visão do autor, é uma decorrência de mudanças de forças e nas relações de produção em consonância com alterações institucionais da acumulação capitalista. Desse modo, ele a define como uma alteração na esfera onde se acumula capital, saindo do setor produtivo para o setor financeiro, de modo que as finanças se expandem muito mais rapidamente e em maior volume do que a produção.

Against a background of hesitant productivity growth, and spurred by new technology and associated labour practices and skills, the sphere of finance has been able to expand faster than production. In doing so, finance has generated new sources of profitability for the capitalist class as a whole. These new avenues of profit-making are a vital feature of financialisation, and are particularly important in the context of sluggish productivity growth (ibid, p.106).

Foster (2007) segue a mesma lógica de Lapavitsas e aponta a financeirização como maior acumulação das empresas na órbita financeira:

For the owners of capital the dilemma is what to do with the immense surpluses at their disposal in the face of a dearth of investment opportunities. Their main solution from the 1970s on was to expand their demand for financial products as a means of maintaining and expanding their money capital. On the supply side of this process, financial institutions stepped forward with a vast array of new financial instruments: futures, options, derivatives, hedge funds, etc. The result

---

<sup>34</sup>I will argue that although the system has changed as a result of financialization, this falls short of a whole new stage of capitalism, since the basic problem of accumulation within production remains the same. Instead, financialization has resulted in a new hybrid phase of the monopoly stage of capitalism that might be termed “monopoly- finance capital” (Foster, 2007, p.1).

was skyrocketing financial speculation that has persisted now for decades (ibid, p.3).

Mais importante do que a caracterização de financeirização, na perspectiva marxista as causas desse fenômeno são fundamentais. Segundo Foster (2007), nas estruturas empresariais monopolistas, as grandes empresas visam a elevação dos lucros, mas, ao mesmo tempo, reduzem a demanda, portanto, a própria capacidade de investimento. Ou seja, diante de um cenário de lucros acumulados mais altos, mas com poucas oportunidades lucrativas de investimentos, as empresas se questionam sobre o que fazer com essa poupança retida. A solução encontrada para valorizar esse capital foi a sua alocação na órbita financeira, o que foi potencializado pelo desenvolvimento de novos instrumentos financeiros<sup>4</sup>.

Faced with a shortage of investment outlets, the surplus capital available to corporations and the wealthy increasingly owed into the nancial sector looking for speculative opportunities unrelated to the production of use values. Financial institutions found ways to absorb this increased demand for speculative outlets by supplying an alphabet soup of exotic instruments—all sorts of repackaged futures, options, derivatives, and money-market schemes, leveraged by evergrowing mountains of debt (Magdoff e Foster, 2014, p.4-5).

Os anos 1970 são apontados como o período em que se inicia a estagnação econômica, especialmente, nos Estados Unidos, de modo que as empresas passam a buscar rentabilidade no setor financeiro para compensar a falta de oportunidade produtiva. Essa expansão para o setor financeiro foi possibilitada pelas transformações ocorridas, como a revolução tecnológica e desregulamentação financeira (Lapavitsas, 2009).

In short, and speaking broadly, financialisation is the outcome of developments in the forces and relations of production coupled with changes in the institutional and legal framework of accumulation. It represents a systemic transformation of the capitalist economy and as such it has had profound implications on social life (ibid, p.107).

O capitalismo monopolista-financeiro é uma forma de contornar a estagnação existente. Ou seja, a estrutura é oligopolista, mas, agora, com um foco financeiro para superar os entraves existentes na esfera da produção, o que é resultado dessa própria estrutura (Foster, 2007). Nesse ponto visão “marxista” se contrapõe à pós-Keynesiana, conforme veremos a seguir: é a

---

<sup>4</sup> “For the owners of capital the dilemma is what to do with the immense surpluses at their disposal in the face of a dearth of investment opportunities. Their main solution from the 1970s on was to expand their demand for nancial products as a means of maintaining and expanding their money capital. On the supply side of this process, financial institutions stepped forward with a vast array of new nancial instruments: futures, options, derivatives, hedge funds, etc. The result was skyrocketing nancial speculation that has persisted now for decades” (Foster, 2007, p.3).

estagnação que leva ao movimento de financeirização, e não o contrário, tal como na segunda perspectiva. Lapavistas (2009) avança a discussão de financeirização ao incorporar outros elementos como o consumo e o papel dos bancos comerciais. Segundo ele, a novidade desse momento histórico é que, em primeiro lugar, o consumo das famílias se tornou financeirizado; e segundo lugar, os bancos comerciais foram se tornando bancos de investimentos, envolvendo-se na mediação do mercado financeiro. É claro que isso gera bolhas, visto que, se o endividamento é maior e os salários estão estagnados, a validação desses créditos precisam vir de aumento de preços em outras áreas, como nas casas. Além do mais, a política neoliberal induziu que a poupança das famílias fosse destinada a fundos de pensão. Para os bancos comerciais e bancos de investimentos, isso representa possibilidades de lucro, por meio da mediação entre esses fundos e os mercados financeiros.

Foster e Magdoff (2014), partindo da mesma perspectiva, também, apontam para o caráter financeirizado do consumo, especialmente, pelo aumento do endividamento e do efeito-riqueza, gestado pela aquisição de ativos financeiros no portfólio das famílias. Desse modo, eles apontam que a expansão do endividamento por meio da aquisição desses ativos financeiros especulativos – seja por parte das famílias como de empresas – em comparação com a atividade produtiva ou a economia real, é o que caracteriza a financeirização desde os anos 1980<sup>5</sup>.

Apesar dos avanços na discussão, principalmente, no que se refere ao caráter histórico das transformações ocorridas no âmbito das finanças e ao introduzir o comportamento financeirizado do consumo, essa perspectiva marxista coloca a dicotomia entre expansão financeira e estagnação produtiva, cuja causalidade da relação é da segunda para a primeira, de modo que a financeirização se apresenta como resultado da busca por lucros na esfera financeira. Por mais que se avance na concepção anterior, cujo caráter da financeirização é a-histórico ou muito simplório, ainda reside nessa visão um caráter antagônico entre finanças e produção.

