

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

EDUARDA KLEIN NETTO

ASPECTOS MICRO E MACROECONÔMICOS DA FINANCEIRIZAÇÃO:

O CASO BRASILEIRO

Porto Alegre

2015

EDUARDA KLEIN NETTO

ASPECTOS MICRO E MACROECONÔMICOS DA FINANCEIRIZAÇÃO:

O CASO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2015

CIP - Catalogação na Publicação

KLEIN NETTO, EDUARDA
ASPECTOS MICRO E MACROECONÔMICOS DA
FINANCEIRIZAÇÃO: O CASO BRASILEIRO / EDUARDA KLEIN
NETTO. -- 2015.
64 f.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2015.

1. Financeirização. 2. Acumulação de capital fixo.
3. Investimento produtivo. 4. Valor do acionista. 5.
Economia Brasileira. I. Milan, Prof. Dr. Marcelo,
orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

EDUARDA KLEIN NETTO

ASPECTOS MICRO E MACROECONÔMICOS DA FINANCEIRIZAÇÃO:

O CASO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2015.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Henrique Morrone
UFRGS

Prof. Dr. Ricardo Dathein
UFRGS

Aos meu avós,
pela coragem de mudar
a trajetória de suas vidas

AGRADECIMENTOS

Jamais conseguirei agradecer o suficiente às pessoas responsáveis por tudo que sou e conquistei até hoje. Ao meu pai, agradeço pelo entusiasmo e confiança sempre depositados em mim; à minha mãe, agradeço pela dedicação e esforços - nunca medidos – e, à minha irmã, agradeço por ser o meu maior presente e o meu elo entre todos os momentos da minha vida. O amor incondicional que sentimos define quem somos. Sem vocês nada disso seria possível.

Ao Lucas, gostaria de agradecer pelo apoio e paciência, e também pelas incontáveis horas dedicadas a mim. Obrigada por ser parte tão essencial da minha vida e por escolher que eu fosse parte da tua também. Há seis anos que meus dias são mais felizes e tenho a certeza que continuarão a ser.

Em toda a minha trajetória como estudante, muitos professores foram responsáveis por abrir a minha cabeça e me fazer pensar além. Entre eles, agradeço ao maior responsável por isso, Prof. Dr. Marcelo Milan. Obrigada por toda orientação e dedicação ao longo desses meses.

Por fim, agradeço a todos os colegas que fizeram parte dessa etapa da minha vida. A presença de vocês tornou esse processo mais simples e prazeroso. Em especial, agradeço à Luciana, pelo companheirismo e apoio desde o primeiro dia.

RESUMO

Este trabalho apresenta um estudo da relação entre o processo de financeirização global e as repercussões na economia brasileira. Na década de 1990, com a instituição de políticas neoliberais e através da desregulamentação e liberalização dos capitais, a crescente importância da esfera financeira frente à esfera produtiva acarretou mudanças estruturais macro e microeconômicas na economia brasileira. As decisões de investimento empresariais, pautadas pelo processo de financeirização, são tomadas de acordo com a preferências dos acionistas, o que acarreta num *trade-off* entre investimentos produtivos e investimentos financeiros, já que o retorno do investimento desses últimos são dados no curto prazo e, além disso, possuem rendimentos em geral maiores. Através da análise empírica de uma amostra de 28 empresas brasileiras, pode-se notar os efeitos que o processo de financeirização acarretou nas decisões de investimento das empresas. Além de maiores despesas e receitas financeiras, o total de investimento em acumulação de capital fixo decaiu no período de 2000 a 2014, o que pode ser considerado um possível efeito da financeirização no Brasil.

Palavras-chave: Financeirização. Acumulação de capital fixo. Investimento produtivo. Valor do acionista. Economia Brasileira.

ABSTRACT

This paper presents a study of the relation between the global financialization process and the impact on the Brazilian economy. In the 1990s, with the introduction of neoliberal policies and through deregulation and liberalization of capital, the growing importance of financial sphere in face of productive sphere caused structural macroeconomic and microeconomic changes in the Brazilian economy. Corporate investment decisions, guided by the financialization process, are made according to the preferences of shareholders, resulting in a trade-off between productive investments and financial investments, as the return on investment of the latter are given in the short term and, furthermore, they have greater overall yields. Through the empirical analysis of a sample of 28 Brazilian companies, one can notice the effects that the financialization process resulted in corporate investment decisions. As well as higher financial expenses and income, total investment in fixed capital accumulation declined in the period 2000-2014, which can be considered a possible effect of financialization in Brazil.

Keywords: Financialization. Fixed capital accumulation. Productive investment. Shareholder value. Brazilian economy.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figura 1 – Gastos em investimentos como proporção do PIB norte-americano | 22 |
| Figura 2 – Participação dos lucros industriais na economia norte-americana | 23 |
| Figura 3 – Total de pagamentos aos mercados financeiros por corporações não- financeiras em relação ao fluxo de caixa | 26 |
| Figura 4 – Inflação e agregação relativa de valor financeiro (1947 – 2006) | 34 |
| Figura 5 – Taxas reais de juros dos títulos do governo (1974-2006) | 35 |
| Figura 6 – Lucro, acumulação produtiva e razão massa de lucro/ativos financeiros (1970 - 2005) | 42 |
| Figura 7 – Proporção do lucro líquido empresarial investido em formação de capital fixo produtivo (1951 – 2005) | 43 |
| Figura 8 – Crescimento do balanço de rendas (1994 – 2010) – em % | 44 |
| Figura 9 – Repartição da renda de juros em porcentagem da renda disponível bruta (1993 – 2005) | 45 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1 – Taxas de inflação (1945 – 2013) | 33 |
| Gráfico 2 – Brasil: taxa de câmbio R\$/US\$ x taxa real de juros (2000 –2015) | 37 |
| Gráfico 3 – Transações correntes (1995 – 2011) – US\$ milhões | 38 |
| Gráfico 4 – Exportações: participação de setores - % | 38 |
| Gráfico 5 – Média da taxa anual FBCF/PIB por década | 41 |
| Gráfico 6 – Proporção do ativo imobilizado em relação ao ativo total | 50 |
| Gráfico 7 - Despesa financeira como percentual do lucro operacional | 51 |
| Gráfico 8 – Taxa de variação do ativo imobilizado (2000 – 2014) | 52 |
| Gráfico 9 – Total do ativo circulante em relação ao total do ativo total | 53 |
| Gráfico 10 – Giro do capital (2000 - 2014) | 54 |
| Gráfico 11 – Taxa de lucro (2000 – 2014) | 55 |
| Gráfico 12 – Taxa de receita financeira (2000 – 2014) | 56 |
| Gráfico 13 – Receita financeira como percentual do lucro operacional | 57 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1 – Taxa anual de crescimento da renda per capita (1960 – 2004) | 17 |
| Tabela 2 – Contribuição do FIRE em relação ao PIB norte-americano | 19 |
| Tabela 3 – Taxa bruta de acumulação de capital fixo e seus determinantes (1950 – 2006) | 43 |
| Tabela 4 – Contas externas (2001 – 2014) | 44 |
| Tabela 5 – Participação da amostra de empresas no PIB (em %) | 49 |

SUMÁRIO

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 12 |
| 2 O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL | 14 |
| 2.1 O NEOLIBERALISMO E O INÍCIO DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO MACROECONÔMICA MUNDIAL..... | 15 |
| 2.2 COMPORTAMENTO EMPRESARIAL E A MICROECONOMIA DA FINANCEIRIZAÇÃO | 23 |
| 3 A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA: ASPECTOS MACROECONÔMICOS | 31 |
| 3.1 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA | 31 |
| 3.2 INDICADORES ADICIONAIS DA FINANCEIRIZAÇÃO BRASILEIRA | 39 |
| 4 A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA: ASPECTOS MICROECONÔMICOS | 47 |
| 4.1 CARACTERÍSTICAS E METODOLOGIA DO ESTUDO | 48 |
| 4.2 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS | 49 |
| 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS | 58 |
| REFERÊNCIAS | 61 |
| ANEXO | 63 |

1 INTRODUÇÃO

A partir do conceito de financeirização discutido na literatura não convencional, o presente trabalho discute como se deu a trajetória da inserção brasileira no capitalismo supostamente financeirizado atual e quais os aspectos micro e macroeconômicos mais importantes dessa trajetória para a economia brasileira. Para tanto, o período abordado vai do início dos anos 2000 até os dias atuais.

O objetivo principal aqui proposto é o de entender como o processo de financeirização da economia brasileira vem redefinindo o desempenho econômico do País, tendo como hipótese central a ideia de que esse processo acaba por desestimular investimentos produtivos a longo prazo, que são essenciais para o desenvolvimento da economia e da sociedade brasileira, a favor de investimentos financeiros de curto prazo, com altos rendimentos atrelados a altas taxas de juros e ganhos de capital. As consequências possivelmente negativas da financeirização para o desenvolvimento justificam o trabalho.

Para aprofundar a discussão, o trabalho apresenta como objetivo específico uma diferenciação dos efeitos microeconômicos dos efeitos macroeconômicos da financeirização, tanto no plano geral como na análise da economia brasileira. No plano microeconômico, o trabalho pretende mostrar como as decisões de investimento das empresas são regidas por esse processo de busca de lucros ou rendas financeiras de curto prazo e como isso afeta negativamente o horizonte de longo prazo das empresas, já que investimentos produtivos acabam não sendo atrativos para os empresários.

No plano macroeconômico, a trajetória histórica do processo de financeirização da economia brasileira é discutida e procura-se mostrar como as tendências e estratégias de desenvolvimento econômico têm as suas direções alteradas devido à inserção da economia brasileira no chamado processo de globalização financeira.

Com o mundo tornando-se globalizado a partir da década de 1990, não há mais como pensar em economia nacional sem se importar com os impactos que as demais economias externas exercem sobre os países. Levando em consideração que o crescente movimento de capitais financeiros entre os países também exerce fundamental importância nas decisões

econômicas tanto dos agentes econômicos quanto das próprias instituições financeiras, conhecer e entender como funcionam esses fluxos é de extrema importância para analisar como está e em que está baseado o crescimento econômico dos países.

Aqui nos interessa a análise do processo de financeirização como um todo, mas com ênfase no caso brasileiro, já que entender o processo histórico de financeirização da economia brasileira significa poder entender a composição dos ativos acumulados e poder traçar as expectativas para o futuro. O período pesquisado começa no ano 2000, já que as referências consultadas apresentam esse ano como sendo o ponto de partida para a intensificação da financeirização da economia brasileira devido às mudanças nas taxas de câmbio e juros, que acabaram por chamar a atenção dos mercados e investidores estrangeiros internacionais. O método de investigação inclui uma revisão da literatura e avaliação de dados empíricos.

O trabalho está dividido da seguinte forma: além desta introdução e da conclusão, há três capítulos. O primeiro capítulo apresenta uma breve discussão sobre o surgimento e a incorporação das ideias neoliberais e como a adesão a esse modelo foi essencial para o processo de financeirização, a partir da revisão da bibliografia. Esse capítulo apresenta ainda alguns desdobramentos micro e macroeconômicos ocorridos através desses processos.

O segundo capítulo mostra como se deu a financeirização da economia brasileira e alguns indicadores quantitativos de que a mesma encontra-se inserida no modelo financeirizado atual. No terceiro capítulo é apresentado um estudo empírico que analisa uma amostra de 28 empresas não-financeiras brasileiras com o intuito de identificar as possíveis alterações que o processo de financeirização acarretou no âmbito empresarial. São analisados os balanços contábeis dessas empresas a partir do ano 2000.

Por fim, são apresentadas as conclusões do trabalho. Através dos resultados do estudo empírico, percebe-se uma relação negativa entre o processo de financeirização da economia brasileira e o investimento produtivo, alterando a dinâmica do processo de desenvolvimento da economia brasileira.

2 O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL

A partir da década de 1970, com o fim do sistema de Bretton-Woods e com o início da ascensão do pensamento neoliberal, o processo de financeirização da economia mundial começou a se desenvolver nas economias dos países desenvolvidos (DORE, 2008). De acordo com Carvalho et al. (2007, p. 16), o "[...] fim da fase dourada do capitalismo cujas características eram o controle e restrição à mobilidade de capital pelo Estado, elevada taxa de crescimento econômico com aumento dos benefícios sociais e maior engajamento político da classe trabalhadora" deu início ao neoliberalismo, fase na qual o capital financeiro acaba por ser o instrumento principal da lógica de funcionamento do capitalismo.

De acordo com Saad Filho (2011, p. 7), “a financeirização é uma característica estrutural da acumulação e da reprodução social sob o neoliberalismo”. Sendo assim, as finanças desempenham um papel constitutivo no modelo neoliberal, o que permite que elas se apropriem de uma parcela crescente dos lucros extraídos pelo setor não-financeiro.

O discurso neoliberal de que as finanças são capazes de alocar recursos de maneira eficiente, além de reduzir riscos sistêmicos e trazer ganhos de produtividade para a economia como um todo, na maioria dos países, não vem tendo o sucesso esperado (CORAZZA, 2005). Isso é percebido através das inúmeras crises financeiras ocorridas, em diversos países pelo mundo, desde a década de 1990. Saad Filho (2011, p. 8) observa a relevância da financeirização nesse processo, já que

[...] apesar de ser desestabilizadora e não levar ao crescimento acelerado, a financeirização tem um papel central no capitalismo contemporâneo porque ela sustenta a transnacionalização da produção, facilita a concentração de renda e riqueza e apoia a hegemonia política do neoliberalismo por meio de ameaças contínuas de fuga de capital.

O termo financeirização pode ser caracterizado como “[...] 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 level.”¹ (EPSTEIN, 2001, p. 1). Ou seja, o que vem acontecendo desde a década de 1970 é o aumento do papel da esfera financeira frente à esfera produtiva - cerne do processo de financeirização da

¹ “O aumento da importância dos mercados financeiros, motivos financeiros e elites financeiras na operação da economia e nas instituições governamentais, tanto em nível nacional quanto internacional.” (Tradução nossa).

economia- e, com isso, inúmeras mudanças vêm ocorrendo na economia mundial, já que a forma com a qual o capital financeiro age necessita que as ações dos Estados e das empresas se ajustem a esse novo modelo (MONTGOMERIE, 2008).

Não é possível explicar o processo de financeirização sem estudar a ascensão do neoliberalismo e a consequente desregulamentação dos mercados que este modelo político viabiliza. Neste capítulo é apresentada a evolução da financeirização da economia mundial através do estudo do avanço do neoliberalismo e suas consequências tanto em nível macro quanto em nível microeconômico.

O capítulo está dividido em duas subseções, sendo a primeira referente à ascensão do neoliberalismo e como o mesmo permitiu que um ambiente propício à valorização do capital financeiro fosse instaurado. A segunda subseção trata de como a gestão das empresas teve sua maneira alterada para que essa nova forma de atuação do capital fosse incorporado, a fim de beneficiar a tomada de decisões de curto prazo em prol dos acionistas em detrimento de decisões com caráter de investimento produtivo.

2.1 O NEOLIBERALISMO E O INÍCIO DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO MACROECONÔMICA MUNDIAL

Após anos de notáveis elevações dos índices de crescimento econômico, observados no período pós-Guerra, a partir dos anos 1970 o cenário mundial começou a reverter-se. No final dos anos 1960, a economia mundial começava a sentir o esgotamento do sistema de Bretton-Woods.

Nesse sistema, as taxas de câmbio eram fixas e ancoradas no dólar americano, que, por sua vez, era fixado em relação ao ouro. De acordo com Dathein (2005, p. 54), as taxas só poderiam ser alteradas em caso de mudanças estruturais da economia e por meio de “[...] acordo e não através de iniciativa individual de um país”. O esgotamento do sistema de Bretton-Woods, no final da década de 1960, ocorreu devido à falta de estabilidade monetária observada nas economias mundiais do período, já que

Um dos problemas de taxas de câmbio fixas é que elas exigem preços internos relativamente estáveis, ou pelo menos taxas de inflação semelhantes entre os países. Além disso, evoluções diferenciadas de custos e produtividades também impedem câmbios fixos. Desta forma, a estabilidade monetária dependia da existência de economias nacionais estáveis e de uma evolução econômica estrutural homogênea,

condições estas dificilmente encontráveis. (DATHEIN, 2005, p. 57).

Altas taxas de inflação e desemprego acabaram culminando na então chamada "[...] crise de acumulação do capital da década de 1970" (BRANCO, 2010, p. 18), na qual o regime econômico até então conhecido começava a encontrar barreiras para o seu desenvolvimento.

Foi a partir desse momento que as políticas chamadas neoliberais surgiram como tentativa de resolver os impasses encontrados nas economias mundiais decorrentes da crise dos Anos Dourados. Uma política de cunho neoliberal tem como seu objetivo maior a "[...] defesa da liberalização da economia dos controles e regulamentações estatais, possibilitando a livre mobilidade do capital." (BRANCO, 2010, p. 18). A opção pelo neoliberalismo, em um momento de crise como o do final dos anos 1970, não foi uma escolha inevitável (CROTTY, 2003), e sim uma decisão tomada por uma elite econômica e política, especialmente dos EUA e da Grã-Bretanha, por servir melhor aos seus interesses, principalmente financeiros, naquele momento:

The troubles of that decade created a powerful movement, led by business and, specially, financial interests, to roll back the economic regulatory power of the state, replacing conscious societal control with the "invisible hand" of unregulated markets - just as in the period preceding the Great Depression.² (CROTTY, 2000, p. 1).

