

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**DESDOBRAMENTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO E O SEU IMPACTO SOBRE O
CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO**

MONOGRAFIA DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

BRUNO RAMON MARTINS MENDES

MARIANA, 2018

BRUNO RAMON MARTINS MENDES

**DESDOBRAMENTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO E O SEU IMPACTO SOBRE O
CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Ouro
Preto como parte dos requisitos para a obtenção
do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

ORIENTADOR: LUCAS ASSIS ATTÍLIO

MARIANA-MG
DEECO / ICSA / UFOP
JULHO, 2018

M538d Mendes, Bruno Ramon Martins.
Desdobramentos da financeirização e seu impacto sobre o crescimento econômico brasileiro [manuscrito] / Bruno Ramon Martins Mendes. - 2018.

32f.: il.: color; grafs; tabs.

Orientador: Prof. MSc. Luccas Assis Attílio.

Monografia (Graduação). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Econômicas e Gerenciais.

1. Instituições financeiras - Teses. 2. Crescimento econômico - Teses. 3. Economia brasileira - Teses. I. Attílio, Luccas Assis. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU: 330.35(81)

Catálogo: ficha@sisbin.ufop.br

Bruno Ramon Martins Mendes

Curso de Ciências Econômicas - UFOP

DESDOBRAMENTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO E O SEU IMPACTO
SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO

Trabalho apresentado ao Curso de Ciências Econômicas do Instituto de Ciências Sociais e Aplicadas (ICSA) da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Luccas Assis Atílio.

Banca Examinadora:



Luccas Assis Atílio



José Artur



Ricardo Costa

Mariana, 05 de julho de 2018

AGRADECIMENTOS

Venho agradecer imensamente a todas as pessoas que fizeram parte desta fase da minha vida, do início da jornada ao tão sonhado TCC. Procurarei ter cuidado para que não venha a cair no esquecimento, por descuido meu, algum colega que tenha agregado valor à minha formação, ao passo que, buscarei não me prolongar mais que o necessário.

Sem sombra de dúvidas, os pilares fundamentais dessa conquista foram meus pais, Marcia do Carmo e Roni Von, o apoio e amor incondicional de ambos se fez determinante, não há palavras que possam descrever o quão grato sou por ser filho de vocês e por me darem irmãs extraordinárias, Jessika Tayza e Maria Bárbara.

Ao corpo docente do curso de Ciências Econômicas e a instituição de ensino UFOP, o meu muito obrigado pelos anos de ensinamento, os quais me farão um economista capacitado para atuar no mercado de trabalho. Ressalto agora professores ilustres que tenho orgulho de chamar de amigos: meu orientador Luccas Attílio e suas excepcionais aulas que eclodiram minha paixão pela macroeconomia, e Ricardo da Costa, por me proporcionar aprendizagem além das paredes de uma sala de aula. Ficam na memória conversas descontraídas regadas de boas risadas.

Meus amigos de curso Fágner, Gabi, Gustavo, Larissa, Malu, Olívia, Rodrigo, Sarah e Tawirê. Compartilhamos juntos dias árduos que se transformaram em glória. Obrigado por me ajudarem com os estudos, mas também por me fazerem lembrar constantemente de aproveitar os prazeres da vida universitária.

Agradeço também aos dois lares que tive durante minha passagem pela UFOP: a República Cabaré, por ter me acolhido assim que iniciei a graduação e por momentos nostálgicos, e a República Sodoma, por ser minha casa na cidade de Mariana.

A minha mais sincera gratidão as amigadas verdadeiramente duradouras que carregarei por terem marcado esse momento: Adriano Vitorino, Emiliano Ramalho, Henrique Condé, Lara Kelly e Thales Gabriel. Enquanto escrevo seus nomes dias incríveis me vêm à lembrança.

A conclusão do TCC de forma antecipada coroa um ciclo que ainda não chegou ao seu fim. Espero colher durante o tempo que me falta de graduação mais instantes afortunados ao lado de todos vocês, grandes amigos!

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	vii
LISTA DE GRÁFICOS.....	vii
LISTA DE TABELAS.....	vii
LISTA DE FIGURAS.....	vii
RESUMO.....	vii
ABSTRACT.....	vii
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. A FINANCEIRIZAÇÃO E O CASO BRASILEIRO.....	3
2.1 DEFINIÇÃO.....	3
2.2 O BRASIL E A FINANCEIRIZAÇÃO.....	6
3. MODELO ECONOMETRICO.....	13
3.1 DISCUSSÃO DE TRABALHOS.....	13
3.2 METODOLOGIA.....	15
3.3 DADOS.....	16
3.4 RESULTADOS.....	17
4. CONCLUSÃO.....	22
REFERÊNCIAS.....	23

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Crédito mundial fornecido pelo setor financeiro (% do PIB).....	4
Gráfico 2: Valor de mercado mundial (% do PIB).....	5
Gráfico 3: Formação bruta de capital fixo mundial (% do PIB).....	6
Gráfico 4: Crescimento anual do PIB do Brasil.....	7
Gráfico 5: Pagamento de juros (% PIB).....	8
Gráfico 6: Valor de mercado (% do PIB).....	10
Gráfico 7: Indicador de financeirização	11

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Testes de raiz unitária com tendência e constante.....	18
Tabela 2: Critérios de informação.....	18
Tabela 3: Teste de Johansen.....	19
Tabela 4: Teste de autocorrelação.....	19
Tabela 5: Estimativas da cointegração.....	20

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Função impulso resposta.....	21
--	----

RESUMO

A liberalização financeira experimentada nas décadas de 1970 e 1980 possibilitou a imposição das finanças sobre a esfera produtiva da economia. Surge então o fenômeno da financeirização, que ao se disseminar, chegou às economias em desenvolvimento, como a brasileira, provocando distúrbios que impactam o crescimento econômico do país. Para tanto, esse trabalho utiliza o Índice de Financeirização de Bruno *et al.* (2009), formado pela diferença do agregado monetário M4 pelo agregado monetário M1, dividida pela Formação Bruta de Capital Fixo. Utilizou-se o modelo vetorial de correção dos erros (VEC), entre os anos 1996 a 2017, para captar a relação entre o Índice de Financeirização e o crescimento econômico. Os resultados sugerem que uma economia inserida no regime de financeirização tende a desacelerar o seu crescimento econômico.