### **3.Perspectiva pós-Keynesiana de financeirização**

---

<sup>5</sup> “To the impetus provided by the wealth effect, stimulating consumer demand among the wealthy, could be added the increase in personal debt—home mortgages, car loans, credit cards, student debt—that allowed enhanced spending in the face of stagnating real income for most workers. Debt of all types (small amounts of which are of course necessary to keep the system functioning smoothly) became one of the major supports for economic growth, increasing from about 150 percent of GDP in 1980 to over 350 percent of GDP just before the Great Recession began. During the same period household debt rose from about 45 percent to 95 percent of GDP. The vast expansion of debt leverage for the increase of speculative instruments, out of all proportion to the underlying “real economy,” constituted the essence of the financialization process taking place in these years” (Magdoff e Foster, 2014, p.5).

O arcabouço pós-Keynesiano parte do conceito de financeirização como um regime de crescimento econômico liderado pelas finanças, ou seja, “*finance-led*”. Palley (2007) inicia sua análise sobre o fenômeno, a partir da conceitualização de Epstein (2005) sobre financeirização, mas, aprofunda-a, mostrando as principais características desse fenômeno são: a) maior importância do setor financeiro em relação ao setor real; b) transferência de renda do setor real para o setor financeiro; c) aumento da desigualdade de renda e estagnação salarial<sup>6</sup>. A financeirização, conforme argumenta Palley (ibid), está associada ao baixo crescimento econômico, assim como ao aumento da fragilização financeira, especialmente, por meio do aumento no endividamento.

Kregel (2017) argumenta que a financeirização refere-se ao desenvolvimento do capitalismo como parte do processo de desregulamentação e liberalização financeira ocorrido nos anos 1980, permitindo alavancar empréstimos e aumentar negociações com uma ampla variedade de ativos financeiros. Este autor se utiliza do conceito de economia monetária de produção, tal como desenvolvido por Keynes, e aponta que a produção de bens necessita, ao mesmo tempo, da criação de liquidez para financiá-la. A questão-chave é para onde será direcionada o excesso de liquidez criado: se para a aquisição de ativos produtivos ou financeiros. A financeirização, desse modo, para este autor, afeta a própria escolha de portfólio dos agentes, de modo que, como os ativos financeiros se tornam mais rentáveis do que os ativos fixos, de modo que há maior preferência pela liquidez, visto que os primeiros, além de possuírem maior rentabilidade, geram retornos em um prazo mais curto e com menor risco do que os ativos de investimentos, cujos retornos são a curto prazo e com alta probabilidade de perdas.

Guttman (2008) argumenta que a financeirização é um novo tipo de capitalismo, dirigido pelas finanças (*finance-led capitalism*). Dado seu caráter amplo, a financeirização abarca diversos fenômenos, como a) maximização de valor ao acionista<sup>7</sup>, na qual as empresas elevam o pagamento de dividendos em detrimento do investimento produtivo; b) piora na redistribuição de renda, com crescimento das rendas financeiros e estagnação salarial, a qual é compensada

---

<sup>6</sup> “*In sum, the era of financialization has been marked by (1) a slight shift in income toward capital, (2) a change in the composition of payments to capital that has increased the interest share, and (3) an increase in the financial sector’s share of total profits*” (Palley, 2007, p.14).

<sup>7</sup> “O rápido crescimento dos assim chamados investidores institucionais no último quarto de século transformou-os nos acionistas principais de grandes empresas em todo o mundo. Eles normalmente utilizam o direito de propriedade para impor uma lógica financeira arraigada em rendimentos trimestrais por ação como indicador de desempenho, uma lógica que permeia as diretorias e normas de governança corporativa. Sujeitos desta maneira à pressão intensa do mercado, os gerentes priorizam os resultados em vez de atividades de longo prazo, que seriam muito mais produtivas para o crescimento” (Guttman, 2008, p.12-13).



com endividamento das famílias; além do mais, ele aponta c) outras transformações nas finanças, tais como emergência de grandes investidores institucionais, novos instrumentos, etc, de modo que houve uma transformação qualitativa das finanças.

O ponto fundamental dessa interpretação pós-Keynesiana de financeirização está no conflito entre investimento produtivo e financeiro. No capitalismo liderado pelas finanças, esse processo de obtenção de ganhos nos mercados financeiros, por parte das empresas, se torna central, visto que é possível elevados retornos de ganhos de capital, independentes do que ocorre no setor produtivo (Guttman, 2016, cap.3). Esse movimento independente dos ativos financeiros em relação à atividade produtiva é denominado de fictício ou capital fictício e é característica central na financeirização.

Em outras palavras, o capitalismo dirigido pelas finanças tem dado prioridade ao capital fictício, cujos novos contornos, como derivativos ou valores mobiliários lastreados em ativos, estão a vários níveis de distância de qualquer atividade econômica real de criação de valor. Nessa esfera, o objetivo principal é negociar ativos em papel de forma lucrativa para obter ganhos de capital, uma atividade mais bem definida como especulação (ibid, p.22).

Essa perspectiva pós-Keynesiana se diferencia da primeira abordagem de financeirização, pois ela aponta esse fenômeno como algo histórico, cujas transformações no capitalismo contemporâneo são qualitativas e não, meramente, quantitativas. O desenvolvimento de novos instrumentos financeiros (como derivativos e securitização) e novos agentes (investidores institucionais, *shadow banks*) alteram não apenas a forma de financiamento, mas a relação entre os diversos agentes na economia (trabalhadores, capitalistas, investidores financeiros, bancos), o que, por sua vez, altera a dinâmica econômica. A maximização de valor do acionista só se tornou predominante com a emergência de grandes fundos de investidores que passaram a controlar parcelas importantes de grandes empresas, assim como para o consumo baseado em endividamento por parte das famílias, a aquisição de ativos financeiros e imobiliários por parte destas e o intenso processo de securitização<sup>8</sup>, realizado pelos bancos, foram movimentos importantes.