Para os defensores do neoliberalismo, suas principais consequências seriam uma melhoria macroeconômica, com o aumento do PIB real, aumento da produtividade e aumento das taxas de investimento, num patamar acima do que foi visto na década de 1970. Além disso, a taxa de desemprego cairia, assim como as taxas de inflação, e o mercado financeiro encontraria a sua estabilidade (CROTTY, 2000). Nesta perspectiva, essas mudanças drásticas só poderiam ser realizadas através da liberalização financeira. Entretanto, um dos principais problemas da liberalização financeira é que, como afirma Crotty (2000, p. 4) "[...] financial liberalization creates speculative boom-bust cycles that constrain capital investment and lower average growth rates"³.

E de fato o crescimento foi menor. Palley (2007) mostra, a partir da tabela 1, a evolução da taxa anual de crescimento da renda per capita nos maiores países industrializados desde a

² “Os problemas daquela década criaram um movimento poderoso, liderado pelos negócios e, especialmente, interesses financeiros, para reverter o poder regulatório do Estado, substituindo o controle social consciente pela ‘mão invisível’ dos mercados desregulados – assim como no período anterior à Grande Depressão.” (Tradução nossa).

³ “A liberalização financeira cria ciclos especulativos do tipo ‘expansão-contração’ que restringem o capital de investimento e diminuem as taxas médias de crescimento”. (Tradução nossa).

década de 1960. A partir de 1979, com o início do processo de financeirização desses países, já é notável a tendência de queda na taxa de crescimento da renda per capita. No período de 2000 a 2004, com o mundo vivenciando o ápice do modelo neoliberal, percebe-se a menor taxa desde 1960, com exceção do Reino Unido.

Tabela 1 – Taxa anual de crescimento da renda per capita (1960 – 2004)

| País | Taxa de Crescimento Anual (%) | | | | |
|-------------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 1960 - 1979 | 1979 - 2004 | 1979 - 1989 | 1989 - 2000 | 2000 - 2004 |
| EUA | 2,2% | 1,9% | 2,1% | 1,9% | 1,3% |
| JAPÃO | 6,6% | 2,0% | 3,1% | 1,5% | 0,8% |
| ALEMANHA | 3,3% | 1,7% | 1,8% | 2,0% | 0,6% |
| FRANÇA | 3,4% | 1,0% | 1,9% | 1,7% | 1,0% |
| ITÁLIA | 5,0% | 1,7% | 2,3% | 1,5% | 0,7% |
| REINO UNIDO | 1,7% | 2,1% | 2,2% | 2,0% | 2,1% |
| CANADÁ | 3,0% | 1,6% | 1,7% | 1,6% | 1,4% |

Fonte: Adaptado de Palley (2007, p. 10).

Pode-se argumentar, com base em Crotty (2000), que o neoliberalismo, que começa a se difundir nos países desenvolvidos a partir, principalmente, do final da década de 1970 e início dos anos 1980, é um dos maiores responsáveis pelo papel que o capital financeiro exerce nas economias atualmente, resultando no processo, cada vez mais crescente, da financeirização da economia mundial. O processo de financeirização torna-se operacionalmente possível já que, assim como as economias de mercado possuem a capacidade de constantemente introduzir inovações na produção de bens e serviços, essas inovações também são importantes, ainda que menos visíveis, em outros setores, como, por exemplo, o setor financeiro (CARVALHO et al., 2007). Ou seja, o papel crescente dos motivos, mercados, atores e instituições financeiras na operação da macroeconomia se torna possível a partir de determinadas inovações microeconômicas no setor financeiro. Estas inovações são apresentadas a seguir, visando colocá-las no contexto das mudanças macroeconômicas mencionadas. Outros elementos microeconômicos do processo de financeirização são discutidos na próxima seção.

As inovações financeiras começaram a se tornar cada vez mais "palpáveis" a partir da década de 1970, devido à grande volatilidade apresentada pelos mercados financeiros nessa época, que criava um prêmio para aquelas instituições financeiras mais capazes de desenvolver novas respostas para os acontecimentos do momento. Ou seja, as inovações financeiras são

criadas pelos mesmos motivos que caracterizam o surgimento de uma inovação produtiva por parte das empresas no setor não financeiro: a inovação é uma "arma" competitiva nas mãos de quem toma a iniciativa. No caso do setor financeiro, as inovações se dão através de contratos escolhidos pelos clientes, que possuem uma combinação de risco/rentabilidade e custo/risco (CARVALHO et al., 2007).

Segundo Carvalho et al. (2007), as principais inovações e transformações recentes dos sistemas financeiros podem ser divididas em

- a) securitização,
- b) mercados de derivativos,
- c) emergência de investidores institucionais,
- d) tendência à convergência estrutural dos sistemas bancários e
- e) desregulação e liberalização financeiras.

Estas mudanças são definidas detalhadamente a seguir, com base em Carvalho et al. (2007).

Securitização: esse termo deriva da palavra inglesa *securities*, que significa títulos financeiros, e sua finalidade é a transformação de obrigações financeiras que eram geradas em processos de oferta de crédito em papéis negociáveis diretamente no mercado. Pode-se entender esse processo como um processo de desintermediação financeira, no qual os bancos deixam de ser intermediários de crédito para se tornarem corretores.

Derivativos: como o próprio nome já diz, derivativos são ativos cujo valor é derivado de outros ativos. Sua importância está na possibilidade de decompor e negociar em separado os riscos de uma transação financeira. Ou seja, o agente aceita apenas aqueles riscos que deseja, transferindo o restante para outros. Esta operação de transferência de risco é chamada de *hedge*.

Emergência de investidores institucionais: investidores institucionais são assim chamados por constituírem um amplo conjunto de iniciativas através de um pool de recursos para aplicação financeira. Os fundos de pensão, por exemplo, são um de seus principais segmentos. A

característica mais importante desses investidores é a sua dimensão em relação à unidade original de poupança, indivíduo ou família.

Tendência à universalização dos bancos: a separação entre bancos comerciais e bancos de investimento começou a se tornar obsoleta devido às mudanças pelas quais o sistema financeiro mundial passou na década de 1970. Porém, o agrupamento desses bancos através de fusões é mais complicada do que parece, devido ao "choque de culturas", já que esses dois tipos de instituições têm visões e atitudes bem diferentes em vários aspectos, principalmente no que diz respeito ao gerenciamento do risco (operadores de bancos de investimentos são mais propensos a riscos do que os operadores de bancos comerciais).

Desregulamentação e liberalização financeira: a globalização e a busca de uma integração nos fluxos de bens e serviços internacionais foi uma das razões para a desregulação da economia a partir dos anos 1980. A percepção de que controles são indesejáveis e "improdutivos" sustentou o movimento de redução de regras de regulação do setor financeiro e especificamente o bancário. Para isso, foi eliminado um grande número de restrições à atividade financeira doméstica, assim como foi liberalizada a circulação internacional de capitais e a operação doméstica de instituições financeiras estrangeiras.

Na tabela 2 abaixo, percebe-se, a partir do início dos anos 1980, o aumento da importância do setor financeiro na economia norte-americana. Palley (2007) chama a atenção para o aumento da contribuição do chamado FIRE⁴ (corresponde às finanças, juntamente com os investimentos em seguros e imóveis) no PIB norte-americano. Em 1973, essa contribuição era de 15,1% do PIB e passou para 20,4%, em 2005.

Tabela 2 – Contribuição do FIRE em relação ao PIB norte-americano

| Ano | PIB EUA (US\$ bilhões) | FIRE (US\$ bilhões) | FIRE/PIB EUA |
|------|------------------------|---------------------|--------------|
| 1973 | 1638,3 | 248,2 | 15,1% |
| 1979 | 2563,3 | 390,3 | 15,2% |
| 1989 | 5484,4 | 975,4 | 17,8% |
| 2000 | 9817,0 | 1931,0 | 19,7% |
| 2005 | 12455,8 | 2536,1 | 20,4% |

Fonte: Adaptado de Palley (2007, p. 9).

⁴ Sigla em inglês que corresponde a "Finance, Insurance and Real Estate".

O sistema financeiro encontrou através dessas transformações um ambiente favorável para o início e o contínuo desenvolvimento do processo de financeirização. Bruno (2007, p. 6) ressalta que

Um processo de financeirização tende a desenvolver-se toda a vez em que a acumulação de riquezas está assegurada preponderantemente por conversão direta da forma monetária em mais valor sob forma monetária ou financeira. A necessidade de conversão indireta através das alocações produtivas da poupança das famílias e das empresas é reduzida pela detenção de ativos financeiros, por natureza, mais líquidos e de menor risco.

O termo "assegurada", como descrito nessa passagem, é fundamental no processo de financeirização, já que a mobilidade do capital da esfera produtiva para a esfera financeira se dá de forma "segura" para os agentes. O termo "segura" refere-se, nesse caso, à forma com a qual o processo de financeirização alimenta os ganhos dos agentes financeiros. Isso porque através da obtenção de maiores lucros de curto prazo, obtidos através da especulação financeira, os agentes não precisam se preocupar com a complexidade que geralmente acompanha o processo produtivo, que produz resultados significativos numa perspectiva de longo prazo. Assim, para auferir os ganhos de curto prazo tão prezados pelos agentes financeiros no modelo financeirizado da economia, o papel da taxa de juros torna-se importantíssimo, já que é a partir da variação da mesma que os lucros financeiros serão garantidos (BRUNO, 2007).

Branco (2010) aprofunda esse argumento, mostrando que, a partir do processo de desintermediação financeira, a lógica dos ganhos através da taxa de juros tornou-se prática comum nos EUA. Através de novas legislações, no final da década de 1990 os EUA expandiram as funções dos bancos comerciais, que até então não podiam realizar atividades de banco de investimentos, e iniciou-se definitivamente a era da livre mobilidade de capitais dentro do país.

Dessa forma, com o fim do sistema de Bretton-Woods e o início da adoção de políticas neoliberais, a taxa de juros passa a exercer um papel fundamental no processo de financeirização da economia mundial de uma perspectiva macroeconômica. Através do aumento da inflação em países como Japão e EUA, gerado através da adoção quase que generalizada de políticas monetárias expansivas devido aos diversos choques que o período apresentou, entre ele o primeiro choque do petróleo, os países resolveram adotar políticas monetárias restritivas através de aumentos drásticos das taxas de juros.

O aumento das taxas de juros levou a um ambiente de extrema incerteza dos mercados financeiros que, juntamente com as mudanças políticas observadas e o avanço do progresso tecnológico, permite uma ampla racionalização da administração das instituições financeiras e também a instituição de contratos financeiros cada vez mais sofisticados.

Para Carvalho et al. (2007), é a partir desse momento que inovações e transformações ocorrem de forma mais difundida no sistema financeiro. A desregulamentação e a liberalização financeira são processos fundamentais na busca pela acumulação financeira por parte dos grandes capitalistas.

Atualmente, o maior problema encontrado no sistema financeiro diz respeito à defasagem da velocidade entre o setor financeiro e o setor real da economia. Um exemplo bem claro é ressaltado por Chang (2010) em seu livro intitulado “23 Coisas que não nos contaram sobre o capitalismo”. O autor utiliza como exemplo o caso da Islândia, que se tornou um “paraíso” para os investidores institucionais por causa da liberalização e eliminação da regulação do setor financeiro e bancário. Em 2007, os ativos bancários naquele país atingiram o equivalente a 1.000% do PIB, o dobro do Reino Unido, que também é considerado um país com um dos setores bancários mais desenvolvidos do mundo. Com a eclosão da crise de 2008, o país sofreu um grande colapso econômico. A sua dívida externa líquida, em 2007, correspondia a 250% do PIB. Como comparação, países como Coréia do Sul e Indonésia apresentavam razões de 25% e 35% do PIB respectivamente. Pode-se então imaginar o tamanho do colapso da Islândia.

O estudo realizado por Palma (2009 apud CHANG, 2010)⁵ mostra que a razão do estoque de ativos financeiros para a produção mundial aumentou de 1,2 para 4,4 entre 1980 e 2007. Isso significa que um número cada vez maior de títulos de créditos está sendo criado para cada unidade de produto real da atividade econômica subjacente. Esse mecanismo foi ampliando-se cada vez mais e acabou tornando-se insustentável em alguns segmentos. Esses dados não servem para afirmar que a totalidade do sistema financeiro é deletério à atividade econômica, mas que precisa haver um cuidado para que o capital financeiro não acabe “apagando” os investimentos na parte real e produtiva da economia, comprometendo o desempenho macroeconômico dos países.

⁵ PALMA, Gabriel. The revenge of the Market on the rentiers: why neoliberal reports of the end of history turned out to be premature. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 33, n. 4, 2009.

A figura 1 abaixo, retirada de Palley (2007), mostra essa tendência de queda nos investimentos produtivos na economia norte-americana através da análise dos gastos em investimentos como proporção do PIB. O baixo nível de investimento fixo é um dos resultados possíveis da financeirização e pode ser notado a partir do final da década de 1980. Para a economia norte-americana, a relação entre investimentos fixos como proporção do PIB caiu de 20% para 16,5%, entre 1989 e 2005. Percebe-se uma tendência de queda nos outros tipos de investimento, com exceção ao investimento residencial, que apresentou elevação a partir de 1989 e culminou na bolha especulativa em 2005-2006.

Figura 1 – Gastos em investimentos como proporção do PIB norte-americano

| | Fixed investment/GDP (%) | Non-residential investment/GDP (%) | Equipment & software/GDP (%) | Residential investment/GDP (%) |
|-------------|---------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------|
| 1973 | 17.7% | 11.1% | 7.1% | 5.4% |
| 1979 | 19.2 | 13.0 | 8.4 | 5.5 |
| 1989 | 20.0 | 11.1 | 7.5 | 4.4 |
| 2000 | 17.7 | 12.6 | 9.3 | 4.6 |
| 2005 | 16.5 | 10.2 | 7.4 | 6.2 |

Fonte: Palley (2007, p. 10).

A ideia não é que a defasagem da velocidade entre o sistema financeiro e a economia real seja reduzida a zero, já que uma característica importante do sistema financeiro é o fato de ele poder se alavancar mais para disponibilizar crédito às empresas e às famílias (CHANG, 2010). A crítica do modelo atual é a forma com a qual esse sistema opera na economia, já que o mesmo não possibilita que as empresas possam fazer os investimentos produtivos necessários para o desenvolvimento de longo prazo.

Palley (2007) destaca a aceleração com a qual o capital financeiro atuou na economia norte-americana nas últimas décadas. Pela figura 2, Palley (2007) destaca que, enquanto em 1973, os lucros financeiros norte-americanos equivaliam a 25,7% dos lucros não-financeiros, essa relação aumentou para 49,7% em 2000. Percebe-se também que o total de lucros financeiros em relação ao PIB aumentou de 1,6% para 3,6% no período de 2000 a 2005, enquanto que o lucro do setor não financeiro aumentou de 6,4% para 8,3%.

Figura 2 – Participação dos lucros industriais na economia norte-americana

| | National income (\$ bil.) | Financial sector profits (\$ bil.) | Non-financial profits (\$ bil.) | Financial/non-financial profits | Financial profits/GDP (%) | Non-fin. profits/GDP (%) | Total profits/GDP (%) |
|-------------|---------------------------|------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------|--------------------------|-----------------------|
| 1973 | 1,247.4 | 20.5 | 79.9 | 0.257 | 1.6% | 6.4% | 8.0 |
| 1979 | 2,249.1 | 40.3 | 156.8 | 0.257 | 1.8 | 7.0 | 8.8 |
| 1989 | 4,826.6 | 77.9 | 222.3 | 0.350 | 1.6 | 4.6 | 6.2 |
| 2000 | 8,795.2 | 203.8 | 409.8 | 0.497 | 2.3 | 4.7 | 7.0 |
| 2005 | 10,811.8 | 389.0 | 900.1 | 0.432 | 3.6 | 8.3 | 11.9 |

Fonte: Palley (2007, p. 14).

Como uma das críticas ao pensamento neoliberal, pode-se ressaltar também o trajeto que as políticas neoliberais tomam em direção à manutenção do poder da classe rentista, maior beneficiária da financeirização, o que acaba por gerar desemprego. Isso porque, nessa nova fase de acumulação de capital, que leva ao processo de financeirização como conhecido hoje, o interesse principal do capitalista é que a sua riqueza seja aumentada não através de um processo produtivo de longo prazo, gerador de empregos, mas sim através de uma valorização de curto prazo do seu capital, através da esfera financeira.

Apresentadas as principais tendências da economia contemporânea desde os anos 1970, isto é, ascensão do neoliberalismo e financeirização da macroeconomia, é preciso discutir as características microeconômicas do processo, ou seja, como a financeirização afeta o comportamento das empresas não-financeiras.

2.2 COMPORTAMENTO EMPRESARIAL E A MICROECONOMIA DA FINANCEIRIZAÇÃO

O processo de financeirização da economia mundial vai muito além dos aspectos macroeconômicos dos países em termos de fluxos financeiros e crescente participação do juro na renda nacional. Analisando-se o fenômeno de uma perspectiva microeconômica, nota-se que, no ambiente empresarial, ocorreram mudanças fundamentais nos modelos de gestão e de decisão de investimento devido a essa “moderna” estratégia de acumulação financeira. A mesma começou a ser adotada pelas empresas não-financeiras por causa da maior facilidade em se obter ganhos extraordinários em comparação com outras atividades econômicas.