Palavras-chave: Financeirização, Crescimento Econômico, Economia Brasileira

Código JEL: E20; G10; O11

ABSTRACT

The financial liberalization experienced in the 1970s and 1980s allowed the imposition of finance on the productive sphere of the economy. Then comes the phenomenon of financialization, which, upon dissemination, reached the developing economies, like the Brazilian one, provoking disturbances that impact the country's economic growth. For this purpose, this work uses the Financialization Index of Bruno et al. (2009), formed by the difference of the monetary aggregate M4 by the monetary aggregate M1, divided by the Gross Formation of Fixed Capital. We used the vector error correction model (VEC) between 1996 and 2017 to capture the relationship between the Financial Index and economic growth. The results suggest that an economy embedded in the financialization regime tends to slow its economic growth.

Keywords: *Finance, Economic Growth, Brazilian Economy*

JEL: *E20; G10; O11*

1. INTRODUÇÃO

Desde a implementação do Plano Real (1994), a economia brasileira tem se deparado com o aprofundamento do processo de financeirização, no qual, concomitantemente, os resultados de crescimento econômico não mais obtêm o vigor de décadas passadas, especificamente entre 1930 e 1979. Sua marca é perceptível, o declínio da produção real por meio de sua substituição por rendimentos intangíveis.

A financeirização da economia será tratada neste estudo como fenômeno proveniente das políticas de desregulamentação financeira, cujos maiores fluxos de capitais circulantes procuram engajar-se em mercados nos quais seus valores possam proporcionar maiores rendimentos a seus detentores.

Apesar de grande difusão no cenário internacional, as pesquisas voltadas para o fenômeno da financeirização permanecem escassas no Brasil (Bruno *et al*, 2009). Nesse sentido, o estudo vigente terá como objetivo compreender melhor a propagação dos meios pelos quais a financeirização se difunde, para em seguida, mensurar seu impacto no crescimento econômico brasileiro.

Para tanto, será utilizado o modelo vetorial de correção dos erros (VEC), com análise por meio de cointegração, e a observação da estimativa de choque por meio da função impulso resposta (FIR), no qual relacionaremos um impacto na variável de crescimento a partir de uma *proxy* da financeirização. O indicador proposto por Bruno *et al* (2009), é constituído pela razão entre o total de ativos financeiros não monetários (M4-M1) e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), esta relação é relevante por que expressa o hiato entre os ativos financeiros e a alocação de capital diretamente produtiva da economia. Neste estudo, tomemos o período entre os anos de 1996 a 2017.

Os resultados aferidos implicam que, a financeirização ocasiona diminuição no crescimento econômico. Essa diminuição é gerada inicialmente por oscilações de crescimento que, com o decorrer do tempo, se estagna no vale, sendo identificado como um processo nocivo ao crescimento econômico.

Acredita-se que essa investigação é relevante no contexto de redução do crescimento da economia brasileira nos últimos anos, quando um o forte ajuste fiscal é concentrado nas áreas de investimento, e a despesa com o pagamento de juros é negligenciada, viés que implica o argumento do lado financeiro rentista em detrimento da economia real. Esse fenômeno, de acordo com trabalhos como o de Chesnais (1999),

ocorre em economias financeirizadas. Assim, este trabalho contribuirá para analisar a economia brasileira em relação a essa questão, além de estudar a relação entre a financeirização e o crescimento econômico.

Além dessa introdução temos duas seções e a conclusão. A seção 2 trata da definição do termo de financeirização; os meios dos quais ele se difunde no sistema econômico; e suas características na economia brasileira. A seção 3 apresenta trabalhos realizados sobre o tema nas economias contemporâneas; a metodologia aplicada, e o modelo utilizado. Na conclusão, comentamos os resultados encontrados por meio das estimativas.

2. A FINANCEIRIZAÇÃO E O CASO BRASILEIRO

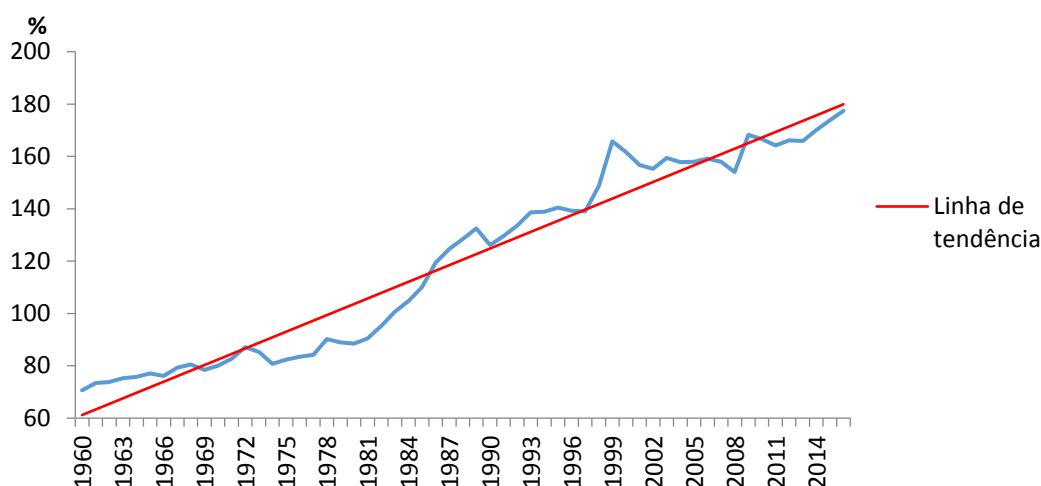
2.1 DEFINIÇÃO

Financeirização, em modo amplo, consiste na maior predominância do setor financeiro em detrimento da expansão e desenvolvimento regular das atividades produtivas reais; estrutura de acumulação de ganhos crescentes por diferentes canais financeiros que tendem a permear a governança, a vida cotidiana das famílias e a atuação empresarial. O processo de financeirização, por si, não constitui unicamente uma definição, sendo melhor compreendido com a segmentação de suas singularidades: i) financeirização da vida cotidiana ii) *maximizing shareholder value* iii) regime de acumulação.

Em relação às famílias, a financeirização se dá pela busca por uma fonte alternativa de renda, que atrai para perto da vida cotidiana uma relação mais íntima com as finanças do mercado. Conforme afirma Chesnais (2005), o consumo das famílias tem se distanciado da renda, que por sua vez advém do emprego e salário, tornando-se mais proveniente do efeito-riqueza¹. A cultura crescente do indivíduo com o mercado financeiro deriva do comportamento adquirido nas últimas décadas, conduta que se reflete no gráfico 1 com o aumento expressivo de crédito disponível. O valor percentual sobe da casa dos 70% para meados de 180% em pouco mais de cinquenta anos.

¹ Aparente ganho de renda proveniente da valorização de ativos financeiros sem que haja a convertibilidade do mesmo em moeda.