Por outro lado, a perspectiva pós-Keynesiana diverge da Marxista no que se refere à causalidade da financeirização. Não foi a estagnação dos lucros ocorrida nos anos 1970 que

---

<sup>8</sup> Securitização é processo em que os bancos transformam um volume de crédito às famílias em títulos a serem negociados nos mercados financeiros. Para os bancos, isso é importante, pois o risco de inadimplência diminui, visto que este fica com o portador do título. Isso permite que o banco possa realizar maior número de empréstimos, inclusive para pessoas, cujo risco de crédito é alto.

levou às empresas a mudarem seu foco para as atividades financeiras, mas foram as transformações ocorridas nos anos 1970-1980 que levaram ao desenvolvimento da financeirização. Kregel (2017) argumenta que o processo de financeirização é decorrente do processo tanto de desregulamentação financeira ocorrida nos anos 1980 (nos Estados Unidos liderado por Reagan), mas, também, do próprio movimento de instituições financeiras de buscarem novas formas de obterem ganhos, via inovações financeiras. Guttman (2016, cap.3), também, ressalta a importância de inovações financeiras, como derivativos, os *commercial papers*, os fundos de investimentos, e a desintermediação financeira como características fundamentais para o desenvolvimento de um sistema econômico financeirizado.

Portanto, diferentemente da perspectiva marxista apresentada, o movimento é o contrário: as inovações financeiras, como um processo natural das instituições financeiras em contornarem as regulações para obtenção de maiores retornos, associado ao processo de desregulamentação financeira, realizada nos anos 1980, em especial nos países Anglo-Saxões, levaram à existência de novas normas de financiamento, de rendimento e de relações entre os agentes, em que o centro estão as finanças. Ainda que ambos caminhem juntos, e não haja uma causalidade bem definida, a perspectiva pós-Keynesiana coloca essas transformações políticas e econômicas como causas da financeirização, as quais, por sua vez, alteram as decisões de investimento e consumo.

A perspectiva pós-Keynesiana deixa muito claro a financeirização como um processo histórico, em que ocorrem transformações qualitativas nas finanças e na própria dinâmica econômica. Porém, um ponto negativo dessa abordagem é ainda a presença da noção conflitual entre investimento e finanças. Kregel (2017), partindo de Keynes, procura deixar de lado essa dicotomia ao ressaltar que sem a expansão da liquidez, não é possível realização de grande volume de investimentos, necessário ao capitalismo. Porém, ele mesmo coloca que a capacidade do sistema financeiro em criar liquidez fictícia levou à apropriação e destruição do valor das empresas industriais e do investimento real:

(...) it is here argued that the ability of the financial system to create fictitious liquidity ab nihilo led to the appropriation and destruction of shareholder value for industrial corporations and the decline in real investment (ibid, p.887).

Guttman (2017) argumenta que, levando consideração a maximização de valor ao acionista, horizonte das empresas passou a estar voltado para ganhos no curto prazo e não mais para outros objetivos, como, por exemplo, o investimento de longo prazo, aumento de participação no mercado e etc. Ou seja, as empresas passaram mais a ganhar com manipulações financeiras

do que com o investimento em capital fixo ou em inovações. Desse modo, esse autor, ainda deixa nas “entrelinhas” que a financeirização, além de seu caráter instável, resulta na dicotomia entre investimento e finanças, sendo a primeira suplantada pela segunda.

Em um modelo econométrico, Stockhammer (2004) procura apontar a financeirização como causa do baixo crescimento econômico nas economias desenvolvidas, a partir dos anos 1980. Ele parte do conceito de financeirização como a maior atuação das empresas não-financeiras nos mercados financeiros<sup>9</sup>. Segundo este autor, a financeirização está atrelada a um movimento de mudança de poder na estrutura interna da firma. A sua análise, portanto, se baseia na Teoria da Firma Pós-Keynesiana, na qual a empresa é composta por diversos agentes: trabalhadores, gerentes/administradores, e os rentistas/ou acionistas. No atual momento do capitalismo, o interesse dos gerentes está associado ao dos acionistas, os quais preferem a distribuição de dividendos e, não, necessariamente, o crescimento da firma<sup>10</sup>.

A hipótese apresentada por Stockhammer (ibid) é de que a financeirização contribuiu para queda da acumulação após o período de “Era de Ouro”. Devido a mudanças institucionais na gestão das empresas, elas se tornaram mais rentistas e voltadas para ganhos financeiros. As empresas deixaram de lado o objetivo de crescimento para atuarem mais nos mercados financeiros. Dentro do modelo, o autor adota uma firma representativa, geralmente, uma firma de tamanho médio e grande. Como indicador da financeirização, ele utiliza a renda proveniente da taxa de juros e dividendos das empresas não-financeiras dividido pelo seu valor agregado. Ou seja, vê-se a participação da renda dos rentistas sobre o setor não-financeiro (RSNF), em que o numerador reflete a renda rentista, caracterizando um tipo de investimento financeiro em detrimento do investimento produtivo. Para controlar a questão da financeirização, o autor controla o investimento por outras variáveis, como o efeito acelerador, e o custo de capital. A equação do investimento é:

$$ACCU = f(CAPUT, PS, CC, RSNF) \quad (1)$$

---

<sup>9</sup> “Financialisation is a recent term, still ill-defined, which summarises a broad range of phenomena including the globalisation of financial markets, the shareholder value revolution and the rise of incomes from financial investment. For the purpose of this paper, financialisation will be narrowly defined as the increased activity of non-financial businesses on financial markets, and it will be measured by the corresponding income streams” (Stockhammer, 2004, p.720).

<sup>10</sup> Ao contrário do período Fordista, em que, diante da pulverização do controle acionário, os gerentes tinham “maior liberdade”

Os sinais esperados são:  $CAPUT > 0$ ,  $OS > 0$ ,  $CC < 0$ ,  $RSNF < 0$ , em que ACCU é acumulação de capital, CAPUT é grau de utilização da capacidade, OS é o *profit share*, CC é o custo de capital, RSNF é a renda rentista no setor não-financeiro. Os resultados obtidos confirmam a hipótese de que financeirização é uma das causas da desaceleração da acumulação, especialmente, na França, Estados Unidos e, em menor medida, no Reino Unido. Apenas para o caso da Alemanha – o padrão de investimento alemão estaria muito mais ligado à economia real - isso não é verificado. No caso do Reino Unido, o impacto não é grande nem tão significativo, pois já era uma região que vinha crescendo muito pouco desde os anos dourados.