Sendo a taxa de lucro do setor financeiro muito mais elevada que a taxa de lucro do setor

não-financeiro, para Chang (2010), as empresas estão sendo "financeirizadas" através da contínua expansão de suas subsidiárias financeiras e do declínio de suas atividades industriais básicas, como já observado na tabela 2 e nas figuras 1 e 2. Para se ter uma ideia, entre 1994 e 2003, segundo Boito Jr. (2006), o lucro dos dez maiores bancos brasileiros cresceu 1.039%.

Stockhammer (2000), argumenta que o processo de financeirização da economia mundial levou as empresas não-financeiras a agirem como agentes do mercado financeiro em busca de retorno no curto prazo. O comportamento das empresas acaba sendo afetado de maneira a serem governadas pelas diretrizes dos mercados financeiros. A cultura do acionista, acaba por promover os interesses de curto prazo dos mesmos. A dificuldade encontrada através dessa prática é que:

While 'shareholder value' makes an appealing slogan, the difficulty is that various shareholders might want different things by way of share price or income that could not be easily fitted into one single scale and metric. Furthermore, the generic demand to safeguard shareholder interests or to seek higher returns for shareholders implies specific, different courses of action in different periods and sectors when, for example, stock prices are rising or falling.⁶ (FROUD et al., 2006, p. 36).

Através da implementação de inovações financeiras mais robustas e da crescente globalização mundial, observa-se uma mudança no comportamento dos acionistas. No final da década de 1980 e início da década de 1990, a preferência dos acionistas por ações de empresas nacionais foi notavelmente superior às de empresas estrangeiras. Em 1989, por exemplo, nos EUA, os investidores americanos possuíam 94% das ações americanas e no Reino Unido essa razão era de 82%. Ou seja, a riqueza advinda do mercado de ações estava concentrada no próprio país de origem (FROUD et al., 2006).

Entretanto, a partir dos anos 2000, observou-se o início de um crescente investimento em outros mercados nacionais. Em 2000, o valor das ações estrangeiras nas mãos de investidores americanos chegou a \$1.8 trilhões, valor significativamente maior, mesmo se se considerar a inflação do período, do que os \$198 bilhões da década de 1990. De acordo com Froud et al. (2006), os investidores americanos, em alguns casos, possuíam até 30% das ações de empresas alemãs.

⁶ “Enquanto que o ‘valor para o acionista’ representa um slogan com apelo, a dificuldade é que inúmeros acionistas podem querer coisas diferentes no que diz respeito ao preço das ações ou rendimentos, e isso não pode ser medido em uma única escala ou métrica. Além disso, a demanda genérica para proteger os interesses ou procurar os maiores retornos ao acionista implica em ações específicas e diferentes, e em variados períodos e setores, quando, por exemplo, o preço das ações estão subindo ou descendo.” (Tradução nossa).

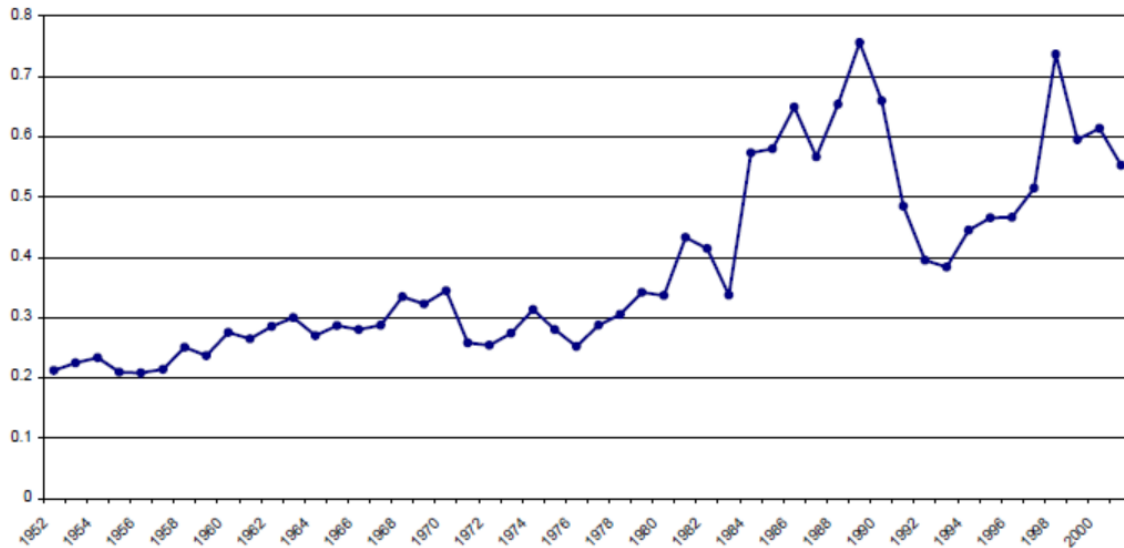
Froud et al. (2006) mostra como no período de 1957 a 2003, no Reino Unido, ocorreu uma queda das ações pertencentes a agentes individuais e um aumento das ações obtidas por agentes institucionais como fundos de pensão e companhias de seguro. Enquanto que em 1957 os agentes individuais detinham 65,8% das ações britânicas, em 2003 essa razão baixou para 14,9% das ações britânicas. Os fundos de pensão, em contrapartida, possuíam, 3,4% das ações britânicas em 1957 e 16,1% das mesmas em 2003.

O mesmo fenômeno observa-se na economia norte-americana, na qual os agentes institucionais possuíam, em 1950, 9,8% do total das ações da bolsa de valores americana e passaram a possuir, em 2003, uma razão de 63,3% (FROUD et al., 2006).

Com a adoção das práticas neoliberais, a performance das empresas não-financeiras foi afetada através da desaceleração da taxa global de crescimento e do aumento da competitividade em setores chaves, o que ocasionou na queda da taxa de lucros e na mudança de um mercado financeiro "paciente" para um mercado financeiro impaciente (CROTTY, 2003). Um mercado financeiro impaciente pode ser entendido pela maior rapidez pela qual o mercado exige a remuneração pelas maiores taxas de lucro. Foi essa impaciência que acabou forçando as empresas a direcionarem partes cada vez maiores de seu fluxo de caixa a agentes financeiros, como mostra a figura 3 para a economia norte-americana.

Pela análise da figura 3, fica claro o início desse processo a partir da metade da década de 1980, quando se altera a intensidade dos fluxos. Nota-se que a partir de 1984, a taxa de pagamentos das empresas não-financeiras ao mercado financeiro como uma porcentagem do fluxo de caixa das primeiras começa a elevar-se de forma mais rápida. A partir de 1986, percebe-se que essa taxa fica acima de 50% na maior parte do período analisado, com exceção do início dos anos 1990, que foram anos de recessão.

Figura 3 - Total de pagamentos aos mercados financeiros por corporações não-financeiras em relação ao fluxo de caixa⁷



Fonte: CROTTY (2003, p.6).

Em seu trabalho, Crotty conclui a análise do gráfico com a seguinte observação: "This is impatient capital in its most extreme form"⁸ (CROTTY, 2003, p. 277). Isso acontece por causa da necessidade encontrada pelas empresas de realizar cortes em seus investimentos e inovações para não ficar em dívida com o mercado financeiro. Essa situação faz com que as críticas ao neoliberalismo se difundam cada vez mais, já que as contratações de trabalho não evoluem, por falta de investimento, ocasionando então queda de salários e aumento da taxa de desemprego. O aumento da demanda agregada acaba sendo limitado, e, conseqüentemente, ocorre um baixo crescimento econômico, como observado na tabela 1, desde o final dos anos 1980, através da ampla aceitação mundial das doutrinas neoliberais.

Constata-se então um "paradoxo neoliberal", já que

[...] intense product market competition made it impossible for most NFCs⁹ to achieve high earnings most of the time, but financial markets demanded that NFCs generate ever-increasing earnings and ever-increasing payout ratios to financial agents or face falling

⁷ Do original em inglês.

⁸ "Isso é capital impaciente na sua forma mais extrema". (Tradução nossa).

⁹ NFC é a sigla para "nonfinancial corporations", que, em português, significa corporações não-financeiras.

stock prices and the threat of hostile takeover.¹⁰ (CROTTY, 2003, p. 272).

Portanto, não basta apenas que as empresas estejam atentas ao crescimento da competitividade em seus setores chaves. As mesmas têm que estar preparadas para o atual jogo financeiro, no qual o mercado exige que seus resultados sejam cada vez maiores e mais rápidos. O grande paradoxo nessa história é que, para que a empresa ganhe espaço no mercado através da competitividade, é necessário que a mesma invista em capital fixo, com a ampliação dos seus maquinários, treinamento de pessoal, investimento em P&D, entre outros. Esses investimentos requerem tempo para amadurecimento, mas no capitalismo financeirizado atual, tempo é algo que os agentes financeiros e, principalmente, os investidores institucionais, não estão dispostos a perder (BRANCO, 2010).

A saída que as empresas e os gestores encontram nesse modelo acaba sendo a sua própria financeirização, em detrimento da manutenção do seu crescimento produtivo, que exige um panorama de longo prazo. Por exemplo, no ambiente econômico do pós-II Guerra, nota-se uma preocupação e uma preferência das empresas e dos seus gestores no que diz respeito ao crescimento e ao desenvolvimento das mesmas (STOCKHAMMER, 2000).

Os empresários estavam preocupados em gerir as empresas de forma que, ano após ano, as mesmas crescessem; o seu interesse não estava calcado apenas na obtenção de lucros de curto prazo. Contrapondo-se a essa visão, com a introdução do pensamento neoliberal, o processo de financeirização atinge a empresa internamente, ou seja, a partir do momento em que a ideia da "cultura da ação", como título de propriedade, começa a ser posta em prática, a preferência dos gestores também muda de lado:

Through the shareholder revolution, its [managers] interests got realigned with those of shareholders, who have a stronger preference for profits, as opposed to growth. If the firm faces a growth-profit trade-off, than such a change will lead to lower investment on the firm level.¹¹ (STOCKHAMMER, 2000, p. 4).

Em um ambiente empresarial, porém, é importante entender que algumas decisões

¹⁰ “A intensa competição de produtos no mercado fez com que fosse possível para a maioria das corporações não-financeiras alcançarem níveis elevados de ganhos na maior parte do tempo, mas os mercados financeiros demandaram que as corporações não-financeiras gerassem ganhos e taxas de pagamentos ainda mais elevados para os agentes financeiros, ou encarassem a queda no preço das ações e a ameaça de uma aquisição hostil” (Tradução nossa).

¹¹ “Através da revolução do acionista, os interesses [dos gerentes] foram realinhados com os dos acionistas, que têm uma maior preferência por lucros - em oposição ao crescimento. Se a empresa enfrenta um trade-off de crescimento para lucro, tal mudança levará a menores investimentos no nível da empresa.” (Tradução nossa).

tomadas internamente pelas empresas acabam nem sempre beneficiando os acionistas da forma como os mesmos desejam, isto é, nem sempre o lucro será o previsto. Isso ocorre pois as empresas realizam investimentos produtivos que, no curto prazo, nem sempre gerarão o retorno esperado. Entretanto, esses investimentos são extremamente necessários para a própria manutenção e crescimento da empresa no longo prazo.

Outra característica importante inerente ao processo de financeirização é a alteração das relações internas das empresas. Dito isso, pode-se diferenciar três tipos de classes sociais presentes no âmbito das relações empresariais: os trabalhadores, os capitalistas industriais e os rentistas (STOCKHAMMER, 2000). Enquanto os trabalhadores possuem como renda o seu salário, os rentistas recebem os juros e os dividendos e ganhos de capital de suas ações e os capitalistas industriais recebem os lucros do empreendimento. O capitalista industrial hoje pode ser caracterizado como um gestor que terá que assumir compromissos tanto quanto ao crescimento da empresa, mas também terá que pensar de uma forma "rentista", já que parte de sua renda também é dada através dos lucros de suas ações e dos juros das aplicações. Ele encontra-se muitas vezes em posições contraditórias, já que a sua renda depende de tomadas de decisões que a afetam de diferentes maneiras:

[...] the 'industrial capitalist' is an abstract category that, at least in modern capitalism, does not exist as such. The capitalist is defined by virtue of receiving profit income, part of which will be distributed as dividends or interest payments to rentiers. Any real life capitalist will therefore have a double position as the capitalist during the day making decisions concerning the firm, and as rentier in the evening and on weekends living of the income distributed to the owner of the firm.¹² (STOCKHAMMER, 2000, p.5).

O processo de financeirização, acaba fazendo com que o capitalista opte pela via do lucro imediato, ao invés de se preocupar com o crescimento da empresa. A pressão realizada pelos acionistas - os *shareholders* - pela manutenção dos seus lucros, faz com que a principal preocupação do capitalista industrial não seja com o crescimento persistente de sua empresa; o foco passa a ser a obtenção de lucros imediatos aos acionistas.

¹² “[...] o ‘capitalista industrial’ é uma categoria abstrata que, pelo menos no capitalismo moderno, não existe como tal. O capitalista é definido por receber renda de lucros, parte da qual será distribuída como dividendos ou pagamento de juros aos rentistas. Qualquer capitalista da vida real terá, portanto, uma dupla posição: como capitalista durante o dia, tomando decisões que dizem respeito à empresa, e como rentista à noite e finais de semana, vivendo da renda distribuída ao dono da empresa”. (Tradução nossa).

Esse processo faz com que o investimento em capital fixo, que necessita de um período maior de maturação, seja colocado de lado, em favor de outros tipos de investimento com retornos mais imediatos, mas que nem sempre são os mais adequados em necessários ao crescimento da empresa como um todo.

Fica claro então que as decisões empresariais ficam à mercê desse novo ambiente institucional, no qual os gestores se tornam reféns já que

The shareholder revolution included a market for corporate control, i.e. the possibility of firing managers and performance related pay schemes. These institutional changes will lead managers to adopt management policy closer to shareholders' preferences, i.e. profitability will gain in weight relative to growth. If the firm in fact faces a trade-off between profits and growth, this translates into lower investment activity¹³. ¹⁴ (STOCKHAMMER, 2000, p. 22).

Além disso, as pequenas empresas também acabam sendo atingidas pelo processo de financeirização, já que fica difícil para as mesmas obterem créditos bancários para realizar investimentos duradouros e fazer com que suas empresas cresçam. Isso porque,

As pequenas empresas enfrentam dificuldades para obter crédito bancário de longo prazo, tornando o investimento real mais dependente da geração e disponibilidade dos fundos internos. Nesse sentido, a financeirização tem impacto negativo sobre a acumulação de capital dessas empresas. (BRANCO, 2010, p. 80).

Dessa forma, a empresa direcionará mais recursos para a aquisição de ativos financeiros, caso haja um aumento de rentabilidade do investimento financeiro, o que acaba por reduzir a disponibilidade de recursos para a aquisição de capital fixo e consequente consolidação de seu crescimento e desenvolvimento.

É notável então a influência exercida tanto pelo modelo neoliberal, quanto pela consequente globalização das economias mundiais, no processo de financeirização. Assim como as decisões governamentais tiveram que se adaptar a esse modelo, no qual o capital financeiro é o ator principal, no âmbito microeconômico, as decisões empresariais também tiveram que adotar uma nova forma de gestão.

¹³ Repetição do autor (STOCKHAMMER, 2000, p. 4).

¹⁴ “A revolução do acionista incluiu um mercado para o controle corporativo, isto é, a possibilidade de demitir gerentes e esquemas de pagamento baseados em performance. Essas mudanças institucionais vão levar os gerentes a adotar políticas gerenciais mais próximas às preferências dos acionistas, ou seja, a lucratividade ganhará em peso relativo do crescimento. Se a firma, de fato, enfrentar um trade-off entre lucros e crescimento, isso será traduzido em uma menor atividade de investimento”. (Tradução nossa).

O antigo modelo de crescimento econômico pautado pelo aumento dos investimentos produtivos no setor real da economia é substituído por um crescimento do setor financeiro, característica fundamental do atual capital financeirizado.

3 A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA: ASPECTOS MACROECONÔMICOS

No final da década de 1980, através da liberalização comercial e financeira, a economia brasileira deu os seus primeiros passos em direção à financeirização. Percebe-se que, nesse período, a economia brasileira mostrava um “processo particular de financeirização” que, ao continuar até os dias atuais, bloqueia a acumulação de capital produtivo e acaba por reduzir o potencial de crescimento da economia, assim como o de geração de emprego e de renda (BRUNO, 2007).

Para Bruno (2007, p. 1), através de uma análise de longo prazo identificam-se algumas tendências da economia brasileira após a inserção no processo de globalização. Entre elas, podem-se citar:

[...] uma persistente queda da participação relativa do capital produtivo no estoque de capital fixo total; uma expansão rápida da renda de juro, que, atingindo a média de 29% da renda disponível bruta, entre 1993 e 2005, representa uma elevadíssima carga financeira sobre o produto total; e, como um resultado direto, a permanência da trajetória de baixo crescimento econômico que se conjuga, em seus efeitos adversos, com um processo persistente de desestruturação da relação salarial e de reconcentração funcional da renda.

Num primeiro momento a acumulação financeira brasileira se dava através da dívida pública e dos ganhos inflacionários. Num período posterior, após a liberalização financeira e a estabilidade monetária com o Plano Real, a renda de juros substituiu os ganhos inflacionários e observa-se então as principais características do processo de financeirização da economia brasileira (BRUNO, 2007).