Gráfico 1: Crédito mundial fornecido pelo setor financeiro (% do PIB)



Fonte: Banco Mundial, elaboração própria

Em baixos níveis de desenvolvimento econômico, os bancos comerciais tendem a dominar o sistema financeiro, enquanto no outro extremo tornam-se mais ativos os mercados de ações domésticas. Ao mesmo tempo em que sistemas financeiros robustos podem aumentar a atividade econômica, também têm o poder de criar instabilidade, prejudicar a atividade financeira e impor custos à economia (Banco Mundial, 2017).

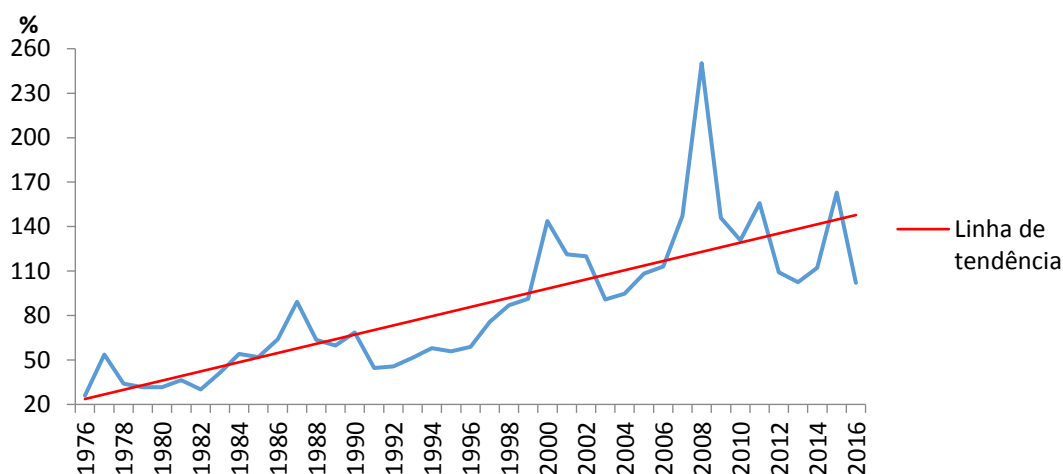
Outros traços determinantes para a inserção das famílias no mercado de crédito vêm da diminuição da participação do Estado no que tange ao bem-estar social, também conhecido como *Welfare State*. Segundo Attílio (2016, B), a estagnação dos salários, desigualdade na distribuição de renda e o consumismo, transformaram o microcrédito em uma alternativa para se manter o padrão de vida do indivíduo.

Nas empresas, a financeirização se dá pela forma conhecida como estratégia de *maximizing shareholder value* (MSV) (Attílio, 2016, A). Consiste nas ações de firmas não-financeiras de capital aberto, as quais se envolvem em práticas rentáveis não voltadas para a escala produtiva real da economia. O MSV busca aumentar a remuneração dos acionistas, o valor das ações das empresas e o envolvimento da mesma com o mercado financeiro. Conforme afirma Attílio (2016, A), essa atuação impacta de forma negativa o mercado de trabalho, fragilizando-o de tal modo a gerar instabilidade, desemprego e aumento no hiato da desigualdade de renda.

A liberalização financeira auxilia a expansão da integração dos mercados por meio da diminuição do controle estatal sobre o crédito, desregulamentação da taxa de juros, autonomia e livre entrada dos bancos no setor financeiro, inserção de bancos privados na economia e liberalização dos fluxos de capital (Williamson e Mahar, 1998). Segundo

Attílio (2016, B), a financeirização surge em consequência do processo de liberalização financeira. O gráfico 2 mostra o aumento progressivo do valor das ações vista por meio da linha de tendência. O incremento pode advir da valorização das ações ao longo do tempo, o que forneceria indícios de comportamento MSV por parte das empresas.

Gráfico 2: Valor de mercado mundial (% do PIB)



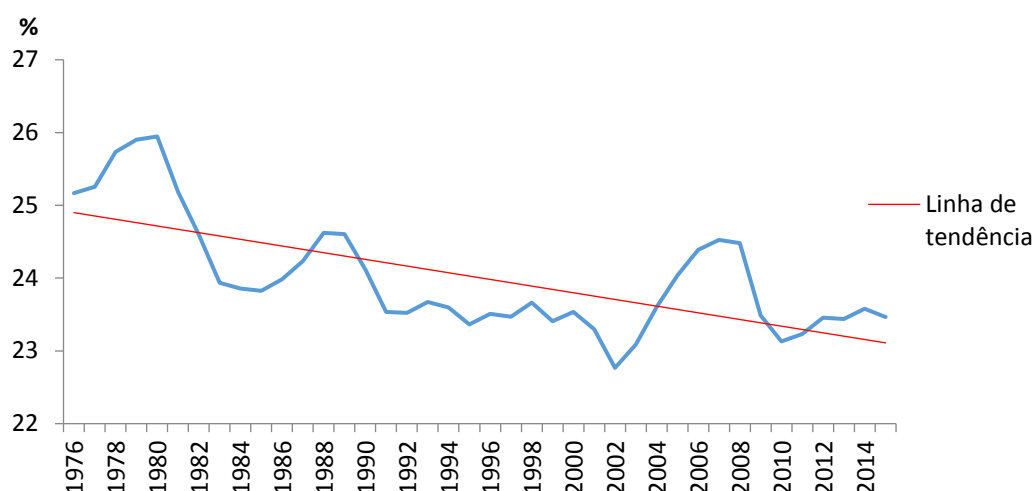
Fonte: Banco Mundial, elaboração própria

Nota: Refere-se ao valor que as empresas atingem no mercado, nesse caso é calculado pelo número de ações vezes a cotação atual

Como regime de acumulação, a financeirização decorre da substituição de investimentos nos meios produtivos da economia por aplicações em papéis. Usando números para ilustrar, a taxa média de crescimento anual de estoque financeiro dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) entre 1980 a 1992 foi 2,6 vezes superior à formação bruta de capital fixo, sugerindo assim a mudança de um regime de finanças administradas para um regime de finanças de mercado (Chesnais, 1998). Há, além disso, o aspecto da permuta da busca pelo pleno emprego para o combate à inflação. Segundo Attílio (2016, B), as políticas econômicas são manuseadas buscando a credibilidade do mercado de finanças, restringindo os gastos governamentais, inflação e deterioração das contas externas.

Esse indício de financeirização de regime de acumulação pode ser visto no gráfico 3, em que se nota que a FBCF vem decaindo ao longo das últimas décadas, explicitando a diminuição nos investimentos empresariais em bens de capital.