Orhangazi (2008) assume como financeirização como aumento do poder e da significância das instituições financeiras e seus agentes na economia moderna. Este autor busca analisar como a maximização de valor ao acionista impacta as empresas não-financeiras. Para tanto, ele aponta dois canais: a) as oportunidades mais rentáveis no setor financeiros mudam o comportamento dos gerentes, os quais se voltam para esses ativos em detrimento do investimento produtivo. E b) o aumento no pagamento de rendas financeiras reduz os fundos internos disponíveis para realização de investimentos. No primeiro canal, ele argumenta que nos EUA, no período dos últimos quarenta anos, houve um aumento significativo da taxa dos ativos financeiros/ativos não-financeiros, assim como da relação rendas financeiras sobre os fundos internos. Consequentemente, quando o setor financeiro oferece retornos mais atrativos do que os de investimento produtivo, então, os recursos passam a ser direcionados ao setor financeiro. Portanto, há um *crowding out* entre finanças e produção<sup>11</sup>, haja visto que, com a financeirização, as firmas não-financeiras passaram a ter um comportamento curto-prazista.

No que se refere ao segundo canal, de outro lado, conforme aponta o autor (ibid), a taxa de pagamento de rendimentos financeiros (*payout*) – para pagamento de juros, dividendos e recompra de ações – se elevou nos EUA. As empresas passaram a reduzir a emissão de ações (oferta) e fomentaram a demanda, via recompra de ações, o que impulsionou o preço delas. A estratégia das empresas passou a ser a da maximização de valor ao acionista, seja ampliando o preço das ações, seja aumentando o pagamento de dividendos. Diante do pagamento crescente de rendas financeiras, os lucros retidos caem, o que diminui a acumulação de capital. Essa

---

<sup>11</sup> “The predominance of the portfólio view of the firm by the managment as well as by financial markets, together with hostile product market conditions that held the profit rate of real assets down, created short-termism on the parte of the NFC management that slowed down the rate of capital accumulation in the USA compared with the ealier periods” (Orhangazi, 2008, p.868).

lógica prejudica o desempenho de longo prazo das firmas<sup>12</sup>. O autor propõe uma função investimento:

$$\frac{I}{K} = f(\pi; , S, D, P, \pi^F) \quad (2)$$

Sendo  $\pi$  os lucros; S as vendas; D dívida de longo prazo; P pagamento financeiros;  $\pi^F$  os lucros financeiros. Espera-se que o investimento esteja associado positivamente aos lucros e às vendas. O sinal da variável da dívida depende do que é considerado um nível de dívida segura, enquanto o da financeirização é indeterminado, a princípio. Pelo lado real, conforme explica o autor (ibid), do investimento. Se os fundos internos são utilizados como base, níveis passados de lucros retidos as oportunidades de crescimento das firmas dependem da oferta e demanda. Lucratividade e demanda são dois elementos que restringem o crescimento das firmas. É óbvio que se nenhuma empresa espera lucros, ela não irá investir, portanto, uma variável importante é a lucratividade esperada. De outro lado, para se analisar o impacto da demanda, a variável mais próxima para grau de utilização da capacidade é taxa vendas sobre o capital.

Pelo lado do pagamento de rendas financeiras, Orhangazi (ibid) aponta que, ele por si só não possui nenhum resultado de antemão sobre investimento. Um aumento no pagamento de dividendos, ou de rendas financeiras significa, de um lado, maior credibilidade no mercado. Isso pode fazer com que o financiamento se torne mais amplo e mais barato para as empresas. Portanto, alta taxa de *payout* pode significar um impacto positivo sobre o investimento. Contudo, por construção, o impacto é negativo, visto que, em virtude disso, as empresas precisam ser mais cuidadas a curto prazo para que elas não falhem em elevar a taxa de retorno de suas ações, o que, conseqüentemente, reduz os incentivos a investir produtivamente.

Outra variável incluída no modelo de Orhangazi (ibid) é o nível de endividamento (dívida sobre capital próprio). Em teoria, isso estaria associado ao aumento na fragilidade financeira, o que teria impacto negativo sobre o investimento. A relação entre endividamento e investimento depende do que a firma considera como um nível seguro de endividamento. Se o endividamento está acima desse nível seguro, o impacto sobre o investimento é negativo. Inclusive, há uma redistribuição de renda para os credores, de modo que se, no futuro, as rendas das empresas não forem suficientes para honrar essas obrigações (*à la* Minsky), então as firmas vão à

---

<sup>12</sup> “In order to protect themselves and to please the shareholder, corporations have to maintain a minimum return in equity, for which they have to distribute dividends or buy back their own stocks. As a result, not only is the share of firm funds devoted to real investment reduced, but if buybacks are financed by borrowing, then corporations may also increase their indebtedness and become more constrained by banks” (Orhangazi, 2008, p.870).

falência, ou seja, elas perdem autonomia na gestão do fluxo de caixa. E por fim, por hipótese do autor, um aumento nos lucros financeiros pode servir como fonte para se elevar os fundos internos das empresas, o que teria um impacto positivo sobre o investimento. Se, no momento futuro, a taxa de lucro dos ativos financeiros cai abaixo do lucro no investimento real, as firmas podem utilizar seus lucros financeiros para financiar o investimento produtivo no futuro<sup>13</sup>.

Os resultados econométricos indicam que, no caso das variáveis reais, como lucros e vendas, elas possuem o sinal esperado e são significativas, ou seja, afetam positivamente o investimento. O impacto das vendas é mais forte sobre as firmas pequenas manufatureiras ou não. A variável lucro é mais forte para as empresas grandes. No caso do endividamento, o resultado é negativo e estatisticamente significativo para o investimento. Isso confirma a hipótese de fragilidade financeira conforme se aumenta a alavancagem. Contudo, o endividamento de longo prazo possui um impacto positivo, ainda que pequeno, para as empresas manufatureira grandes, mas seu impacto é não-significativo. De modo geral, o endividamento de longo prazo possui impacto negativo sobre o investimento.

Em terceiro lugar, observa-se a taxa de *payouts*. O resultado é negativo, como esperado, mesmo para empresas pequenas e grandes, o sinal não muda. Portanto, o aumento de pagamentos financeiros reduz o investimento produtivo, seja pela queda nos fundos internos, seja pelo comportamento curto-prazista. Como o autor (ibid) aponta, não há espaço para qualquer impacto positivo. E por fim, os impactos dos lucros financeiros, os dados apresentados indicam que os coeficientes são negativos e estatisticamente significativos, o que dá suporte à teoria da financeirização. Como o autor (ibid) conclui, a financeirização afeta negativamente o investimento.