Este capítulo pretende mostrar a evolução histórica do processo de financeirização da economia brasileira¹⁵. Para tanto, o capítulo está dividido em duas subseções. Na primeira, são discutidas as fases da financeirização brasileira, e na segunda, são apresentados os indicadores macroeconômicos de financeirização da economia brasileira.

¹⁵ Devido à insuficiência de trabalhos e pesquisas realizados no âmbito desse assunto para a economia brasileira, as referências bibliográficas utilizadas neste capítulo resumem-se a poucos autores brasileiros.

3.1 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Após um período de altas taxas de crescimento, conhecido como o “milagre econômico brasileiro”, o país começou a sentir, na década de 1980, o esgotamento desse sistema: a trajetória de forte expansão do crescimento da economia brasileira encontrava-se num rumo descendente. As elevadas taxas de crescimento do PIB observadas no período do milagre econômico foram possíveis através de um regime comandado por altas taxas de lucro e de concentração da renda e da riqueza. Para Bruno (2007, p. 2), “[...] os ganhos de produtividade não contribuíam significativamente para o crescimento dos salários, comprometendo a evolução da demanda agregada”.

Dessa forma, para a sustentação desse regime era necessária a entrada constante de capitais externos na economia brasileira. Na década de 1980, com a queda nos aportes de capitais externos, devido ao período de crise que a economia mundial experimentava, o cenário econômico positivo reverteu-se, iniciando então o processo de financeirização da economia brasileira.

No entanto, para Bruno (2007), após o esgotamento do chamado milagre econômico, a dominância das finanças só foi possível por causa de “certas condições institucionais” presentes no país naquele momento. O PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo), de 1964, foi o grande responsável para a constituição de um sistema bancário-financeiro desenvolvido. A criação da correção monetária possibilitou a indexação dos ativos financeiros à evolução da inflação. O objetivo principal da correção monetária era “[...] garantir aos credores da dívida pública a reposição das perdas inflacionárias sobre a detenção de títulos públicos e sobre os fluxos de renda correspondentes” (BRUNO, 2007, p. 8). Numa economia na qual a inflação detinha um papel determinante nas decisões de investimento, a correção monetária servia como um instrumento para reduzir os riscos de perdas financeiras.

Bruno (2007, p. 9) salienta que a prática da correção monetária acabou tornando-se “[...] a base de uma indexação generalizada de preços e salários”. Como resultado direto observou-se

[...] a completa perda da função reserva de valor por parte da moeda emitida pelo Estado brasileiro, já que os ativos financeiros privados indexados à inflação substituíram com muito mais eficácia a moeda corrente nesta função. Essa “privatização” da função reserva de valor representava, no entanto, uma base formidável para o desenvolvimento

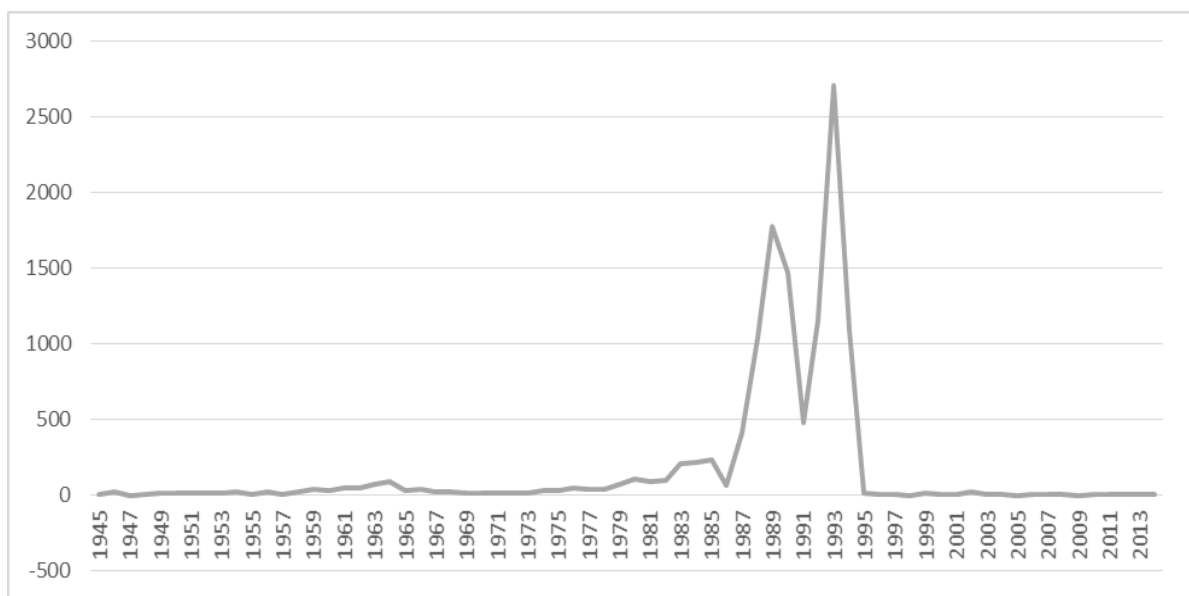
dos lucros bancários – já que, sob alta inflação, a liquidez passava a ser retida, administrada e criada endogenamente pelas instituições financeiras. (BRUNO, 2007, p. 9).

De acordo com Bruno (2007), pode-se observar duas fases distintas da financeirização brasileira. A primeira, na década de 1980, na qual os ganhos inflacionários tinham um papel fundamental; e a segunda fase, já na década de 1990, marcada pela liberalização financeira e pelos ganhos financeiros atrelados a elevadas taxas de juros.

A primeira fase da financeirização brasileira, iniciada na década de 1980, é caracterizada pelos grandes lucros do setor bancário, obtidos através dos ganhos inflacionários proporcionados pelo uso do dispositivo da correção monetária. Dessa forma, pode-se apresentar essa primeira fase da financeirização brasileira como “uma financeirização baseada na moeda indexada e na reprodução das tendências à estagnação e à alta inflação” (BRUNO, 2007, p. 10).

As elevadas taxas de inflação do período, como mostra o gráfico 1, são o instrumento principal do início do processo de valorização do capital financeiro. Fica claro no gráfico como, a partir do início da década de 1980, ocorre um processo de elevação da taxa de inflação, que só irá voltar a patamares inferiores após 1994, com a estabilização monetária proporcionada pelo Plano Real. Em 1993, a taxa de inflação brasileira atinge o seu maior nível e chega a 2.708%.

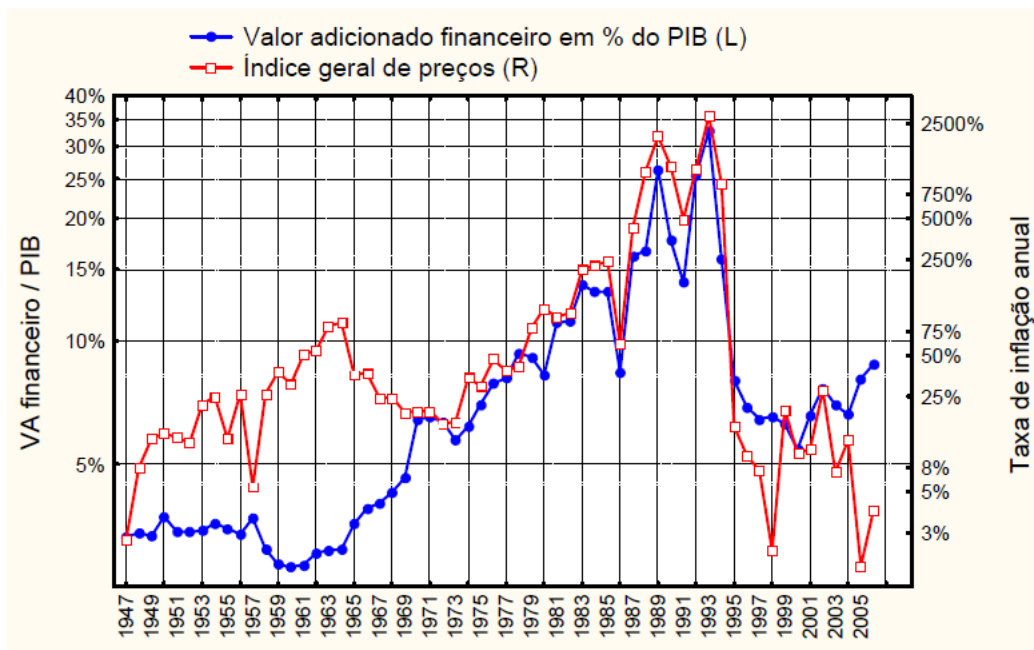
Gráfico 1 – Taxas de inflação (1945 – 2013)



Fonte: IPEA. Elaboração própria.

Pela figura 4 abaixo, também pode-se observar essa forte relação entre taxa de inflação e ganhos financeiros, típicos desse período. Bruno (2007) mostra, através de uma análise econométrica, a existência de uma relação de co-integração entre a taxa de inflação e a participação do valor adicionado financeiro no PIB brasileiro. Essa relação é notada principalmente no período de 1970 a 1993, e mostra que, de acordo com o estudo realizado, “um aumento de 10% na taxa de inflação expande o valor adicionado financeiro como porcentagem do PIB em cerca de 3%.” (BRUNO, 2007, p. 11). Fica claro então o papel de extrema importância que tiveram as taxas de inflação nesse primeiro momento da financeirização brasileira.

Figura 4 – Inflação e agregação relativa de valor financeiro (1947 – 2006)



Fonte: Bruno (2007, p. 10).

A década de 1990, na qual ocorreu a liberalização comercial e financeira, deu início à segunda fase da financeirização da economia brasileira. A acumulação rentista passou a ser realizada através dos ganhos provenientes dos ativos de renda fixa atrelados à dívida pública. Segundo Bruno (2007), o processo de financeirização brasileiro possui características diferentes quando comparado ao processo em outros países. Nos EUA, por exemplo, a financeirização baseia-se no mercado de capitais ou em títulos de renda variável; já no Brasil, esse processo pode

ser classificado como um processo de financeirização por juros.

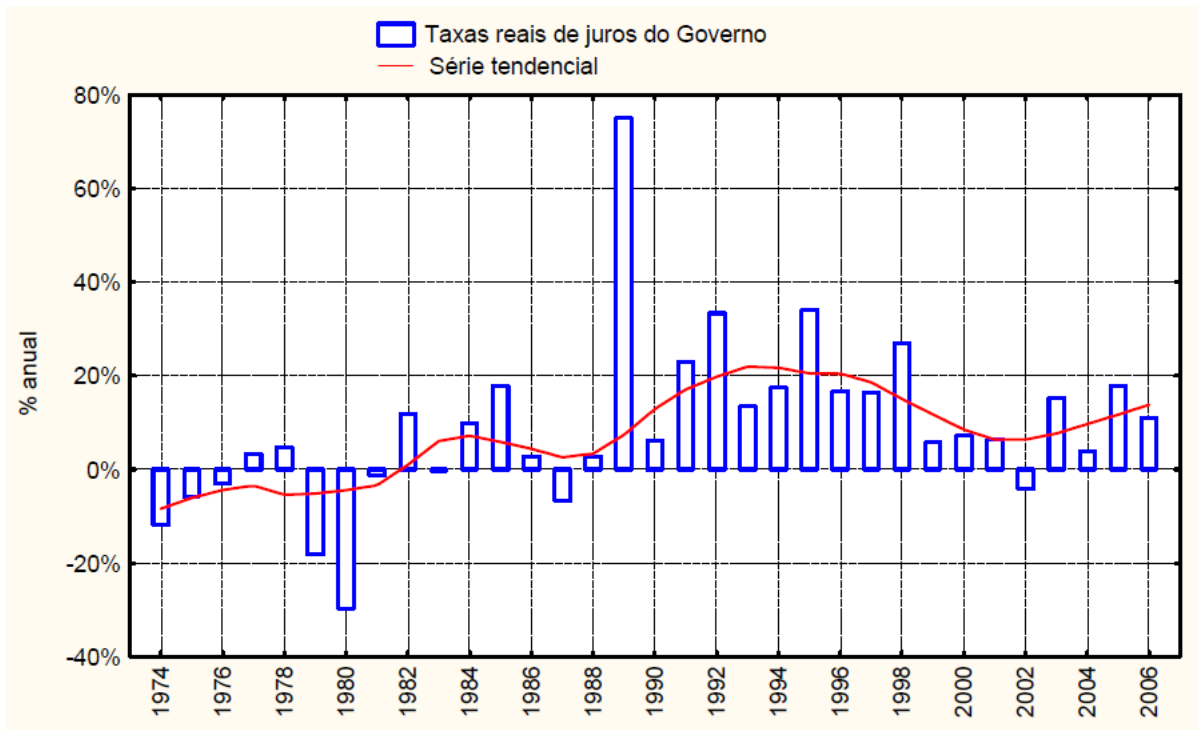
Segundo Paulani (2012, p. 92), a elevação das taxas reais de juros é uma das características deste período:

A partir da estabilização monetária produzida pelo Plano Real, outras providências foram tomadas no mesmo sentido, como a concessão de isenções tributárias a ganhos financeiros de não residentes, alterações legais para dar mais garantias aos direitos dos credores do estado, e uma reforma previdenciária para cortar gastos públicos e abrir o mercado previdenciário ao capital privado. Em paralelo, mas tudo contribuindo para o mesmo resultado, adotou-se uma política monetária de elevadíssimos juros reais e um controle fiscal bastante rígido (buscando gerar polpudos superávits primários) e deslanchou-se o processo de privatização.

Portanto, a economia brasileira nesse período encontrava-se num momento de baixas taxas de inflação e elevadas taxas reais de juros. Para Bruno (2007, p. 13) a ascensão do pensamento neoliberal e as reformas estruturais realizadas - como as privatizações, a reforma do Estado e a reestruturação industrial – tinham como objetivo a “[...] retomada do processo de crescimento e de desenvolvimento econômicos.”.

Pela figura 5, ainda do estudo realizado por Bruno (2007), observa-se no gráfico que, a partir do início da década de 1990, há uma elevação da taxa de juros em comparação com o período que vai de 1974 a 1988. Dessa forma, grande parte da renda da sociedade é transferida para os segmentos rentistas.

Figura 5 - Taxas reais de juros dos títulos do governo (1974-2006)



Fonte: Bruno (2007, p. 13).

Pode-se afirmar então, que, a partir da década de 1990, a economia brasileira passou, de fato, a um regime de crescimento baseado nas finanças, no qual o capitalismo financeiro encontra a sua perpetuação, como observa Bruno (2009, p. 86):

Regimes do tipo *finance-led growth*¹⁶ não são em geral capazes de garantir taxas altas e sustentáveis de crescimento da renda per capita, porque isto implicaria que os proprietários de capital aceitassem abrir mão da elevada rentabilidade e liquidez proporcionada por ativos de curto prazo conectados à dívida pública, em favor de imobilizações ou ativos reais que, embora diretamente produtivos e relevantes do ponto de vista social, tendem a apresentar maiores riscos e menor rentabilidade.

Quando se discute um regime de crescimento baseado nas finanças, alguns indicadores, interpretados como um sinal de que a economia brasileira encontra-se em uma trajetória de crescimento econômico sustentável, quando analisados numa perspectiva de longo prazo, revelam uma "[...] baixa propensão a investir do lucro médio e a permanência de taxas ainda muito baixas de crescimento do estoque de capital fixo produtivo." (BRUNO, 2009, p. 86).

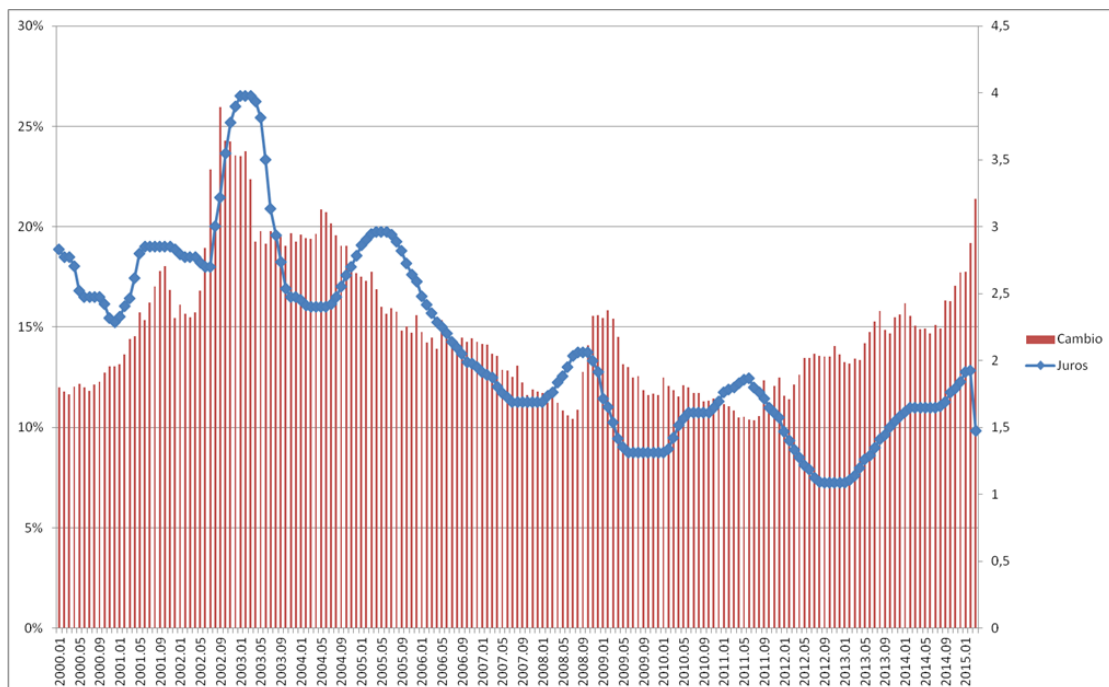
¹⁶ "Regime de crescimento baseado nas finanças". (Tradução nossa).