Gráfico 3: Formação bruta de capital fixo mundial (% do PIB)



Fonte: Banco Mundial, elaboração própria

Outros aspectos de financeirização são: o controle especulativo (Plihon, 1995), o rentismo, o comportamento de curto prazo, e o aumento das dívidas dos agentes econômicos. Nesse contexto, as instituições financeiras têm forte poder de influência, podendo se equiparar e em casos se sobrepor ao Estado.

Esta seção consistiu em expor as características que envolvem a financeirização. Com luz sobre o tema, compreende-se que a financeirização pode ser entendida por maior domínio do setor financeiro, novo modo de operar das empresas e o alastramento do acesso ao crédito.

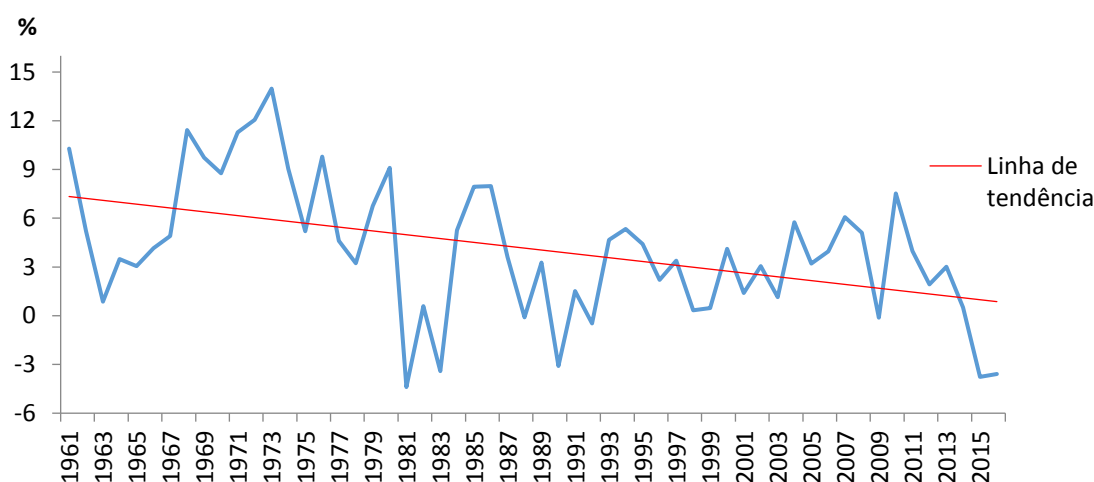
2.2 O BRASIL E A FINANCEIRIZAÇÃO

No Brasil, como em muitos países do globo, a liberalização dos capitais e a financeirização da economia também se desenvolveu. Nesta seção, discutiremos a intensidade desse processo, que no contexto brasileiro em particular, refletiu-se em altas taxas de juros que estimularam ainda mais o predomínio das finanças sobre a produção real. Serão apresentados gráficos referentes às atividades macroeconômicas, finanças públicas e indicadores monetários. Pretende-se, assim como na seção anterior, compreender melhor a inserção do Brasil, como país emergente, na financeirização mundial.

A liberalização econômica brasileira iniciou-se no final de 1980, cerca de uma década após o observado em países desenvolvidos (Mollo, 2011). O Produto Interno

Bruto (PIB) do Brasil tem um declínio (percebido pela linha de tendência no gráfico 4) em seu crescimento ao longo do tempo, depois do fim da era de ouro do capitalismo (1945-1973). A taxa média de crescimento real do PIB, entre 1994 e 2014, ficou ao redor de 3,1% ao ano e sua *performance* caracterizou-se por uma dinâmica à la *stop and go* (Maldonado Filho, Ferrari Filho e Milan, 2016). Sobre isso, o gráfico 4 ilustra os vales negativos intercalados com picos positivos do desempenho do PIB nas últimas décadas.

Gráfico 4: Crescimento anual do PIB do Brasil



Fonte: Banco Mundial, elaboração própria

Como se observa, o PIB brasileiro apresentou comportamento negativo em oito dos cinquenta e seis anos analisados. Os maiores recuos foram registrados em 1981, 1983, 2015 e 2016. No outro extremo, temos 1961, 1968, 1971 e 1973 onde o PIB cresceu na casa dos dois dígitos ao ano. Quando relacionamos os anos citados acima com o período do *golden age*, percebemos que todos os valores negativos ocorreram pós 1973, enquanto os picos mais expressivos de forte crescimento econômico procederam anteriormente a este.

A recorrente baixa no desempenho do PIB pode surgir como resultado de exercícios práticos advindos da financeirização, cuja relação perceptível é vista no modo de investimento. Segundo Maldonado Filho, Ferrari Filho e Milan (2016), o fraco crescimento do PIB nas últimas décadas pode ser explicado, em parte, pela má *performance* da FBCF. O investimento produtivo tem sido deixado em segundo plano em prol de outros investimentos, como os financeiros.

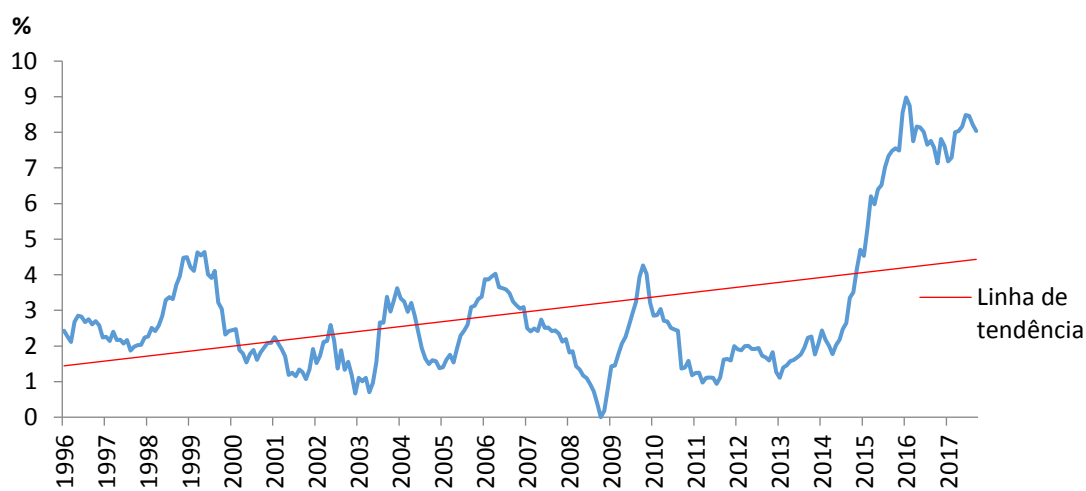
O cenário brasileiro torna mais atrativo a acumulação de riqueza por meio do formato intangível. O alto nível de rentismo, característico de mercados afetados pela

financeirização, é presente em análises que contemplam os títulos públicos da economia. Segundo Mollo (2011), títulos financeiros de alta liquidez como os da dívida pública, de rentabilidade tão atrativa, absorvem recursos que poderiam ser direcionados para a área produtiva dos investimentos. Dados mostram que de 2014 a 2015, a quantidade de operações de venda desses títulos passou de 387.319 para 1.044.258, um aumento de 169,6%. Segundo Pinto e Gonçalves (2016), políticas monetária e fiscal (financiamento via títulos públicos) transferem, a cada ano, uma massa cada vez maior de recursos para os rentistas nacionais e estrangeiros.