To sum up, I find Strong evidence that financialisation has negative effects on firm investimento behaviour, especially for large firms. The financial payout variable has negative and staisically significant coeficientes for almost all specifications and the financial income variable has negative and significant coefficients for the larger firms. These results provide the first firm-level evidence regarding the potential negative effects of financialisation on investimento (Orhangazi, 2008, p.882).

---

<sup>13</sup> “According to the financing constraint hypothesis, any income, wheter from financial or real sourcer, would contribute to the internal funds of the firm and hence its effect on investment should be positive. If, the future, the profit rate on financial assets falls below the profit rate on real assets, firms may use their income from current financial operations to finance their future real investimento projects. In this case, past financial incomes can be positively correlated with the level of current capital expenditures” (Orhangazi, p.875).

Onaran, Stockhammer e Graftl (2011), tal como os demais autores, partem do conceito de financeirização como um fenômeno que engloba diversos elementos, como desregulamentação financeira, novos instrumentos financeiros, aumento da dívida das famílias, orientação para o valor do acionista, modelo bancário de originar e distribuir, e aumento espetacular do setor financeiro e dos investimentos financeiros. O objetivo do artigo é ver como essas mudanças provocadas pela financeirização afetam a demanda agregada nos Estados Unidos.

Os resultados econométricos encontrados pelos autores (ibid) apontam uma redistribuição a favor dos rentistas como dos capitalistas gera um efeito negativo sobre o consumo, contudo, um efeito secundário ocorre quando a distribuição de renda dos capitalistas para os rentistas gera um efeito positivo sobre o consumo. O efeito positivo da riqueza financeira e imobiliária, também, levam ao aumento do consumo. De outro lado, a distribuição de renda em favor dos rentistas reduz o investimento, devido à diminuição de fundos internos disponíveis às empresas. De outro lado, efeito de aumento no *profit share* não-rentista possui impacto positivo sobre investimento. Mas esse efeito geral é modesto, de modo que a economia é moderadamente *wage-led*. De modo geral, a financeirização gera impactos negativos sobre a demanda da economia. Nesse sentido, uma redistribuição negativa para os trabalhadores, u o consumo sendo baseado em dívidas e bolhas financeiras e imobiliárias, e crescimento puxado por pouco investimento produtivo. Segundo eles, foi esse movimento que acabou levando à crise de 2007-2008. Por isso, os autores propões que políticas de redistribuição de renda em favor dos assalariados podem garantir um crescimento mais sustentado.

Nesse sentido, a perspectiva pós-Keynesiana avança no entendimento da financeirização como um movimento histórico, tal como a Marxista, e como resultado de mudanças políticas e econômicas, as quais levaram ao desenvolvimento de novos instrumentos, novos atores e mudanças nas relações entre os agentes. Por outro lado, ela se limita ao apontar dicotomia latente entre estagnação do investimento e avanço das finanças, como se esta impedisse a primeira de ocorrer. Isso porque, especialmente, no que se refere aos modelos econômicos e empíricos, o enfoque está apenas no aspecto da orientação de maximização de valor ao acionista, como se este fosse a principal (ou a mais dominante) característica da financeirização, por isso, as firmas, ao focarem seus esforços em gerar dividendos e lucros a curto prazo tendem a reduzir os seus investimentos, o que configuraria um caráter “estagnacionista” financeirização.

#### **4.Financeirização como padrão sistêmico da riqueza**

As concepções sobre financeirização, conforme apresentadas acima, apontam para uma direção, na qual há uma clara contraposição entre atividade real e financeira, com a primeira suplantando a segunda, como resultado de um processo de transformações mais gerais no capitalismo, principalmente, com o aparecimento de novos atores (investidores institucionais) e novos instrumentos e ativos financeiros (derivativos e securitização). Porém, nossa definição de financeirização segue a adotada por Braga (2000, cap.3, parte II), Coutinho e Belluzzo (1998) e Oliveira (2009), para os quais a financeirização não implica na contraposição entre o lado financeiro e o lado real, mas, ao contrário, são os movimentos financeiros que passam a determinar as atividades de consumo e investimento. Portanto, não há **contradição necessária** e sim subordinação das decisões produtiva à lógica financeira.

Braga (2000, cap.3, II) aponta que, após a Idade de Ouro do Capitalismo (1945-1973), configura-se uma nova morfologia no capitalismo, na qual a financeirização é o padrão sistêmico da riqueza. Sua manifestação mais aparente se dá na crescente defasagem entre os valores dos papéis representativos da riqueza (ativos financeiros) e o valor dos bens e serviços necessários à reprodução da vida material e social. A financeirização é um padrão sistêmico, porque afeta as estratégias de todos os agentes e em todos os setores.

Financialization, as systemic pattern of wealth, 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, as well as leading to crises (Braga et al, 2017, p.830).

A principal característica relacionada a esse novo padrão sistêmico da riqueza advém de mudanças na natureza do dinheiro, do crédito, do patrimônio, na gestão dos Bancos Centrais, na emergência de corporações produtivas com finanças, circulação ampliada do capital em nível global e etc. Sob o ponto de vista nacional, o padrão de riqueza típico é institucionalizado pelos Estados Unidos, por meio da concorrência acirrada nos mercados de crédito e de capitais, os quais estão interligados pela securitização. Cada vez mais, o sistema monetário americano é caracterizado por ativos financeiros e menos em moeda e reservas bancárias. No plano internacional, esse padrão de riqueza se apresenta no mercado de capitais mundialmente integrado (ações, títulos e etc), o que impacta taxas de juros e taxas de câmbio ao redor do planeta (Braga, 2000, cap.3 parte 2).

Como o valor com os quais os investidores institucionais operam são elevados, pequenas mudanças no portfólio podem fazer com que os preços – seja de juros, câmbio ou mesmo das ações - oscilem fortemente. As empresas e famílias, ao adquirirem ativos financeiros fazem



com que as decisões de consumo e investimento estejam subordinadas (mas não em contradição) ou respondem às variações de valor do estoque de riqueza, de maneira que desempenho da economia como um todo seja afetado (no sentido dos ciclos). Isso faz com que os efeitos-riqueza, decorrente da oscilação de preços dos ativos, sejam intensificados. (Coutinho e Belluzzo, 1998; Oliveira, 2010).