No caso brasileiro, sendo essa segunda fase da financeirização caracterizada pela utilização do mecanismo da taxa de juros para a acumulação financeira, em um contexto de liberalização financeira, é necessário entender também as relações com as taxas de câmbio, em particular a predominância do dólar na economia mundial (MILAN, 2012). Branco (2010) argumenta que

Durante os ciclos de liquidez, a taxa de câmbio flutua devido aos movimentos da conta capital, mas no período de baixa liquidez, o câmbio se desvaloriza provocando um movimento de elevação da taxa de juros para não contaminar a inflação. Além disso, nos momentos de abundante entrada de capitais, a taxa de juros é utilizada para apreciar o câmbio e combater a inflação. (BRANCO, 2010, p. 46)

Esse movimento é explicitado através do gráfico 2. Nos anos de 2006 e 2007, por exemplo, ocorreu uma contínua valorização do real e uma tendência de queda na taxa de juros. Já no segundo semestre de 2008, com a desvalorização cambial, houve uma elevação da taxa de juros, para que a inflação não fosse afetada e os ganhos patrimoniais mantidos.

Gráfico 2 – Brasil: taxa de câmbio R\$/US\$ x taxa real de juros (2000 – 2015)



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

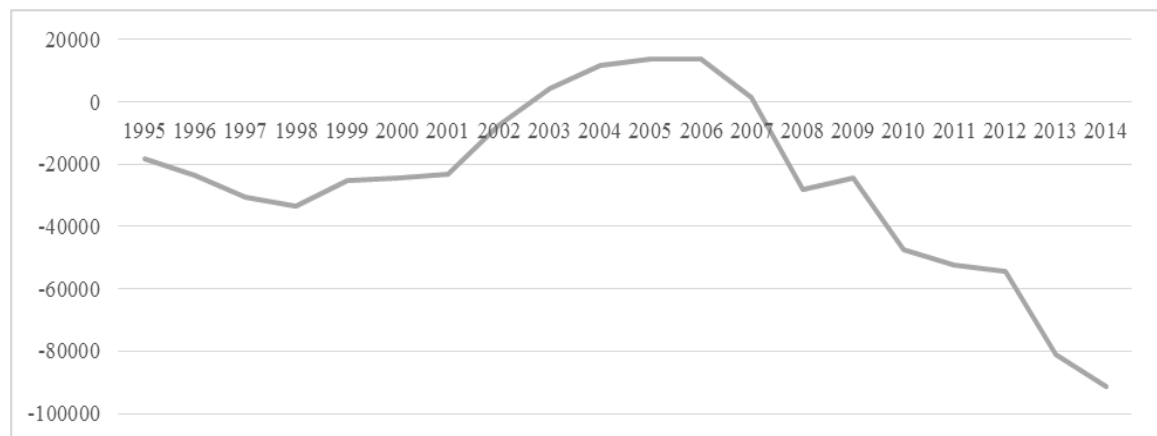
Diferentemente do início dos anos 2000, quando a desvalorização da moeda e a ascensão dos preços das commodities gerou resultados positivos em transações correntes, em meados dos

anos 2000, a situação econômica inverteu-se. Houve uma contínua revalorização da moeda que, juntamente com a queda dos preços das *commodities*, ocasionou déficits em transações correntes.

O gráfico 3 mostra o déficit persistente em transações correntes, que inclui o saldo da balança de rendas, influenciado pelos movimentos de juros e lucros remetidos ao exterior. Então, num momento no qual as taxas de juros são altas e o real continua valorizando-se, gerando ganhos em mercados de derivativos, o Brasil é considerado "o paraíso dos ganhos rentistas" (PAULANI, 2012, p. 94).

Para Paulani (2012), o resultado da contínua entrada de capitais estrangeiros no Brasil, principalmente do dólar americano, fez com que o real ficasse em constante estado de sobrevalorização, o que, do ponto de vista produtivo, ocasiona uma reprimarização da pauta de exportações, bem como um processo de desindustrialização da economia brasileira.

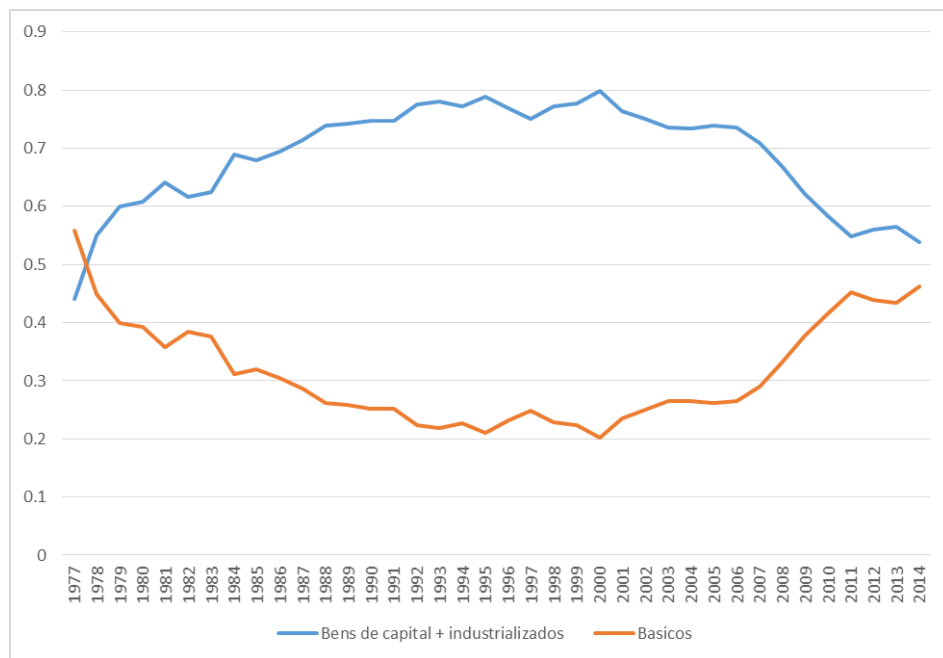
Gráfico 3 – Transações correntes (1995 – 2011) – US\$ milhões



Fonte: IPEA. Elaboração própria.

O gráfico 4 mostra a evolução das exportações brasileiras desde 1974. A partir do ano 2000 percebe-se uma tendência de crescimento das exportações dos produtos básicos e uma queda nas exportações de produtos industrializados e bens de capital. Ou seja, pelo mecanismo cambial a financeirização pode estar contribuindo para uma forte reversão produtiva no Brasil, com implicações importantes para o desempenho macroeconômico de longo prazo.

Gráfico 4 – Exportações: participação de setores - %



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

Além disso, podem-se destacar outras consequências macroeconômicas da financeirização da economia brasileira, de acordo com Bruno (2011):

- a) a esterilização da poupança de famílias e de empresas por seu uso improdutivo: a financeirização leva a uma preferência pela liquidez dos agentes econômicos;
- b) a perda de autonomia da política econômica: expansão da dívida pública interna devido às demandas de valorização rentista dos capitais de curto prazo;
- c) tendência à forte apreciação real da taxa de câmbio: desenvolvimento da indústria e dos setores de alta tecnologia são afetados negativamente com a excessiva valorização do real frente ao dólar;
- d) pressões recorrentes sobre o equilíbrio externo: pressão sobre o balanço de pagamentos, que gera um ciclo vicioso entre apreciação cambial e aumento das taxas de juros;
- e) intensificação da concentração funcional e setorial da renda: transferência de renda dos

devedores para os credores e das atividades produtivas para as empresas financeiras.

No caso brasileiro, de acordo com Bruno (2007), o processo de financeirização da economia acaba sendo um empecilho para o desenvolvimento do país, já que o investimento produtivo acaba tornando-se pouco atrativo. Isso ocorre devido exatamente a esse arranjo econômico que se encontra vigente no país. Arranjo no qual as operações financeiras são muito atrativas e acabam por reduzir as mobilizações de capital para os setores produtivos da economia, considerados de maior risco.

Na próxima seção, outros indicadores macroeconômicos da financeirização brasileira são apresentados, de forma a complementar os fundamentos explicitados até aqui.

3.2 INDICADORES ADICIONAIS DA FINANCEIRIZAÇÃO BRASILEIRA

Com o objetivo de elucidar a abordagem empregada até o momento, esta seção apresenta alguns indicadores macroeconômicos adicionais da financeirização brasileira. Entre os indicadores indiretos que podem ser utilizados para medir e averiguar a financeirização da economia brasileira pode-se citar a relação $FBCF/PIB$ ¹⁷, a taxa de crescimento do lucro macroeconômico, a taxa de crescimento da propensão a investir dos lucros e a taxa de crescimento da acumulação do capital produtivo. Entre os indicadores diretos, enfatiza-se a razão do estoque de ativos financeiros/estoque de ativos produtivos.

A formação bruta de capital fixo (FBCF) é um indicador que mede o quanto as empresas aumentaram os seus bens de capital num determinado período. Por bens de capital entende-se aqueles bens que servem para produzir outros bens, como, por exemplo, máquinas, equipamentos e material de construção. Esse indicador é utilizado para o cálculo indireto da financeirização, pois é através dele que se pode analisar se a capacidade de produção do país está crescendo (WOLFFENBÜTTEL, 2004). Uma economia financeirizada tende a investir menos e logo a acumular menos capital (STOCKHAMMER, 2000).

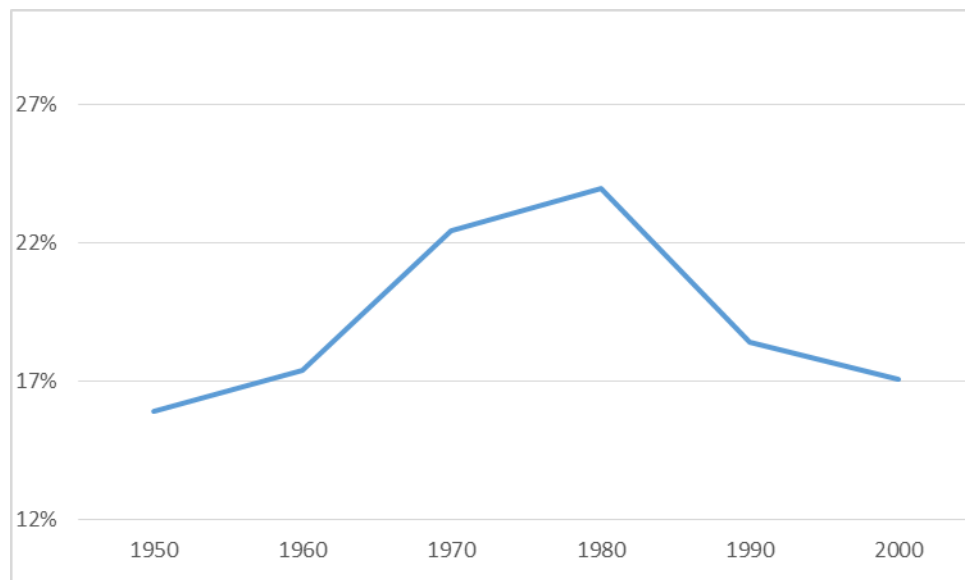
Sendo assim, a relação $FBCF/PIB$ ou taxa de investimento é um dos dados indiretos mais significativos que podem sugerir a financeirização do capitalismo brasileiro, já que analisa qual a porcentagem do PIB que está sendo investida no aumento efetivo da capacidade produtiva do

¹⁷ FBCF = formação bruta de capital fixo e PIB = produto interno bruto

país mais do que em ativos financeiros. Pela análise do gráfico 5, observa-se uma queda contínua dessa relação desde a década de 1980, sendo que na década de 2000 encontra-se no menor patamar desde 1960. Entende-se então que, após o período do milagre econômico, essa taxa declinou e não recuperou mais os patamares atingidos anteriormente. A partir da década de 1990, observa-se uma estagnação dessa relação entre 18 e 17%. Essa relação é muito baixa quando comparada à China, por exemplo, onde essa relação encontrava-se em 27,5%, em 1991, e 42,16%, em 2003; o que mostra a diferença entre as taxas de crescimento desses dois países – chamados de emergentes - nas últimas décadas (VIEIRA, 2006).

Para corroborar esses dados, um estudo realizado por Bruno (2009) mostra esse mesmo efeito, já que relata a queda da taxa bruta de acumulação de capital fixo total desde o ano de 1950 até 2006. Após o início da década de 1980, a tendência de queda tornou-se mais acentuada.

Gráfico 5 – Média da taxa anual FBCF/PIB por década



Fonte: IBGE (2010). Elaboração própria.

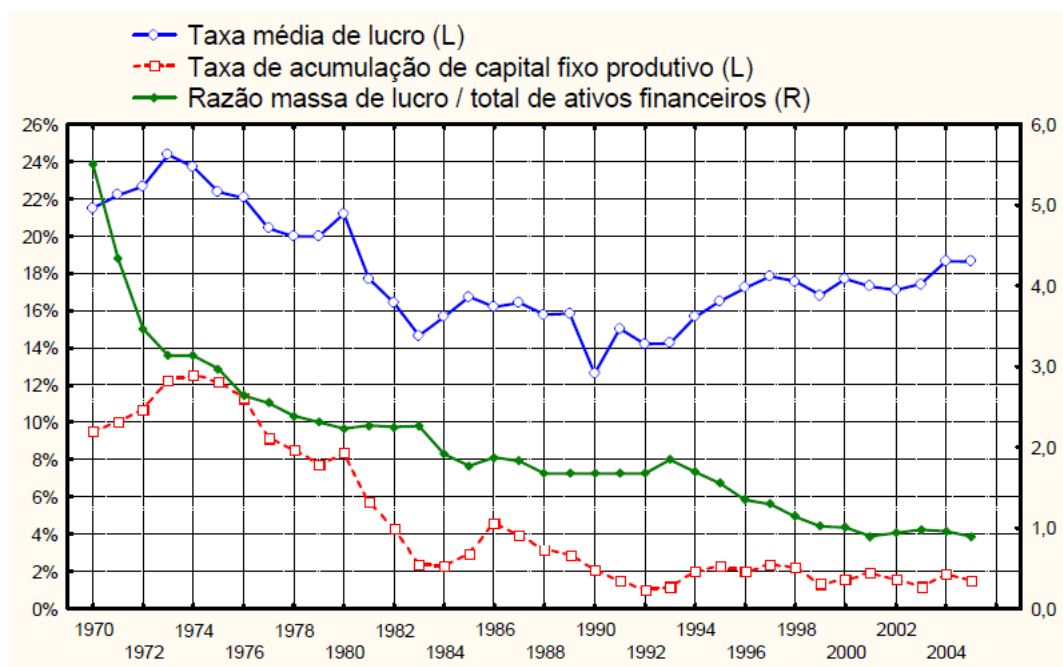
Como já observado anteriormente, um dos efeitos principais da financeirização é o aumento das taxas esperadas de retorno das aplicações em ativos financeiros. Isso ocorre pois é a partir do setor financeiro, e não do setor produtivo, que a rentabilidade dos investidores é garantida. Bruno (2007) ressalta que esse processo possui fundamental relevância socialmente, já que projetos que visam ao desenvolvimento econômico podem ser descartados se suas taxas de

retorno não forem tão satisfatórias quanto as taxas de retorno de outros investimentos do setor financeiro.

Esse processo é defendido por Bruno (2007) com base na figura 6. Sendo a razão massa de lucro/ativos financeiros uma “[...] proxy da parcela da poupança das empresas (lucros não-distribuídos aos proprietários de capital) que está sendo alocada em ativos financeiros e não se destina aos investimentos produtivos” (BRUNO, 2007, p. 18), entende-se que a queda deste indicador expressa a existência de um processo de financeirização da poupança das empresas. Esse efeito é percebido com uma maior velocidade a partir da metade da década de 1990 e atinge seus níveis inferiores nos anos 2000.

Mais uma vez percebe-se uma queda na taxa de acumulação de capital fixo produtivo, chegando aos patamares inferiores a partir do início da década de 1990.