A seguir abordaremos índices que corroboraram a financeirização brasileira nos últimos anos. Iniciaremos com o pagamento de juros da dívida pública, em seguida analisaremos o mercado financeiro pela ótica do valor das ações, finalizamos com os dados monetários e de investimento.

Ao índice que demonstra crescimento do pagamento de juros da dívida ao longo das últimas décadas, destacam-se o período final de 2008 onde foram atingidas as menores taxas, na outra ponta tem-se uma forte subida condizendo com o pico mais alto no primeiro trimestre de 2016.

Gráfico 5: Pagamento de juros (% PIB)



Fonte: Banco Central, elaboração própria

Por meio da linha de tendência é percebido um forte aumento percentual do pagamento dos juros da dívida, em 1996 a reta toca o valor aproximadamente em 1,5% do PIB, pouco mais de duas décadas depois o dígito chega a se triplicar. O momento da série que maior contribui para este movimento de crescimento ocorre no final do ano de

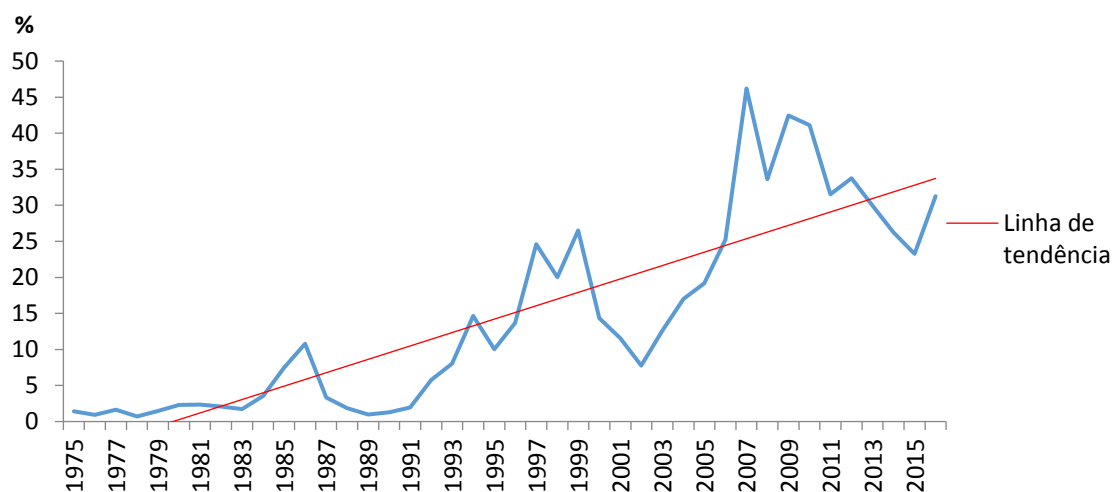
2014 início de 2015, os valores ultrapassam a casa dos 5% (em fevereiro de 2015) pela primeira vez, atingindo 8,98% em janeiro de 2016.

Em comparação a países emergentes, o Brasil possui uma dívida/PIB elevada; os números mostram que em 2015 a dívida bruta mudou-se para a casa dos R\$ 3,928 trilhões no mês de dezembro, fazendo com que a relação dívida/PIB alcançasse 66,2% (Belluzo, 2016). Esse grau de comprometimento pode ocasionar entraves para o crescimento econômico, como: i) dívida alta, juros altos via risco mais elevado; ii) se o Estado possui uma dívida elevada a expectativa é que ele aumente a arrecadação no futuro para pagar as contas ou expanda a base monetária por meio de impressão de papel moeda, gerando inflação. Conforme Belluzo (2016), em caso de evolução insuficiente do PIB é preciso quitar esse hiato entre o crescimento do numerador (dívida) e do denominador (PIB), para tal, o governo deve obter uma arrecadação que supere suas despesas. iii) O aumento significativo e constante da dívida/PIB em último caso pode condizer com a não capacidade de o país honrar seus compromissos. O predomínio das finanças eleva a taxa de juros dos títulos públicos, que em uma dívida pública crescente, implica em restrição do investimento, crescimento e emprego (Mollo, 2011).

O formato da composição da dívida proporciona ganhos aos rentistas em detrimento dos investimentos produtivos. Conforme afirma Mollo (2011), a dívida pública brasileira tem um conteúdo amplamente fictício, por não viabilizar aumentos da produção real. Embora os recursos adquiridos com a emissão de títulos pelo governo possam ser aplicados de forma a estimular a produção, neste caso, grande percentual do que é captado se direciona para pagamento do próprio juros da dívida.

Tocante ao mercado empresarial, será observado assim como na seção anterior o indicador de valor de transação das ações. Nota-se que o Brasil segue o mesmo comportamento mundial (gráfico 2), mas em menor escala. Segundo Attílio, (2016, A), observa-se um aumento do pagamento de dividendos entre os anos de 1997 a 2013, se aproximando do que é visto no cenário internacional. O gráfico 6 explicita o aumento do valor de mercado das ações brasileiras em pouco mais de quarenta anos.

Gráfico 6: Valor de mercado (% do PIB)



Fonte: Banco Mundial

Nota: Refere-se ao valor que as empresas atingem no mercado, nesse caso é calculado pelo número de ações vezes a cotação atual

Evidenciado pela linha de tendência, o valor das ações brasileiras possui uma forte ascendência assim como o mesmo indicador no âmbito mundial. Os picos nacionais foram registrados em 2007 (46,2%), 2009 (42,5%) e 2010 (41,1%) enquanto os maiores valores mundiais foram aferidos em 2008, 2011 e 2015 com 250%, 155,7% e 162,9% respectivamente. Apesar do crescimento, o Brasil se encontra abaixo do resultado médio global.