As decisões de portfólio dos investidores institucionais passam, pois, a desempenhar o papel de formadores de preços no mercado de ativos, ditando o compasso das expectativas dos demais agentes do sistema. A lógica de alocação de portfólio desses agentes não guarda necessariamente sintonia com a lógica do processo de reprodução do capital no circuito D-M-D'. Paradoxalmente, contudo, as decisões de portfólio orientadas sob uma lógica e uma temporalidade de valorização subjugadas ao circuito fictícia, D-D', influenciam as decisões de gastos e as expectativas dos agentes, implicando mudanças significativas na dinâmica sistêmica (Oliveira, 2009, p.743).

As mudanças nos preços dos ativos geram impactos sobre decisões dos agentes econômicos: primeiro, ampliou-se o leque dos agentes que precisam levar em conta à variação de preço dos ativos; em segundo, o efeito riqueza se tornou mais potente, implicando em fortes flutuações sob o consumo e investimento. O consumo, dessa forma, deixa de ter um componente estável, de tipo keynesiano (baseado na renda corrente). Os consumidores podem se alavancar mais, pois há percepção de aumento da riqueza, diante da elevação dos ativos financeiros, permitindo com que eles possam obter mais crédito – visto que o lastro para tomar novas dívidas se eleva. Os consumidores podem assim sustentar gastos mais elevados por meio do endividamento, sendo este calculado não sobre a renda corrente, mas sobre a expectativa de valorização dos ativos (Coutinho e Belluzzo, 1998).

De outro lado, as decisões de investimento sofrem tripla influência: 1) aumento do consumo leva ao aumento da eficiência marginal do capital no setor de bens de consumo; 2) aumento do patrimônio líquido – aumento do valor de mercado da empresa (via aumento das ações) permite ampliar o endividamento da empresa, de modo que a relação dívida/capital próprio, mesmo diante de um cenário de crescentes investimentos, se mantém estável; 3) redução de custos de capital – ou custos de empréstimos – para empresas melhores avaliadas. Diante desse quadro, a taxa de investimento se acelera, permitindo reduzir o déficit público, ampliar o déficit comercial, crescimento do emprego e da renda, e redução da capacidade ociosa. A junção de aumento do emprego e aumento dos lucros (quando se aumenta o investimento), permitem valorização das ações, em decorrência do aumento do patrimônio líquido (aumento dos lucros),

o que mantém o ciclo de crédito ativo, diante da aparente redução do risco (ibid). A financeirização, portanto:

Constitui-se, assim, um padrão sistêmico de riqueza substanciado na hegemonia do circuito D-D' ante o circuito D-M-D' com implicações significativas sobre a dinâmica econômica, uma vez que as oscilações do estoque de riqueza passam a ter importância crescente nas decisões de consumo (famílias) e investimento (empresas), por afetarem diretamente as relações riqueza/poupança e patrimônio/endividamento. Tal condição acaba atribuindo um papel secundário aos efeitos desencadeadores pelas variáveis de fluxo, mais passíveis de serem influenciadas pelo manejo dos instrumentos de política econômica (Oliveira, 2009, p.748).

A dinâmica econômica é afetada pelas variações patrimoniais e não mais pela simples decisão dos capitalistas industriais. Assim, é a lógica financeira, determinada por investidores institucionais, bancos e outros segmentos financeiros, assim como as próprias corporações que passam a mover a evolução da economia no tempo histórico (Oliveira, 2009). Contudo, é preciso salientar que não é uma lógica de rivalidade ou de contraposição, mas de subordinação das decisões aos que ocorre na órbita financeira. As decisões de consumo e investimento passam a estar atreladas ao movimento dos preços dos ativos financeiros e não mais, especificamente, aos fluxos de renda (lucros retidos e salários)<sup>14</sup>.

Essa nova forma de gestão sistemática da riqueza altera a forma como se dão os ciclos econômicos. A forma clássica de reversão do ciclo segue a seguinte lógica: há queda na eficiência marginal do capital, diante de mudanças nas expectativas dos agentes, reduzindo preço dos ativos reais e financeiros. Com queda no preço das ações, reduz-se o investimento e, conseqüentemente, o emprego e a renda. A reversão cíclica pode depender das mudanças de expectativas dos bancos, os quais podem contrair o crédito e elevar as taxas de juros, o que levaria a uma queda da eficiência marginal do capital e do próprio investimento, levando à recessão. A peculiaridade das economias atuais é a de que as decisões de gasto estão subordinadas às flutuações nos preços dos ativos. A desregulamentação financeira permitiu o envolvimento de bancos nos mercados de capitais, elevando o nível de alavancagem de corretoras, fundos e bancos de investimentos, de modo que quando ocorrem alterações nos preços, o risco de mercado e de liquidez se eleva. A queda dos preços afugenta eventuais compradores, inviabilizando certos mercados. Na ausência da atuação de um Banco Central, o

---

<sup>14</sup> “Trata-se de um padrão sistêmico de riqueza sob supremacia da lógica de valorização fictícia do capital que permite uma crescente elasticidade entre os circuitos financeiro e industrial, processo que ocorre na direção de independizar a valorização do capital sob a forma monetária de suas bases produtivas, num ambiente onde o jogo e a especulação se generalizam” (Oliveira, 2009, p.748).

pânico pode levar à ruptura do sistema de pagamentos ou mesmo à corrida bancária (Coutinho e Belluzzo, 1998).

A expansão é sustentada por investimentos, realizados por meio de endividamento explosivo e na capitalização financeira, com altos encargos e compromissos financeiros. Nas condições de maior incerteza – inclusive com algumas empresas diminuindo seu ritmo de investimentos em virtude do maior endividamento, portanto, elas se desalavancam -, os preços dos ativos começam a cair, pois as expectativas se tornam negativas, o que faz com que os investimentos se reduzam. Os emprestadores aumentam a preferência pela liquidez e desejam a liquidação das dívidas. Além disso, as taxas de juros de curto e longo prazo sobem. Há, também, maior incerteza sobre a capitalização aplicada ao rendimento das ações, levando a uma desaceleração na capitalização do mercado de capitais. A origem do declínio da eficiência marginal do capital está na instabilidade da própria macroestrutura financeira, a qual é derivada do modo de financiamento da expansão e da propensão à concorrência pela taxa geral de lucro. Nesse sentido, é quando isso ocorre que a reversão acontece, levando ao declínio do investimento e gerando recessão (Braga, 2000, cap.3, II).