Figura 6 – Lucro, acumulação produtiva e razão massa de lucro/ativos financeiros (1970 – 2005)

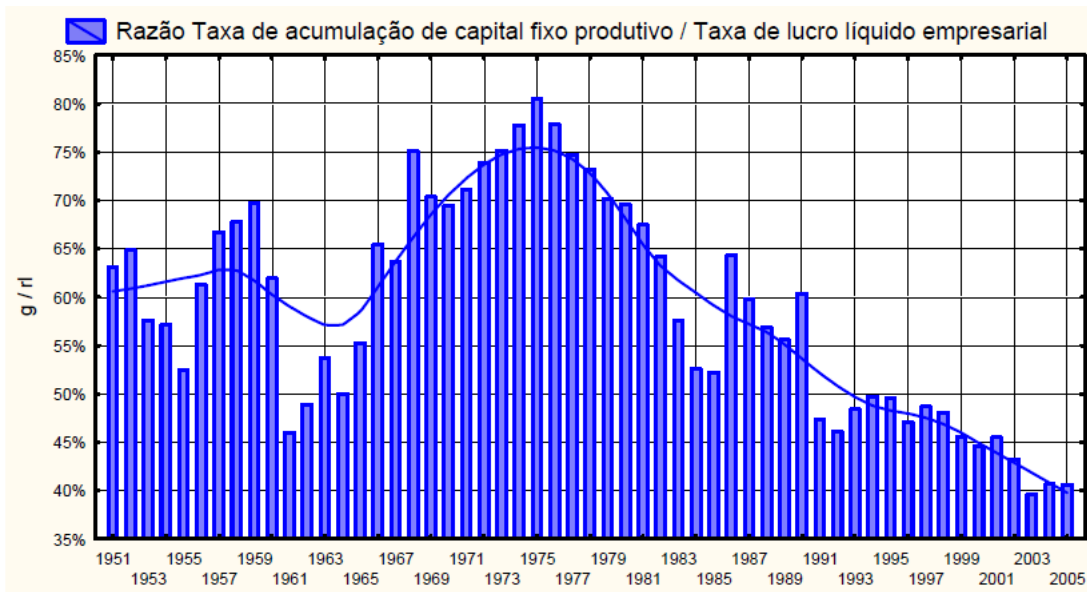


Fonte: Bruno (2007, p. 17).

Através da análise das taxas de lucro empresariais, observa-se também a mudança que o processo de financeirização acarretou no que diz respeito à destinação dos lucros empresariais. A figura 7 abaixo, retirada do estudo realizado por Bruno (2007), mostra essa mudança na decisão

de investimento das empresas. Na década de 1970, no período chamado de “milagre econômico” da economia brasileira, observa-se que a proporção dos lucros investidos em formação de capital fixo atinge o seu patamar mais elevado, chegando ao nível de 80% em 1975. A partir de então, nota-se uma tendência persistente de queda, o que pode ser considerado como um indicador indireto de financeirização.

Figura 7 – Proporção do lucro líquido empresarial investido em formação de capital fixo produtivo (1951 – 2005)



Fonte: Bruno (2007, p. 21).

Para Bruno (2009, p. 98), os dados da tabela 3 abaixo sugerem um “[...] sinal inequívoco da existência de fatores estruturais que desestimulam a alocação diretamente produtiva da poupança das unidades produtivas”. Isso porque, no período 1996-2006, a baixa propensão a investir dos lucros (queda média de 1,70% a.a.) é a principal responsável pela estagnação da taxa bruta de acumulação de capital fixo total, mesmo com a ascensão da taxa média de lucro, que é a maior do período. Portanto, o regime de crescimento observado na economia brasileira, após o período de liberalização financeira, pode ser caracterizado como um regime que apresenta elevadas taxas de lucro macroeconômico e baixas taxas de acumulação de capital produtivo (BRUNO, 2009).

Tabela 3 – Taxa bruta de acumulação de capital fixo e seus determinantes (1950 – 2006)

| Período | 1950 - 1962 | 1966 - 1980 | 1984 - 1993 | 1996 - 2006 |
|------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Taxa bruta de acumulação de capital fixo | 13,24 | 12,19 | 5,99 | 5,55 |
| Propensão a investir dos lucros (média) | -1,19 | 1,65 | -0,86 | -1,70 |
| Taxa de lucro (média) | -3,33 | 0,09 | -1,64 | 1,93 |

Fonte: Adaptado de Bruno (2009, p. 98).

Em relação às contas externas da economia brasileira, a tabela 4 mostra a composição da posição de investimento internacional, comparando os anos de 2001 e 2014.

Tabela 4 – Contas externas (2001 – 2014)

| CONTAS EXTERNAS 2001 - 2014 (valores em milhões) | | | |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|------------------|
| | 2001 | 2014 | 2014/2001 |
| Reservas Internacionais | 35.866 | 363.551 | 1014% |
| Investimentos Externos Diretos | 121.949 | 754.769 | 619% |
| Investimentos em Carteira | 151.477 | 515.788 | 341% |
| PII (Posição de Investimento Internacional) | -261.734 | -753.161 | 288% |

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O crescimento do saldo negativo da posição de investimento internacional mostra o aumento das obrigações que o país vem adquirindo com o exterior desde 2001, quando esse valor era de US\$261.734 milhões e aumentou para US\$753.161 milhões em 2014. Mesmo com o crescimento das reservas internacionais nesse período, de US\$35.866 milhões para US\$363.551 milhões, ainda não é o suficiente para assegurar que as contas externas brasileiras se equilibrem. Paulani (2011, p. 17) destaca que

É verdade que o aumento das reservas, que tem se dado a uma velocidade muito grande, confere certa segurança, digamos assim, “financeira”, [...] ao menos de imediato, as contas externas não parecem impor restrição ao crescimento da economia. Mas não se pode esquecer da contradição que há aí, pois a elevação das reservas não se deve a um bom desempenho das contas correntes, mas, ao contrário, à enorme magnitude da chamada poupança externa, ou seja, dos mesmos capitais que ensejam o aumento do envio de recursos ao exterior e, por conseguinte, a redução da renda nacional disponível. O equilíbrio financeiro das contas externas está muito longe de representar, portanto, um sólido equilíbrio macroeconômico.

Em relação à balança de rendas, a figura 8 abaixo, do estudo realizado por Paulani (2012) mostra o crescimento real, no período de 1994 a 2010, das despesas com rendas e investimentos do balanço de pagamentos.

Figura 8 – Crescimento do balanço de rendas (1994 – 2010) – em %

(Em %)

| Item | Período 1994-2010 |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| Crescimento real do PIB | 73 |
| Crescimento das despesas com rendas do balanço de pagamentos | 315 |
| Crescimento das despesas com investimentos diretos (balança de rendas) | 465 |
| Crescimento das despesas com investimentos em carteira (balança de rendas) | 1.448 |
| Crescimento das despesas com títulos de renda fixa (balança de rendas) | 2.093 |

Fonte: Paulani (2012, p. 96).

Observa-se que, nesse período, enquanto que o PIB teve um crescimento de 73%, as despesas com o pagamento de títulos de renda fixa, por exemplo, cresceram, de forma consideravelmente superior, a 2.093%. Paulani (2012, p. 96) observa ainda que é preciso enfatizar

[...] o absoluto descompasso existente entre a velocidade de crescimento da geração de renda no país e a velocidade de crescimento da captura de renda por rentistas externos, diferença que fica ainda maior no caso das despesas com investimentos em carteira (incluindo títulos de renda fixa), típicas do regime de acumulação liderado pelas finanças.

No estudo de Bruno (2007, p. 14), a renda financeira é definida como “[...] o fluxo total de juros reais recebidos pelo sistema bancário-financeiro, pelas empresas não-financeiras, famílias e rentistas”. Através da tabela da figura 9, percebe-se que a apropriação da parcela dos juros pelo sistema financeiro é significativamente menor do que a parcela paga pelo próprio sistema aos rentistas. Os rentistas¹⁸ chegam a receber uma parcela média de 22,2% do total da renda de juros, o que corrobora a ideia de um elevado processo de financeirização da economia brasileira como um todo.

¹⁸ Para Bruno (2007), as famílias e as empresas não-financeiras são considerados rentistas independentemente do tamanho da unidade e da importância do rendimento financeiro no rendimento total.

Figura 9 – Repartição da renda de juros em porcentagem da renda disponível bruta (1993 – 2005)

| Ano | Total de renda de juros recebida pelo SF | Parcela paga às famílias e empresas não-financeiras pelo SF | Parcela apropriada pelo SF |
|-------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|----------------------------|
| 1993 | 38,2% | 10,0% | 28,2% |
| 1994 | 33,0% | 20,4% | 12,5% |
| 1995 | 29,0% | 23,3% | 5,7% |
| 1996 | 21,8% | 17,0% | 4,8% |
| 1997 | 20,2% | 15,6% | 4,6% |
| 1998 | 23,8% | 19,1% | 4,7% |
| 1999 | 43,8% | 39,4% | 4,4% |
| 2000 | 19,2% | 15,5% | 3,7% |
| 2001 | 30,9% | 26,2% | 4,7% |
| 2002 | 36,2% | 30,9% | 5,2% |
| 2003 | 30,6% | 24,7% | 5,8% |
| 2004 | 27,8% | 23,0% | 4,8% |
| 2005 | 27,3% | 23,9% | 3,5% |
| Média | 29,4% | 22,2% | 7,1% |

Fonte: Bruno (2007, p. 15).

De acordo com os indicadores apresentados e detalhados, fica clara a mudança sofrida pela economia brasileira, principalmente a partir da década de 1990. O processo de financeirização brasileiro fica nítido quando analisada a evolução estrutural das contas brasileiras. A adoção das políticas neoliberais pode ser considerada como o passo fundamental para o novo regime de acumulação brasileiro, caracterizado pelo papel fundamental – e principal – das finanças.

No próximo capítulo, a financeirização brasileira é discutida através de uma perspectiva microeconômica, com a análise de uma amostra de 28 empresas brasileiras, a partir do ano 2000.

4 A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA: ASPECTOS MICROECONÔMICOS

A estabilização econômica proveniente da implementação do Plano Real, entre 1993 e 1994, não foi o suficiente para a reestruturação da economia brasileira aos níveis do período do milagre econômico.

Apesar da estabilização e do controle inflacionários, as taxas de crescimento da economia brasileira não chegaram a patamares como os da década de 1970. Um ponto relevante e que possui relação direta para as baixas taxas de crescimento observadas na economia brasileira é a reduzida taxa de acumulação de capital da mesma.

Através da análise macroeconômica da economia brasileira, realizada no capítulo 2, pôde-se verificar a evolução do processo de financeirização da economia brasileira. No capítulo 1, argumentou-se que no ambiente interno empresarial mais amplo, também pode-se verificar as alterações que a financeirização embutiu nas decisões de escolha das empresas. Verifica-se claramente um *trade-off* entre escolhas de investimentos produtivos, com retornos de longo prazo, por investimentos financeiros, com retorno quase que imediato aos acionistas. É preciso agora verificar em que medida estas mudanças também podem ter atingido as empresas brasileiras.

Portanto, esse capítulo se propõe a elucidar, através de uma análise empírica, qual é a relação entre o processo de financeirização e a decisão de investimento empresarial na economia brasileira. Para isso, foram analisadas informações de empresas brasileiras não-financeiras, no período de 2000 a 2014. Os dados macroeconômicos apresentados neste trabalho não se refletem, necessariamente, nos dados das empresas que serão apresentados neste capítulo, já que os indicadores microeconômicos são mais limitados devido a diversos fatores, como, por exemplo, o tamanho reduzido da amostra. A análise apresentada a seguir não é exaustiva, apenas procura apresentar alguns elementos que permitem avaliar o grau de avanço da financeirização em uma parcela das empresas brasileiras. Há espaço para trabalhos que apresentem uma análise mais completa e detalhada das empresas brasileiras, limitada aqui por questões de tempo para elaboração do mesmo.

O capítulo está dividido em duas seções, sendo que a primeira aborda as características metodológicas do estudo, desenvolvendo então o processo de escolha da amostra e as fontes de

dados utilizados. A segunda subseção é destinada à apresentação dos resultados obtidos, através da análise de uma amostra de 28 empresas brasileiras.

4.1 CARACTERÍSTICAS E METODOLOGIA DO ESTUDO

O objetivo da análise empírica realizada aqui é o de mostrar, ao longo dos anos analisados, a evolução e as mudanças apresentadas pelos dados das empresas selecionadas, que possam indicar como o processo de financeirização no plano macroeconômico afeta as mesmas. A análise empírica aqui utilizada teve como base os estudos realizados nos trabalhos de Branco (2010) e Miranda, Afonso e Santos (2014).

Anualmente, a revista EXAME publica um estudo sobre as “Maiores e Melhores”¹⁹ empresas brasileiras. Nesse estudo são compilados dados de mais de 1.000 empresas brasileiras ordenadas por vendas, lucros, crescimento ou rentabilidade. Para a análise estabelecida aqui, foi utilizado o estudo no qual as empresas são ordenadas pelos seus lucros, resultando um total de 1081 empresas brasileiras. A amostra escolhida representa cerca de 2% do total de empresas, resultando um total de 28 empresas.

A amostra foi gerada de forma aleatória pela ferramenta “*True Random Number Generator*”²⁰. As empresas foram ordenadas pelos seus lucros, de forma decrescente, gerando um total de 1081 observações. Na ferramenta, foram colocados os números mínimo e máximo de observações – 1 e 1081, respectivamente – e então foram gerados os números correspondentes a cada empresa. Para o propósito da análise realizada aqui, foram excluídas as empresas financeiras. Pela necessidade de apresentação dos dados financeiros completos das empresas selecionadas, foram geradas 357 observações até a compilação de 28 empresas que possuíam todos os dados disponíveis.

Por lei, a divulgação dos resultados das empresas brasileiras de capital aberto é obrigatória. Os dados utilizados foram obtidos através dos dados consolidados dos Balanços Patrimoniais, das Demonstrações das Origens e Aplicações de Recursos e da Demonstração de Resultado das empresas, disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários²¹.

¹⁹ O estudo pode ser encontrado no meio virtual através do site da Revista EXAME. Para acesso ao link direto - <http://exame.abril.com.br/negocios/melhores-e-maiores/empresas/maiores/1/2013>

²⁰ Essa ferramenta é encontrada através do acesso ao site <https://www.random.org/>.

²¹ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>

A partir da compilação dos dados foi possível a elaboração e a análise de gráficos que demonstram a evolução dos resultados empresariais.

4.3 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Como explicitado anteriormente, a análise teve como referência o trabalho realizado por Branco (2010) e Miranda, Afonso e Santos (2014), porém nem todos os resultados foram aqui replicados devido à insuficiência de dados completos de todas as empresas e também pelo tempo hábil de execução do trabalho. Através do uso da metodologia discutida, essa seção tem como objetivo principal a demonstração, através de tabelas e gráficos, dos resultados obtidos pela análise dos indicadores de financeirização.

A tabela 5 mostra a representatividade da amostra, no que diz respeito ao total de receita líquida de vendas ou serviços das empresas e também ao total do lucro operacional, estando essas duas variáveis relacionadas em proporção do PIB brasileiro.

Tabela 5 – Participação da amostra de empresas no PIB (em %)

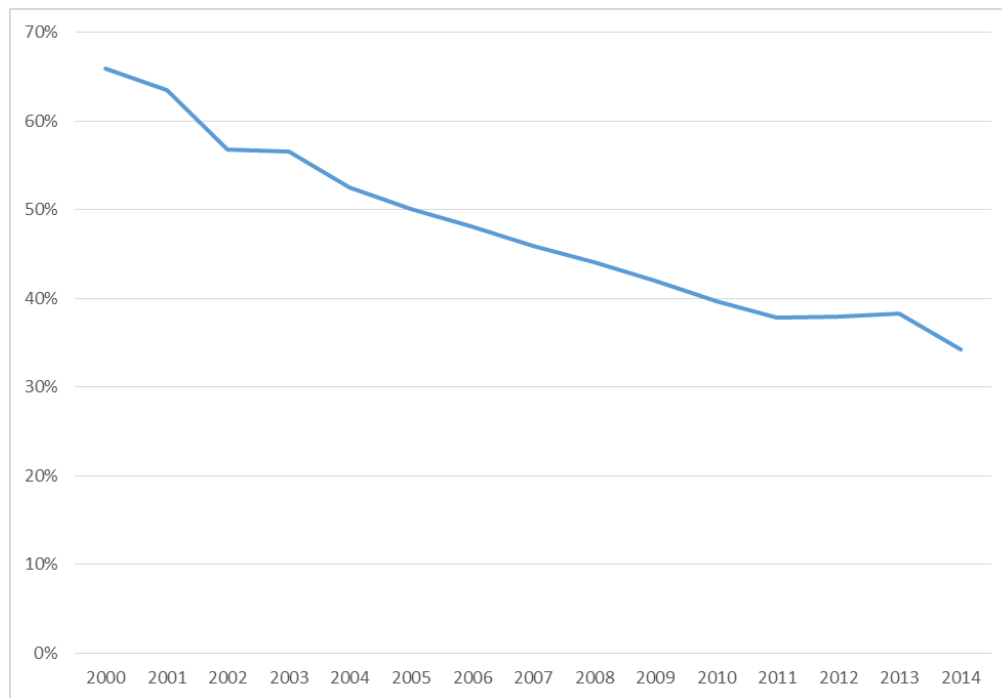
| Ano | PIB (valores nominais em R\$ milhões) | Receita Líquida de Vendas | | Lucro Operacional | |
|------|---------------------------------------|---------------------------|--|-------------------|--|
| | | Em % do PIB | | | |
| 2000 | 1.179.482 | 3.14% | | 0.14% | |
| 2001 | 1.302.136 | 3.54% | | 0.03% | |
| 2002 | 1.477.822 | 3.36% | | -0.36% | |
| 2003 | 1.699.948 | 3.70% | | 0.31% | |
| 2004 | 1.941.498 | 4.03% | | 0.44% | |
| 2005 | 2.147.239 | 4.00% | | 0.41% | |
| 2006 | 2.369.484 | 3.89% | | 0.38% | |
| 2007 | 2.661.344 | 4.13% | | 0.48% | |
| 2008 | 3.032.203 | 4.24% | | 0.20% | |
| 2009 | 3.239.404 | 3.61% | | 0.35% | |
| 2010 | 3.770.085 | 3.69% | | 0.40% | |
| 2011 | 4.143.013 | 3.81% | | 0.22% | |
| 2012 | 4.402.537 | 4.38% | | 0.26% | |
| 2013 | 5.157.569 | 4.02% | | 0.25% | |
| 2014 | 5.521.256 | 4.10% | | 0.13% | |

Fonte: IBGE e Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultado do Exercício. Elaboração própria.