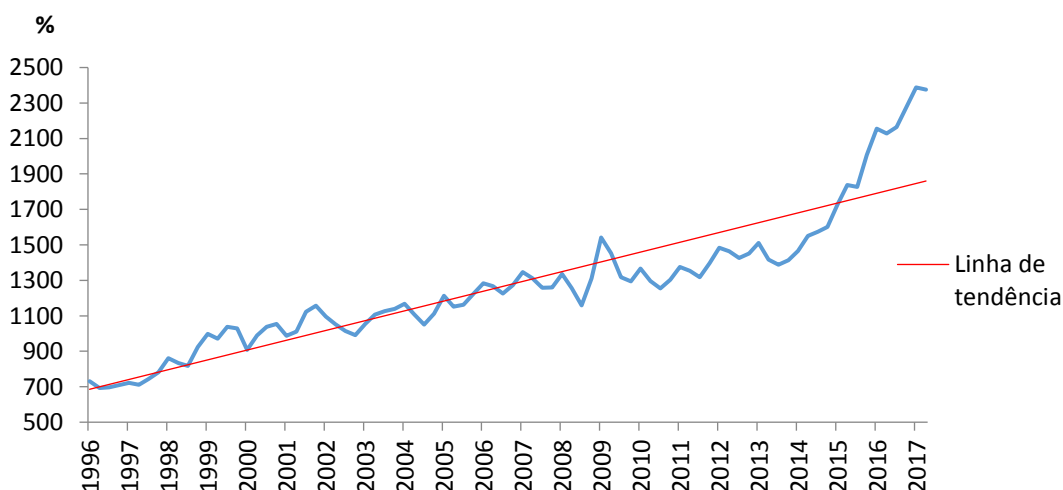
Segundo Dowbor (2016), as atividades especulativas explodiram na contramão das de fomento, que dinamizam a economia. Atuar no mercado financeiro tem se tornado um negócio interessante para as empresas brasileiras, e mesmo que em menor grau, é vigente que o modelo de atuação MSV tem sido disseminado no Brasil ao longo dos últimos decênios (Attílio, 2016, A). Conforme Attílio, (2016, A), o número de empresas de capital aberto assim como o mercado acionário no Brasil tende a se expandir com os anos, criando um forte potencial de desaceleração do crescimento econômico por meio do setor financeiro.

Todavia, estudos nessa área mostram que, mesmo com a disseminação do *maximizing shareholder value*, as empresas brasileiras ainda continuam obtendo seus maiores lucros por meio do setor produtivo. Attílio, (2016, A) explica que, as firmas brasileiras estão em fase de introdução no quesito financeirização, seus lucros líquidos são advindos de lucros não-financeiros, enquanto as contas financeiras analisadas se

mostraram deficitárias. Leva-se a crer que, a passos lentos, as empresas brasileiras experimentam novos frutos geradores de receita, em caso de sucesso, poderão desencadear possíveis distúrbios econômicos.

O último indicador analisado nesta seção é construído pela razão entre o total de ativos financeiros não monetários (subtração dos agregados monetários M4² por M1 [papel moeda em poder do público e depósitos à vista]) e a FBCF do período. O aumento desse indicador corrobora a percepção de uma maior utilização econômica de ativos financeiros em comparação com os investimentos produtivos ou que, para financiar esses investimentos, os ativos financeiros estão crescendo cada vez mais. Segundo Bruno *et al* (2009), essa relação expressa no plano macroeconômico, a arbitragem da alocação da poupança empresarial entre o setor de produtividade real e o setor financeiro. Abaixo temos o gráfico 7 que corresponde à operação.

Gráfico 7: Indicador de Financeirização



Fonte: Banco Central e IBGE

Ao longo da série analisada, é percebido um aumento gradativo do resultado encontrado, com destaque maior no período pós-início de 2015, quando o indicador se eleva de forma mais acentuada. O crescimento acelerado dos últimos vinte e um anos se deu principalmente pelo desprendimento do agregado monetário M4. Em 1996 seu valor era de 281.591 milhões de reais, dez anos depois 1.370.802 milhões de reais, fechando 2016 com 6.144.485 milhões de reais. Nesse mesmo período, o valor investido em

² (Papel moeda em poder do público + depósitos à vista) + (depósitos especiais remunerados + quotas de fundos de renda fixa de curto prazo + títulos públicos de alta liquidez) + (depósitos de poupança) + (títulos emitidos por instituições financeiras)

Formação Bruta de Capital Fixo foi de 35.403, 96.723 e 254.786 milhões de reais respectivamente. A economia brasileira apresenta elevada volatilidade da taxa de investimento produtivo, o que a mantém numa dinâmica cíclica do tipo *stop and go*. Países sujeitos a processos de financeirização mostram que suas economias não são capazes de crescer de forma sustentável a taxas elevadas (Bruno et al, 2009).

Concluindo esta seção, foram expostos dados que constatarem a possibilidade de um ingresso da economia brasileira no âmbito da financeirização, mesmo que comparativamente a outros países, o Brasil esteja em uma fase incipiente onde o impacto não é claramente percebido como em Estados que já adentraram há mais tempo e de forma mais ascendente no processo.

3. MODELO ECONOMETRICO

3.1 DISCUSSÃO DE TRABALHOS

A literatura do tema financeirização produz trabalhos que apresentam relações de impactos causadas pela financeirização sobre as economias contemporâneas. Ao longo dessa seção serão expostos alguns desses trabalhos.

Attílio (2016, A) analisou o processo de financeirização brasileira por meio do *maximizing shareholder value* (MSV), avaliando 79 empresas não-financeiras de capital aberto que operaram no Brasil entre os anos de 1997 e 2013. O objetivo do trabalho consistiu em observar se essas firmas passaram pelo processo que prioriza os investimentos no setor financeiro em detrimento do setor produtivo e se adotaram a estratégia de maximizar o valor do acionista, para posteriormente, examinar o impacto dessas ações sobre o mercado de trabalho. O método utilizado foi o de mínimos quadrados em dois estágios (MQ2E), usado para ligar o setor financeiro ao setor produtivo, com a variável taxa de investimento servindo de elo entre esses dois setores. Os resultados encontrados foram que as distribuições de dividendos impactaram desfavoravelmente o investimento e, por conseguinte, o mercado de trabalho. Concluiu-se que as firmas estão em uma fase incipiente da financeirização, onde o setor produtivo é o que continua a manter os lucros empresariais, mas, por outro lado, a distribuição de dividendos ocorreu em elevado patamar, se aproximando do MSV visto internacionalmente.

No trabalho de Feijo, Lamônica e Bastos (2015), os autores discutiram as razões pelas quais a taxa de investimento brasileira não aumentou entre 1990 e 2000, explorando a literatura recente sobre a financeirização e o pagamento de juros da dívida pública. A análise empírica utilizou o método de momentos generalizado (GMM), que constatou uma correlação positiva entre participação nos lucros e a taxa de investimento nos anos citados, e que a financeirização atua negativamente sobre o investimento em capital físico. Concluíram que as políticas econômicas não favoreceram as decisões a longo prazo. A vulnerabilidade externa, que sempre foi uma fraqueza da economia, não melhorou com a abertura comercial na década de 1990 e por isso, ocorreu pouco espaço para o surgimento de políticas pró-crescimento.