A principal consequência da deflação de ativos é a depressão econômica. Diante da queda no preço dos ativos, as dívidas contraídas em relação aos seus ativos se elevam tanto para famílias como para as empresas. No caso das empresas, a relação dívida/patrimônio líquido se eleva, desvalorizando as ações e reduzindo a capacidade de tomar empréstimos, e, portanto, levam à contração do investimento. Para as famílias, elas irão buscar reduzir a sua relação dívida/patrimônio por meio da redução de gastos, o que atingirá os setores beneficiados da inflação de ativos de ativos – serviços, e bens de alto valor (Coutinho e Belluzzo, 1998). Dessa maneira, a financeirização, ao subordinar as decisões reais aos movimentos cada vez mais especulativos dos mercados financeiros, tende a exacerbar esse movimento cíclico de inflação e deflação de ativos, causando volatilidade e prejuízos ao desempenho econômico, mas não cria uma tendência de estagnação.

Para os países periféricos, conforme aponta Coutinho e Belluzzo (1998), a situação é ainda mais dramática. Segundo eles, nos países periféricos, a atuação defensiva visa aumentar as taxas de juros para evitar grandes desvalorizações (com o intuito de segurar os capitais externos no país). Contudo, ela é contraproducente, pois deprime a capitalização dos ativos mobiliários e imóveis, afeta o serviço de dívida pública e atinge a saúde financeira dos bancos nacionais, além de aumentar a desconfiança em relação à sustentabilidade da âncora cambial, gerando

desvalorizações cambiais ainda mais abruptas. Ou seja, vigora uma assimetria no ajuste do balanço de pagamentos: os países periféricos precisam elevar as taxas de juros, realizar ajustes fiscais e reduzir salários. Por outro lado, Estados Unidos pode se dar ao luxo de manter taxas baixas de juros e mesmo manter déficits comerciais, pois, como seus ativos são mais líquidos, o mundo corre para eles em momentos de exacerbada preferência pela liquidez. Assim, nota-se que valorização e desvalorização cambial dependem do movimento positivo ou negativo dos preços dos ativos financeiros. As taxas de juros e o câmbio se tornaram mais endógenos, no sentido de dependerem mais das expectativas. O sistema torna mais fácil ocorrência de crises de liquidez, resolvidos por meio de violentas quedas nos preços dos ativos, o que atinge diretamente as taxas de câmbio e de juros.

Oliveira (2009) aponta que a estratégia de valorização da riqueza das empresas não-financeiras visa a gestão tanto de ativos financeiros quanto produtivos – ao contrário da visão “estagnacionista” de financeirização que argumenta que as tais empresas tendem apenas a focar em ativos financeiros em detrimento dos produtivos. Isso acabou por fomentar, segundo o autor, a internacionalização das empresas, levando a processos produtivos segmentados e com sub-remuneração do trabalho, permitindo retornos ainda maiores. A questão é que a grande empresa passa a operar por uma lógica financeira e especulativa, combinando ativos financeiros e operacionais, mas com maior destaque para os primeiros. Mas, novamente, não se observa uma contradição entre finanças e atividade produtiva.

Na argumentação de Braga (2000, cap.3, II), a centralização do capital, antes fortemente impulsionada pelo crédito, se amplia ainda mais no contexto de financeirização, sem a necessidade da ocorrência de crises para viabilizar seu movimento, visto que agora pode ocorrer *ex ante*. Desse modo, a valorização pode se dar mediante a dois processos: formadores de renda e emprego, e de capitalização financeira. Esta última assume cada vez mais preponderância e se distancia de seu fundamento originário, o capital em suas funções produtivas. Nesse sentido, ainda segundo este autor, as decisões de investimento ficam condicionadas à concorrência financeira, impulsionada pelos grandes conglomerados financeiros. A dinâmica do tripé moeda-crédito-patrimônio se contrapõe ao “produtivismo”. Uma criação menos disciplinada de liquidez, assim como ampliação especulativa do crédito possibilitam a especulação por parte de instituições financeiras e corporações em vista de valorização do patrimônio e do capital nessa esfera financeira<sup>15</sup>. Os investimentos produtivos

---

<sup>15</sup> “No padrão atual, após uma desvalorização que, aliás, não necessariamente, é feito ao ponto de convergir para os valores reais (economic fundamentals), verifica-se uma retomada da capitalização financeira, que repõe a

geram lucros que permitem sancionar essa capitalização financeira, assim como essa capitalização financeira que amplia a obtenção de liquidez para ativos em geral, especialmente, financeiros, mas, também, para investimentos. O fato de acumulação da riqueza capitalista seguir, em determinados momentos, o caminho da valorização financeira e em menor grau siga a trajetória da valorização produtiva é resultado do movimento geral do capital, resultado das decisões competitivas e concreta dos agentes, baseadas no cálculo capitalista<sup>16</sup>.

O cálculo financeiro geral, sujeito a desdobramentos contraditórios, torna a demanda efetiva, o investimento em particular, e o progresso técnico, estruturalmente articulados, para o melhor e para o pior, com o processo de capitalização financeira. Num plano, porque é o investimento que produz os lucros brutos sancionadores dos retornos financeiros. Noutro plano, porque é a existência da acumulação financeira que potencializa e agiliza a capitalização – formação, inclusive, de capital ou riqueza fictícia – e amplia a obtenção de liquidez para os ativos em geral (Braga, *ibid*, p.288).

O capitalismo financeirizado é instável, haja visto que, o movimento conjuntural da economia é de recessão-recuperação-recessão, e seu movimento tendencial é de instabilidade-expansão-instabilidade, sendo que a instabilidade pode levar a uma crise de reprodução do capitalismo. Esses eventos variam de país a país e região a região, dependendo das características – periférica ou central. Mesmo diante de um novo paradigma tecnológico da tecnologia da informação, é questionável se ele será capaz de gerar dinamismo econômico, assim como a questão da financeirização pode ser um entrave a um crescimento mais expansivo e longo, tal como no paradigma anterior (Braga, *ibid*).