A receita líquida de vendas da amostra analisada correspondeu, em 2014, a 4,10% do PIB brasileiro nesse ano. Em relação ao lucro operacional, a amostra equivalia a 0,13% do PIB brasileiro nesse mesmo ano. No ano de 2002, a relação lucro operacional/PIB teve um valor negativo devido ao alto prejuízo verificado pela empresa Light S.A., o que empurrou todos os valores para baixo. Estes valores sugerem que as empresas da amostra são grandes empresas, com elevada participação na economia brasileira.

Como já citado anteriormente, o total dos ativos imobilizados pode ser considerado um indicador indireto do processo de financeirização da mesma. Quando se compara a relação entre os ativos imobilizados e os ativos totais, o resultado obtido significa o quanto de investimento produtivo a empresa realizou. Pelo gráfico 6, percebe-se uma queda significativa nessa taxa, ao longo dos 14 anos analisados.

Gráfico 6 – Proporção do ativo imobilizado em relação ao ativo total



Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração própria.

Em 2000, a relação ativo imobilizado/ativo total correspondia a 65,9% e, em 2014, a 34,2%. Portanto, houve uma queda de cerca de 48% no total de investimentos no ativo imobilizado em relação ao ativo total. Das 28 empresas analisadas, apenas 7 delas aumentaram

essa relação. Para Branco (2010, p. 76) a queda da proporção dos ativos imobilizados em relação ao total de ativos pode ser uma consequência do processo de financeirização, já que

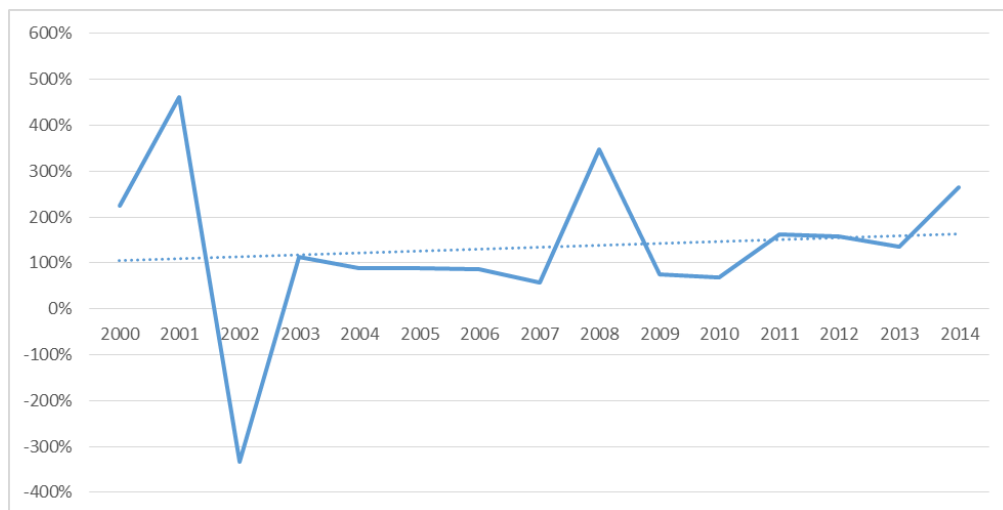
As grandes empresas estão adquirindo ativos financeiros ao invés de ativos imobilizados, o que pode ser um indicativo de que a rentabilidade do investimento financeiro é superior ao investimento produtivo. Esse é o outro canal de transmissão do efeito da financeirização sobre o investimento real.

Pela passagem acima, Branco (2010) caracteriza a maior rentabilidade do investimento financeiro como um dos canais de transmissão do efeito da financeirização. O outro canal de transmissão seria a redução dos recursos disponíveis através do aumento dos pagamentos financeiros. Recursos esses que poderiam ser utilizados pelas empresas na aquisição de capital fixo.

O gráfico 7 abaixo, mostra a relação entre as despesas financeiras e o lucro operacional. As despesas financeiras são compostas pelos juros pagos ou incorridos e podem ser classificados como:

1. Os juros pagos antecipadamente, os descontos de títulos de créditos e o deságio concedido na colocação de debêntures ou títulos de crédito [...].
2. Os juros de empréstimos contraídos para financiar a aquisição ou construção de bens do ativo permanente [...]. (RIR, 1999, art. 374)

Gráfico 7 – Despesa financeira como percentual do lucro operacional



Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração própria.

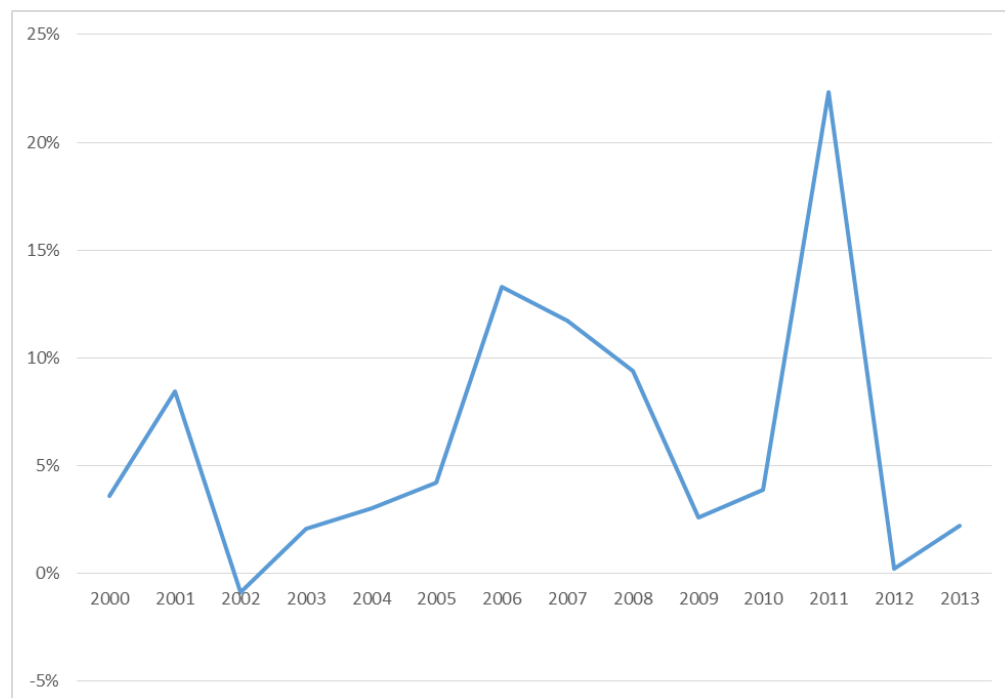
Nota-se pelo gráfico 7 que, entre 2000 e 2014, as empresas aumentaram o pagamento de juros incorridos das despesas financeiras. Em 2000, as despesas financeiras atingiam um gasto

total de 224% do lucro operacional. Esses resultados pioraram ainda mais em 2001 e 2008, quando essa relação ficou em 461% e 347%, respectivamente.

Quando a taxa de variação do ativo imobilizado é observada, conforme o gráfico 8, nota-se uma tendência similar à encontrada por Miranda, Afonso e Santos (2014) em seu trabalho. Para eles, a “[...] gestão das empresas, convergente aos princípios da maximização da riqueza do acionista, reduziu os recursos disponíveis para investimentos de longo prazo, afetando os gastos com o imobilizado ou ativo fixo” (MIRANDA; AFONSO; SANTOS, 2014, p. 9).

A taxa de crescimento nominal do imobilizado entre 2001 e 2002 foi negativa e decorreu devido à crise energética e o aumento da incerteza no mercado mundial após os atentados de 11 de setembro. Já, de 2004 a 2008, observa-se um crescimento pautado no acúmulo de capital financeiro (MIRANDA; AFONSO; SANTOS, 2014).

Gráfico 8 – Taxa de variação do ativo imobilizado (2000 – 2014)

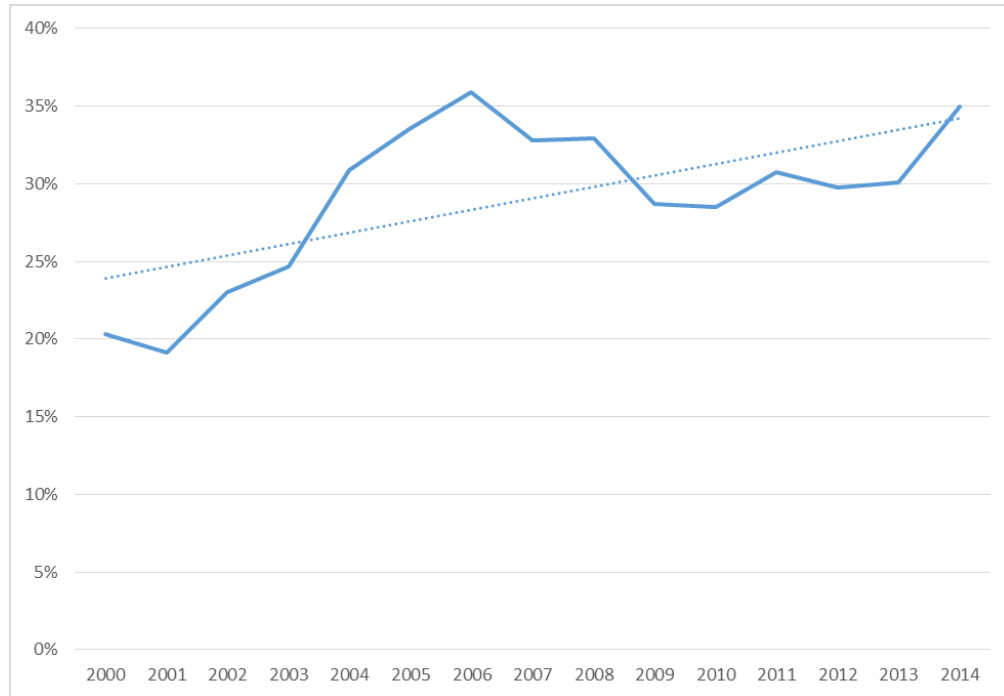


Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração própria.

Em contraposição à queda do ativo imobilizado em relação ao ativo total, o gráfico 9 mostra uma elevação do ativo circulante em relação ao ativo total. Isso significa que, nesse período, as empresas tornaram-se mais líquidas, já que essa relação aumentou de 20,3% para

34,9%, no período de 2000 a 2014. E, seguindo a definição de Bruno (2007), a financeirização passa por este movimento crescente de acumulação de capital.

Gráfico 9 – Total do ativo circulante em relação ao total do ativo total



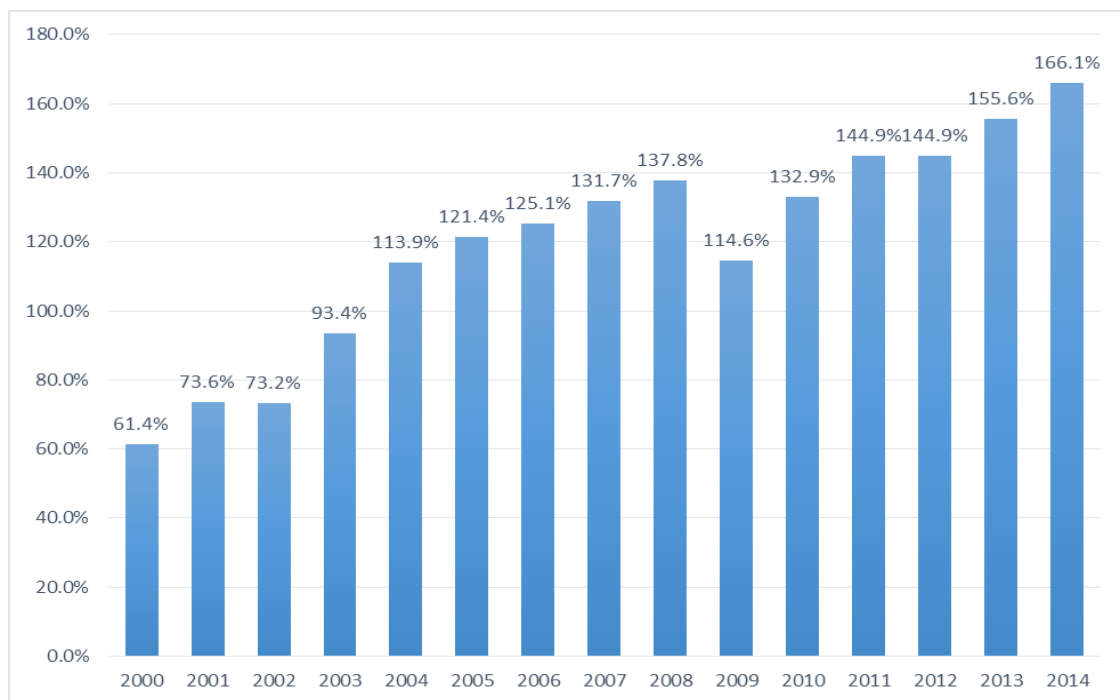
Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração própria

O giro do capital mostra a circulação do capital imobilizado no período de um ano. O giro do capital será maior quanto maiores forem as vendas. Branco (2010, p. 58) observa que “a expectativa de crescimento nas vendas devido ao aumento da demanda gera um incentivo para a realização de novos investimentos produtivos de forma a aumentar a oferta”. É calculado pela divisão do total da receita de vendas ou serviços pelo total do ativo imobilizado.

Pelo gráfico 10, pode-se constatar um aumento no giro do capital das empresas analisadas. Já a taxa de lucro mostra a rentabilidade da atividade produtiva. É obtido através da relação entre o lucro operacional anual e o total do ativo imobilizado, conforme mostra o gráfico 11.

Observando os gráfico 10 e 11 em conjunto, entre o período de 2000 a 2014, o giro do capital cresceu mais de 100%, o que demonstra que as receitas de vendas possuem um impacto positivo importante no investimento em acumulação de capital fixo, já que a taxa de lucro também apresentou um crescimento até 2007 (BRANCO, 2010). Com queda em 2008, a taxa de lucro volta a subir até 2010 e então apresenta nova queda em 2011. A tendência de 2006 em diante é de queda na taxa de lucro.

Gráfico 10 – Giro do capital (2000 a 2014)

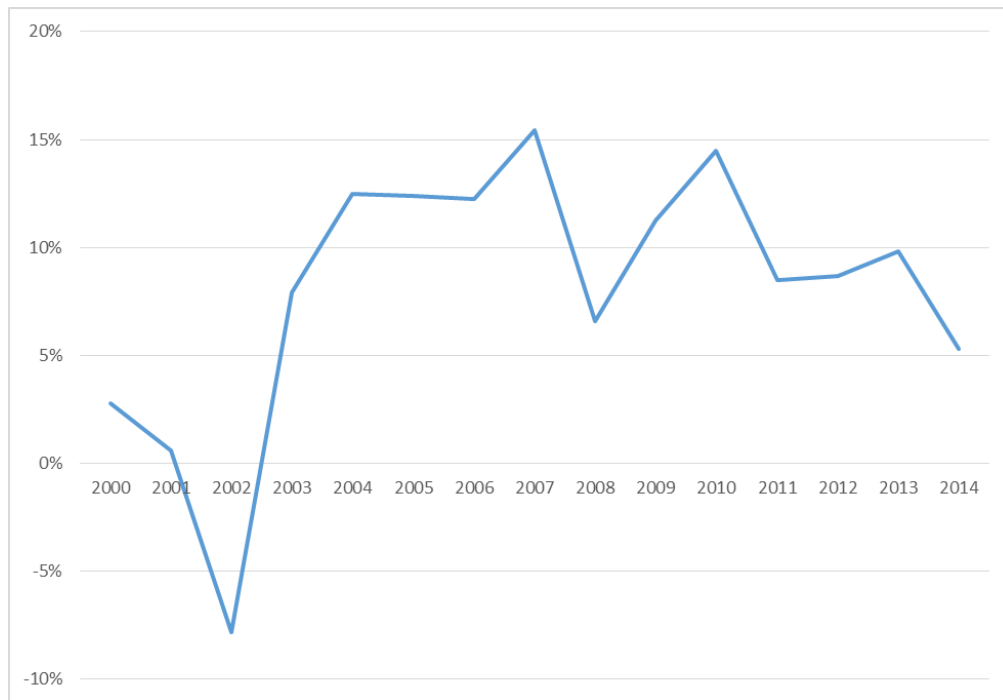


Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração própria.

Ainda que pela análise desses dados não se consiga fazer diferenciação entre pequenas e grandes empresas, Branco (2010, p. 77) mostra que

[...] o efeito negativo da financeirização é maior para as pequenas empresas. Elas enfrentam dificuldades na obtenção de empréstimos bancários, tornando o investimento real mais dependente da geração e disponibilidades dos fundos internos. Por outro lado, a rentabilidade do investimento real deve superar o retorno do investimento financeiro para que a pequena empresa decida investir na produção.

Gráfico 11 – Taxa de lucro (2000 – 2014)



Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração própria.