Tridico e Pariboni (2017) analisaram o período entre 1990 e 2013, 26 países da OCDE, e argumentaram que a desaceleração da produtividade do trabalho evidenciada

nos últimos anos foi resultado da *performace* de algumas variáveis independentes. O método utilizado foi o de mínimos quadrados generalizados (GLS). Os resultados obtidos concluem que o crescimento da produtividade do trabalho aumenta quando a financeirização e a desigualdade diminuem, e quando a participação salarial e o PIB aumentam.

As diferenças de produtividade e capacidades tecnológicas são de grande importância para explicar os desempenhos econômicos divergentes entre os países, mas, não devem ser realizadas por meio de compressão dos custos trabalhistas e da flexibilização do trabalho, pois um desempenho fraco do PIB e uma diminuição da participação salarial contribuem para explicar um declínio na produtividade do trabalho.

Para a região de Portugal, os autores Barradas e Lagoa (2014), abordaram a relação entre financeirização e investimento real por parte das empresas não-financeiras portuguesas, entre 1977 e 2013. Foi utilizado o modelo de correção de erro de vetor (VECM). O resultado obtido foi de que o processo de financeirização prejudicou o investimento real português, principalmente devido ao canal que trabalha através de pagamentos financeiros. Os autores concluem que os efeitos adversos da financeirização no investimento real não são um fenômeno exclusivo das economias mais desenvolvidas, podendo ocorrer nas periféricas. A longo prazo, podemos identificar que os pagamentos financeiros exercem um impacto negativo no investimento real português, no entanto, as receitas financeiras influenciam o investimento real positivamente. Esta aparente contradição com a literatura sobre a financeirização pode ser explicada pela existência de uma grande quantidade de pequenas e médias empresas no país que enfrentam maiores restrições de financiamento e, portanto, são obrigadas a usar todos os rendimentos (mesmo os rendimentos financeiros) para realizar novos projetos. No curto prazo, as medidas de financeirização não são estatisticamente significativas para explicar a evolução do investimento real.

Assim, como constatado nos trabalhos anteriores, torna-se perceptível os distúrbios gerados através da adoção da financeirização nas economias de mercado. Por qualquer que seja o meio por qual a financeirização se propague, é esperado que ocorra um impacto negativo na área real da economia: desemprego, instabilidade, endividamento, diminuição da proteção social, são alguns aspectos que ressaltam o forte impacto que a financeirização gera no retrocesso do crescimento e desenvolvimento das nações.

O conjunto dos trabalhos revisados proporcionará o embasamento para a construção do modelo econométrico deste trabalho. Parte das análises já realizadas sobre o tema, bem como os resultados aferidos pelos modelos, servirão de auxílio no estudo da financeirização.

3.2 METODOLOGIA

Iniciou-se o processo de estimação pelo modelo vetorial auto regressivo (VAR). A escolha se deu devido o método assumir que as variáveis são conjuntamente endógenas e relacionadas entre si com os seus valores defasados (Gujarati, 2016).

Dado que, se o objetivo é a obtenção da relação entre X e Y, sabendo que a primeira afeta a segunda e o oposto também é verdadeiro, pode-se estimar duas equações por mínimos quadrados ordinários (MQO):

$$(1) X_t = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^k \gamma_j Y_{t-j} + u_{1t}$$

$$(2) Y_t = \omega + \sum_{j=1}^k \theta_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_j Y_{t-j} + u_{2t}$$

Acima, X_t e Y_t são variáveis endógenas, α e ω são interceptos, β, γ, θ e δ são os coeficientes; u_{1t} e u_{2t} são os erros estocásticos que, no caso do VAR, são chamados de impulsos, inovações ou choques; a letra k em cima do somatório é o número de defasagens.

Caso as variáveis não sejam estacionárias, o modelo VAR não pode ser utilizado. Assim, conforme leitura de Attílio (2013), deve-se realizar os testes de cointegração, a fim de se obter uma relação de longo prazo entre as variáveis. Neste caso, usaremos o modelo vetorial de correção dos erros (VEC), quando constatado cointegráveis.

$$(3) \Delta X_t = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j \Delta X_{t-j} + \sum_{j=1}^k \gamma_j \Delta Y_{t-j} + \alpha u_{1t-1} + e_{1t}$$

$$(4) \Delta Y_t = \alpha + \sum_{j=1}^k \theta_j \Delta X_{t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_j \Delta Y_{t-j} + P u_{2t-1} + e_{2t}$$

Os erros u_{1t-1} e u_{2t-1} denotam os erros das relações de cointegração, tanto de X quanto de Y, respectivamente. O sinal de Δ denota que as variáveis são cointegráveis. Os erros e_{1t} e e_{2t} , possuem média zero, variância constante e são não-correlacionados.

Singularmente nos modelos VAR e seus derivados como o VEC, não são os parâmetros estimados que serão analisados. A análise será na função impulso resposta, por conter a reação das variáveis endógenas a um choque exógeno, que as atinge em valores passados e presentes. Para informar o quanto uma variável implica efeito em outra, usa-se a decomposição da variância nos períodos de influência. Finalizando com o teste de Granger, o qual mostrará o sentido de causalção.

3.3 DADOS

Têm-se por objetivo, analisar por meio do método VEC o impacto da financeirização no crescimento econômico brasileiro. Os dados são trimestrais, referentes ao ano de 1996 até o segundo trimestre de 2017, disponibilizados pelo Banco Central.

O crescimento econômico brasileiro será medido por meio de variações percentuais do Produto Interno Bruto (pib_t), uma vez que, esse indicador mostra o aumento do *quantum* da produção, que implica conseqüentemente no enriquecimento da nação, mesmo que, sem se levar em consideração a área social (Banco Mundial, 2017).

Relacionaremos a ótica da demanda com o PIB por meio do Consumo das Famílias (cf_t) e Consumo do Governo (cg_t), ambas em variações percentuais. Segundo Maldonado Filho, Ferreira Filho e Milan (2016), o efeito acelerador dos estímulos via consumo doméstico e gastos públicos são importantes para explicitar a atividade macroeconômica, mesmo que, por vezes seja insuficiente.

Retrataremos o investimento por meio da variável de Formação Bruta de Capital Fixo ($fbcf_t$), esta também se encontra em variações percentuais. Assim como Maldonado Filho, Ferreira Filho e Milan (2016), acredita-se que o crescimento do nível de investimento na produção real impacta diretamente o resultado do PIB.