As decisões capitalistas são tomadas no contexto de incerteza, porque o universo econômico é incognoscível, ou seja, não é conhecível. A concorrência intercapitalista e as expectativas são os elementos que permeiam as decisões capitalistas. A dinâmica do capitalismo só pode ser apreendida como um processo associado ao movimento do capital e às decisões capitalistas, as quais levam em conta necessidade de valorização. Isso é claro, leva a uma instabilidade estrutural, porque, no fundo, o movimento do capital não possui um caminho ou uma trajetória definida (Braga, *ibid*). Por isso, não se pode garantir de antemão que a financeirização possua um caráter “estagnacionista” ou mesmo seja decorrente das dificuldades de acumulação. As firmas, estes grandes conglomerados produtivos-financeiros, irão tomar suas decisões sobre

---

autonomização deste processo em relação ao Processo Renda e vai consolidando o estrato superior da riqueza. Nesse sentido, este perfil de flutuações se faz sobre uma tendência de longo prazo de expansão do estoque de riqueza que constitui o mencionado estrato, colocando-o como um elemento estrutural” (Braga, *ibid*, p.287)

<sup>16</sup> “No padrão sistêmico que estamos analisando, a financeirização exacerba esse movimento e lhe dá relativa permanência histórica, concreta, sustentada num engajamento complexo entre Estado e Mercado” (Braga, *ibid*, p.292).

alocação de recursos – em ativos financeiros e/ou produtivos – de acordo com suas necessidades de valorização e a depender do cenário conjuntural. Caso esta seja favorável, elas tendem a expandir seus investimentos produtivos – ainda que sujeito à maximização de valor dos acionistas -, com base na capitalização financeira e endividamento bancário. Na reversão, elas irão se desalavancar, seja reduzindo seus investimentos, seja adotando uma postura mais voltada para a acumulação financeira.

As decisões de investimento podem ser potencializadas, graças à expectativa de crescimento do preço dos ativos financeiros, o que, de um lado pode fomentar a demanda, via consumo, e, de outro lado, gerar mais recursos financeiros à disposição das empresas. O problema é que o investimento se torna mais volátil, porque está subordinado a uma dinâmica especulativa dos mercados financeiros. A palavra-chave é subordinação do investimento às finanças, mas, não, obstrução, como as perspectivas Marxistas e pós-Keynesianas parecem nos apontar. Nesse sentido, no capitalismo financeirizado, não há, necessariamente, contraposição entre crescimento/investimento e as finanças, mas, ao contrário, ela abre maiores oportunidades de valorização da riqueza, a partir de mecanismos financeiros (capitalização e endividamento).

### **Conclusão**

A financeirização é um fenômeno inserido dentro das transformações ocorridas no âmbito de liberalização, desregulamentação, e inovações dos mercados financeiros. É possível mapear quatro conceitos de financeirização: a) um primeiro que associado tal fenômeno como mero crescimento quantitativo do papel das finanças no capitalismo; b) marxista, a qual aponta transformações históricas de crescimento das finanças no capitalismo monopolista. Nesse caso, a financeirização está vinculada à estagnação econômica dos anos 1970 e, com a expansão das finanças, as empresas monopolistas passaram a alterar o lócus da alocação de recursos para a esfera financeira em detrimento do investimento produtivo; c) a perspectiva pós-Keynesiana inverte a relação de causalidade entre baixo crescimento e financeirização: é a partir das diversas mudanças ocorridas no capitalismo, em especial, no âmbito das firmas (maximização de valor ao acionista). Isso levou as empresas a focarem muito mais na aquisição de ativos financeiros de curto prazo e pagamento de dividendos em detrimento do investimento produtivo, conseqüentemente, a financeirização possui um caráter “estagnacionista”, como os diversos modelos econométricos buscam captar.

E por fim, a última perspectiva apresenta é da d) financeirização como um novo padrão de gestão sistemático da riqueza, em que a evolução dos ativos financeiros acaba por subordinar,

mas não contrapor necessariamente, as decisões relacionadas à economia real, como consumo e investimento. Desse modo, a financeirização, de um lado, pode potencializar essas duas variáveis na parte ascendente do ciclo, porém, em sua fase descendente (no caso de uma piora das expectativas sobre o futuro), a preferência pela liquidez e a desalavancagem de firmas e famílias, em razão da deflação de ativos, levam à redução dos gastos e, conseqüentemente, da demanda. A partir dessa abordagem, a financeirização está muito mais associada à volatilidade do capitalismo do que à estagnação, necessariamente. Portanto, o problema da financeirização não é “estagnação” do investimento e elevação dos retornos financeiros, mas o caráter volátil da subordinação da atividade produtiva aos movimentos especulativos naturais dos mercados financeiros organizados.

### **Bibliografia**

BRAGA, J.C.B. Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas, SP: Unicamp, IE, 2000 (Coleção Teses)

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

COUTINHO, L; BELLUZZO, L.G.M. Financeirização da Riqueza, Inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Economia e Sociedade, Campinas, (11): 137-150, dez.1998.

EPSTEIN, G. Introduction. In: EPSTEIN, G. (org). Financialization and the World Economy. Edward Elgar, 2005.

FOSTER, J.B. The financialization of Capitalism. Monthly Review, 58(11), abril 2007. Disponível em <https://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism>.

HELLEINER, E. States and the Remergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990's. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994.

GUTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. Revista Novos Estudos, N.82, 2008.

\_\_\_\_\_. Finance-led capitalism: shadow banking, re-regulation, and the future of global markets. New York: Palgrave Macmillan, 2016.

\_\_\_\_\_. Financialization revisited: the rise and fall of finance-led capitalism. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 857-877, dez. 2017.

KRIPPNER, G. The financialization of the American economy. Socio-Economic Review, 3, pp.173–208, 2005.

LAPAVITSAS, C. Financialisation, or the search for profits in the sphere of circulation. Ekonomiaz N.º 72, 3.er cuatrimestre, 2009..

MAGDOFF, F; FOSTER, J.B. Stagnation and Financialization. Monthly review, 66(1):1, 2014. Disponível em <https://monthlyreview.org/2014/05/01/stagnation-and-financialization/>

PALLEY, T. Financialization: what It is and Why it matters. Levy Economics Institute: Working Paper, No.52, 2007.

ORHANGAZI, O. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. Cambridge Economic Journal, 32, pp.863-886, 2008.

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

ONARAN, O; STOCKHAMMER, E; GRAFTL, L. Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA. Cambridge Journal of Economics, 35, pp.637–661, 2011.

SAWYER, M. What is financialization? International Journal of Political Economy, 42:4, pp.5-8, 2013.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, Vol.28, 2004.