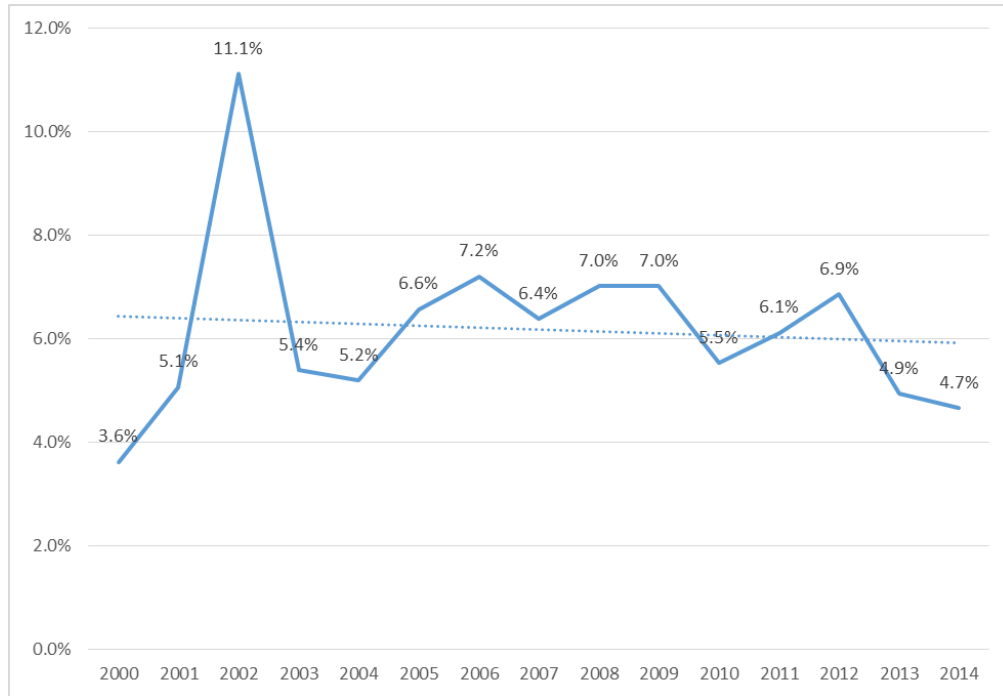
A taxa de receita financeira é obtida pela divisão entre a receita financeira e o ativo imobilizado. Já que os incentivos para as empresas investirem no mercado financeiro serão maiores de acordo com o aumento da receita financeira, essa relação é de extrema importância para as decisões de escolha das empresas.

De acordo com o gráfico 12, a taxa de receita financeira, manteve-se relativamente estável, apresentando leve tendência de queda, com um aumento de 1,1% entre o ano inicial e o ano final analisados. Entre os anos de 2000 a 2002 houve um aumento significativo da taxa de receita financeira, que atingiu seu ponto máximo em 2002, chegando a 11,1%.

É importante ressaltar, de acordo com Branco (2010, p. 59) que

A decisão das empresas não-financeiras em direcionar cada vez mais recursos para as aplicações financeiras pode afetar negativamente a acumulação de capital, na medida, em que os lucros obtidos na atividade produtiva não são re-investidos e ao reduzir os recursos disponíveis para o investimento real. Isso explicaria a baixa taxa de acumulação de capital.

Gráfico 12 – Taxa de receita financeira (2000 – 2014)

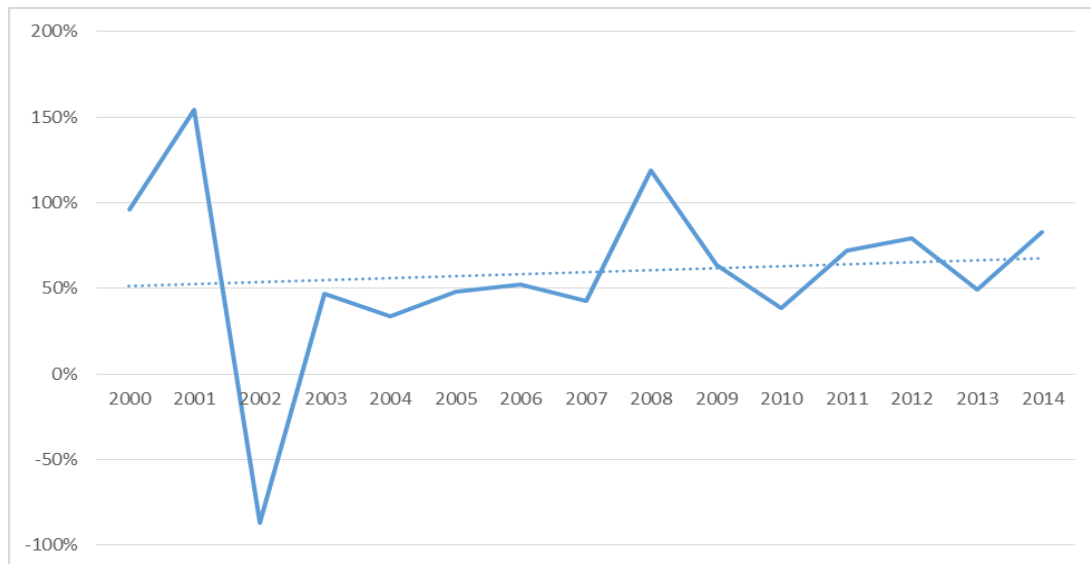


Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração Própria

Quando se analisa a receita financeira como percentual do lucro operacional, por outro lado, através do gráfico 13, observa-se em alguns períodos grandes altas e, em outros, grandes baixas, o que pode ter relação com as variações da taxa de juros (Selic). Porém, através da linha de tendência, observa-se uma tendência levemente ascendente entre essas duas variáveis, mas em um nível elevado, pois próximo de 50% dos lucros são financeiros.

A tendência ascendente ocorreu devido ao aumento das receitas financeiras, que aumentou de R\$1.890 milhões, em 2000, para R\$6.003 milhões em 2014. De acordo com Branco (2010, p. 59), “a receita financeira é um indicador de rentabilidade dos investimentos financeiros[...]”, logo, o seu aumento é explicado pelo aumento do investimento financeiro.

Gráfico 13 – Receita financeira como percentual do lucro operacional



Fonte: Demonstrações Contábeis no período de 2000 a 2014. Elaboração Própria

A análise dos indicadores mostra que apesar de existirem elementos que corroboram a financeirização das empresas da amostra, alguns indicadores contrários também foram encontrados.

A queda na proporção entre o total de ativos imobilizados e o total de ativos pode ser um dos efeitos indiretos do processo de financeirização. O aumento das receitas e despesas financeiras em relação ao lucro operacional, ao longo do período analisado, também corrobora essa hipótese. A taxa de receita financeira, entretanto, não parece repercutir como um dos efeitos da financeirização, já que houve uma tendência, ainda que leve, de baixa.

O giro do capital também mostrou um elevado crescimento no período analisado, o que gera um incentivo para a realização de novos investimentos produtivos, que não acontecem, como mostra a evolução do imobilizado. A financeirização gera este movimento contraditório, em que é rentável investir mas as distorções financeiras fazem com que não haja investimento.

Para resultados mais conclusivos é necessário que seja feito um estudo que abranja um número maior de indicadores e também que possua uma amostra de dimensões superiores à analisada aqui, já que, para amostras pequenas, dados isolados de grandes magnitudes influenciam e viesam os gráficos. De qualquer forma, se a hipótese da financeirização não pode ser rejeitada, ela trará consequências para o desempenho das empresas e da economia como um todo no longo prazo, na forma de menor crescimento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O fim da fase dourada do capitalismo e a ascensão do pensamento neoliberal abriram caminho para um novo modo de reprodução do capital, através do processo de financeirização da economia. A geração de riqueza a partir da esfera financeira, e não mais pela esfera produtiva, tornou-se a lógica de funcionamento do capitalismo moderno, no qual a globalização financeira exerce papel fundamental, permitindo que os ganhos financeiros sejam realizados quase que sem restrição alguma.

Pelo discurso neoliberal, mudanças drásticas e sistêmicas, com melhorias macroeconômicas, só seriam possíveis através da liberalização financeiras e da desregulamentação dos mercados. A introdução das inovações financeiras sela o momento de consolidação da financeirização como o mecanismo de criação de riqueza a partir da esfera monetária.

Mudanças fundamentais ocorrem tanto no que diz respeito à gestão macroeconômica dos países em todo o mundo, mas também no modelo de gestão e de decisão de investimento empresariais. Empresas não-financeiras de todos os setores passaram a agir como agentes do mercado financeiro, criando então a cultura do acionista, no qual os interesses de curto prazo - que favorecem os acionistas - são priorizados, em detrimento do desenvolvimento e crescimento produtivo de longo prazo das empresas.

Dessa forma, ocorre um *trade-off* entre a captação de recursos para investimentos produtivos e a aquisição de ativos financeiros. No Brasil, os primeiros sinais dessa nova forma de acumulação de capital financeiro se deu no final da década de 1980. Num primeiro momento, a financeirização da economia brasileira se deu através dos ganhos inflacionários, decorrentes da grande instabilidade econômica vivida na época.

Com a estabilidade monetária advinda do Plano Real e as reformas estruturais de caráter neoliberal da década de 1990, a financeirização brasileira passou a funcionar através dos ganhos financeiros atrelados a elevadas taxas de juros. É nesse período que o Estado perde o seu papel de orientador do crescimento econômico e o deixa fadado aos arranjos “automáticos” do mercado.

Mesmo com o controle da inflação e a estabilidade econômica percebidos na metade da década de 1990, as taxas de crescimento não voltaram aos patamares elevados como observados no período do milagre econômico brasileiro. As baixas taxas de crescimento da economia

brasileira, a partir da liberalização financeira, podem estar relacionadas com a baixa taxa de acumulação de capital fixo – efeito do processo de financeirização.

As altas taxas de juros brasileiras, necessárias para a manutenção e o controle inflacionários, transformou a economia brasileira, segundo Paulani (2012), no “paraíso dos ganhos rentistas”.

A relação entre o processo de financeirização e a decisão de investimento empresarial na economia brasileira foi analisado através de um estudo empírico, para uma amostra de 28 empresas brasileiras, no período de 2000 a 2014.

Os resultados, apesar de não serem conclusivos, mostram uma mudança no comportamento das empresas, no que diz respeito à composição dos seus ativos. É notada uma queda significativa do total de ativos imobilizados, em relação ao total de ativos totais, o que pode ser considerado uma consequência do processo de financeirização. Isso ocorre pois como os investimentos financeiros possuem um retorno mais elevado do que os investimentos produtivos, as empresas optam pela aquisição de ativos financeiros.

Percebe-se também uma elevação das despesas e das receitas financeiras, em proporção do lucro operacional das empresas. O giro do capital teve um crescimento elevado, o que pode ser considerado um incentivo para a realização de novos investimentos produtivos, que por sua vez não acontecem. A taxa de receita financeira, ao contrário do que deveria ocorrer num processo de financeirização, mostrou uma pequena tendência de queda.

Os resultados mostram alterações na composição dos balanços patrimoniais das empresas, mas novos estudos poderão ajudar a corroborar a hipótese de financeirização das empresas analisadas. O efeito notado ao longo do trabalho, é o de queda de investimento produtivo em todo o país. As políticas econômicas têm que ser repensadas de forma a estimular o investimento produtivo no Brasil, criando mecanismos que possam manter a segurança e estabilidade econômicas da sociedade brasileira, já que a mesma encontra-se inserida num modelo no qual crises cíclicas são inerentes ao sistema. Mais importante, a financeirização deforma o processo de crescimento e reduz as possibilidades de maior e melhor desenvolvimento socioeconômico.

REFERÊNCIAS

- BOITO JUNIOR, Armando. A burguesia no governo Lula. **Crítica Marxista**, Rio de Janeiro, n. 21, p. 52-77, jun. 2005.
- BRANCO, Iracema. **Financeirização e acumulação de capital no Brasil: 1995-2007**. 2010. 89 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.
- BRUNO, Miguel. Acumulação de capital e crescimento econômico no Brasil: uma análise do período 1950-2006. In: SICSÚ, João; MIRANDA, Pedro (Org.). **Crescimento Econômico: Estratégias e instituições**. Rio de Janeiro: Ipea, 2009. p. 85-111.
- BRUNO, Miguel. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. **ComCiência** [online]. 2011, n. 128
- _____. 2007. **Regulação e crescimento econômico no Brasil: um regime de acumulação bloqueado pelas finanças**. Disponível em: <https://http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2007_07.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2014.
- CARVALHO, Fernando de et al. Inovações financeiras e transformações estruturais dos sistemas financeiros. In: CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2007. p. 351-382.
- CHANG, Ha-joon. Os mercados financeiros precisam se tornar menos, e não mais, eficientes. In: CHANG, Ha-joon. **23 Coisas que não nos contaram sobre o capitalismo**. São Paulo: Cultrix, 2010. p. 314-327.
- CORAZZA, Gentil. Globalização financeira: a utopia do mercado e a re-invenção da política. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 19, n. 2, p. 125-140, jul. 2005.
- CROTTY, James. 2000. Slow growth, destructive competition, and low road labor relations: a Keynes-Marx-Schumpeter analysis of neoliberal globalization. **Political Economy Research Institute**, Working Paper n. 6. Disponível em: <<http://www.peri.umass.edu/236/hash/b052769e6e697d19cf2b4b8ce47ccf5f/publication/65/>>. Acesso em: 15 out. 2014.
- _____. The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. **Review of Radical Political Economics**, [s.l.], v. 35, n. 3, p. 271-279, 1 set. 2003.
- DATHEIN, Ricardo. Sistema monetário internacional e globalização financeira nos sessenta anos de Bretton Woods. **Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, n. 16, p. 51-73, jun. 2005.

DORE, Ronald. Financialization of the global economy. **Industrial And Corporate Change**, [s.l.], v. 17, n. 6, p. 1097-1112, 21 abr. 2008.

FROUD, Julie et al. Shareholder value: the intrusion of the capital market. In: FROUD, Julie et al. **Financialization and strategy: narrative and numbers**. Abingdon: Routledge, 2006. p. 36-64.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em < www.ibge.gov.br >. Acesso em 03 mar. 2015.

IPEA. Ipeadata: base de dados macroeconômicos. Disponível em < www.ipeadata.gov.br >. Acesso em 27 mar. 2015.

MILAN, Marcelo. A crise financeira e a hegemonia do dólar. **Revista Brasileira de Estratégia e Relações Internacionais**, Porto Alegre, v. 1, n. 1, p. 133-148, jun. 2012

MIRANDA, Bernardo Pádua Jardim de; AFONSO, Marco Aurélio Crocco; SANTOS, Fabiana Borges Teixeira dos. Impactos da financeirização sobre o padrão de financiamento e a governança das empresas não-financeiras brasileiras de capital aberto: período de 1995-2008. In: SEMINÁRIO SOBRE A ECONOMIA MINEIRA, 16., 2014, Diamantina. **Anais...** Belo Horizonte: Cedeplar, 2014.

MONTGOMERIE, Johnna. Bridging the critical divide: global finance, financialisation and contemporary capitalism. **Contemporary Politics**, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 233-252, set. 2008.

PALLEY, Thomas. 2007. Financialization: what it is and why it matters. **The Levy Economics Institute**, Working Paper n. 525. Disponível em: <www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2015.

PAULANI, Leda. **A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história**. [s.l.]: Ipea, 2012.

_____. 2011. **A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre o papel do Estado e sobre a situação atual à luz da história**. Disponível em: <<http://marxismo21.org/wp-content/uploads/2012/06/Leda-PAULANI.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2014.

RIR. Decreto nº 3000, de 1999. **Regulamento do Imposto de Renda: Tributação das pessoas jurídicas**. Brasília

SAAD FILHO, Alfredo. Crise no neoliberalismo ou crise do neoliberalismo? **Crítica e Sociedade: revista de cultura política**, Uberlândia, v. 1, n. 3, p. 6-19, dez. 2011.

STOCKHAMMER, Engelbert. 2000. Financialization and the slowdown of accumulation. **Vienna University of Economics and Business Administration**, Working Paper n. 14.

VIEIRA, Flávio. China: crescimento econômico de longo prazo. **Revista de Política Econômica**, Uberlândia, v. 3, n. 26, p. 401-424, set. 2006.

WOLFFENBÜTTEL, Andréa. O que é?: Formação Bruta de Capital Fixo. **Desafios do Desenvolvimento**, [s.l.], n. 3, out. 2004.

ANEXO A – RELAÇÃO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

RELAÇÃO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

- 1 OI S.A
- 2 BRASKEM S.A.
- 3 CELULOSE IRANI S.A.
- 4 CIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO - CESP
- 5 CASAN
- 6 CEMIG
- 7 CIA ENERGÉTICA RIO GRANDE DO NORTE
- 8 CIA ÁGUA E ESGOTO DO CEARÁ - CAGECE
- 9 DIMED
- 10 RAIA DROGASIL S.A.
- 11 GAFISA S.A.
- 12 IOCHPE-MAXION S.A.
- 13 JOSAPAR - JOAQUIM OLIVEIRA S.A.
- 14 KARSTEN S.A.
- 15 KEPLER WEBER S.A.
- 16 LIGHT S.A.
- 17 GERDAU S.A.
- 18 MRS LOGÍSTICA S.A.
- 19 NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.
- 20 NET SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÃO S.A.
- 21 PARANAPANEMA S.A.
- 22 RODONORTE
- 23 ALPARGATAS S.A.
- 24 SARAIVA AS LIVREIROS EDITORES
- 25 SOUZA CRUZ S.A.
- 26 TRACTEBEL ENERGIA S.A.
- 27 FIBRIA CELULOSE S.A
- 28 WEG S.A.