Usaremos o Índice de Financeirização (fin_t) como a *proxy* para expor o efeito adverso da financeirização no crescimento econômico. Conforme Mollo (2011), no Brasil a financeirização e a liberalização das economias levaram a grandes fragilidades e vulnerabilidade econômica. Esse predomínio sobre a produção real dá origem a processos danosos fazendo com que o crescimento econômico seja prejudicado e com elevadas taxas de desemprego. Daí a conotação “vão de galinha” ao longo das duas últimas décadas.

Desse modo, o modelo pode ser assim anunciado:

$$(5) \quad pib_t = \beta_0 + \beta_1 cf_t + \beta_2 cg_t + \beta_3 fbcf_t + \beta_4 fin_t + \varepsilon_t$$

O subscrito t denota o ano de cada variável, β serão os coeficientes a serem estimados, enquanto que ε refere-se ao erro estocástico do modelo, ou choque conforme denominado na nomenclatura usual na modelagem do VAR/VEC.

Espera-se obter que, conforme na literatura, as variáveis cf_t , cg_t e $fbcf_t$ (Consumo das Famílias, Consumo do Governo e Formação Bruta de Capital Fixo) impactem positivamente o crescimento econômico. Na antemão, temos a variável fin_t , na qual, desta se espera uma relação negativa com o crescimento econômico. Por fim, todas as variáveis foram deflacionadas, e para analisarmos as elasticidades, todas estarão em \log^3 .

3.4 RESULTADOS

Iniciaremos a investigação aplicando tanto o teste de Augmented Dickey-Fuller (ADF) quanto o teste Philips-Perron (PP). A finalidade de ambos é analisar se as séries temporais são estacionárias. Os resultados podem ser observados na tabela 1.

³ Com intuito de adequação dos dados, as variáveis pib , cf e cg , tiveram a adição de 10 unidades enquanto que a variável $fbcf$ obteve a adição de 20 unidades em sua base.

Tabela1: Testes de raiz unitária com tendência e constante

Variável	ADF		PP	
	Defasagem	Valor do teste	Defasagem	Valor do teste
pib_t	2	-3.283**	3	-3.138 **
$dpib_t$	4	-4.612 ***	3	-7.468 ***
cf_t	2	-3.038 **	3	-2.852 *
dcf_t	0	-7.239 ***	3	-7.190 ***
cg_t	4	-3.722***	3	-7.872 ***
dcg_t	4	-6.208 ***	3	-19.666 ***
$fbcf_t$	2	-3.114 **	3	-3.601 ***
$dfbcf_t$	4	-4.760 ***	3	-6.834***
fin_t	3	-0.153	3	0.15
$dfin_t$	2	-5.863***	3	-8.704 ***

Fonte: Elaboração própria, a parti dos resultados da pesquisa

Nota: *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%.

Adotaremos como hipótese nula a existência de raiz unitária (série não estacionária). Dentre as variáveis, o Produto Interno Bruto (pib_t), o Consumo das Famílias (cf_t), o Consumo do Governo (cg_t) e a Formação Bruta de Capital Fixo ($fbcf_t$), são estacionárias em nível. Enquanto que, todas as anteriores juntamente com o Índice de Financeirização (fin_t) são estacionárias em primeira ordem (incrementou-se a letra d na nomenclatura para melhor identificação). Prosseguiremos com o uso do VEC, uma vez que, nem todas as variáveis foram estacionárias em nível.

A próxima observação, tabela 2, informa a defasagem do modelo. Para a criação da mesma foram utilizados três critérios, sendo eles: O critério de informação de Akaike (AIC), Schwarz (SC) e Hannan-Quinn (HQ). Dadas as opções, a escolha por adotar 3 como defasagem se deu por esta ser a única a não apresentar autocorrelação de primeira ordem (tabela 4), logo, as defasagens 1 e 4 não foram satisfatórias nesse quesito.

Tabela 2: Critérios de informação

Defasagem	AIC	HQIC	SBIC
0	-0.8349	-0.77598	-0.68815
1	-5.95971	-5.6062	-5.0792*
2	-5.84639	-5.19829	-4.23213
3	-6.6049	-5.66221*	-4.25688
4	-6.66522*	-5.42793	-3.58345

Fonte: Elaboração própria, a parti dos resultados da pesquisa

Nota: * é a escolha da defasagem

A tabela 3 exhibe o teste a fim de explicitar-se há relação de cointegração entre as variáveis. Tomaremos como hipótese nula a não existência de cointegração entre as variáveis. Tal hipótese não é aceita, configurando assim que há relação de longo prazo do modelo.

Tabela 3: Teste de Johansen

Rank	Estatística	5%
0	116.7	68.52
1	69.893	47.21
2	37.283	29.68
3	16.001	15.41
4	0.0798*	3.76

Fonte: Elaboração própria, a parti dos resultados da pesquisa

Resta-nos verificar o problema de autocorrelação. A tabela 4 a seguir expõe o teste de primeira ordem para os modelos com 1, 3 e 4 defasagens. Observa-se por meio dela o motivo do descarte das defasagens 1 e 4 por apresentarem autocorrelação de primeira ordem.

Tabela 4: Teste de autocorrelação

modelo de 1 defasagem		modelo de 3 defasagens		modelo de 4 defasagens	
Autocorrelação	p valor	autocorrelação	p valor	autocorrelação	p valor
1	0.00378	1	0.15053	1	0.00007

Fonte: Elaboração própria, a parti dos resultados da pesquisa

A tabela 5 contém as estimativas do modelo. As variáveis obtiveram o sinal esperado, com exceção ao Consumo das Famílias (cf_t) que apresentou juntamente com o Índice de Financeirização (fin_t) sinal negativo. O Consumo do Governo (cg_t) e a Formação Bruta de Capital Fixo ($fbcf_t$), obtiveram resposta positiva ao crescimento econômico. Ainda a despeito do resultado oriundo do consumo das famílias, alguns trabalhos como os de Maldonado Filho, Ferreira Filho e Milan (2016), Mankiw (2010) e Feijó (2007), mostram a relação positiva que a variável obtém ao explicar o Produto Interno Bruto da economia.

Tabela 5: Estimativas da cointegração

Variáveis	Coeficiente	Erro-padrão	Estatística z	p valor
lcf_t	-0.152	0.103	-1.47	0.141
lcg_t	0.159	0.096	1.65	0.099
$lfbcf_t$	0.400	0.067	5.95	0.000
$lfin_t$	-0.098	0.064	-1.52	0.127

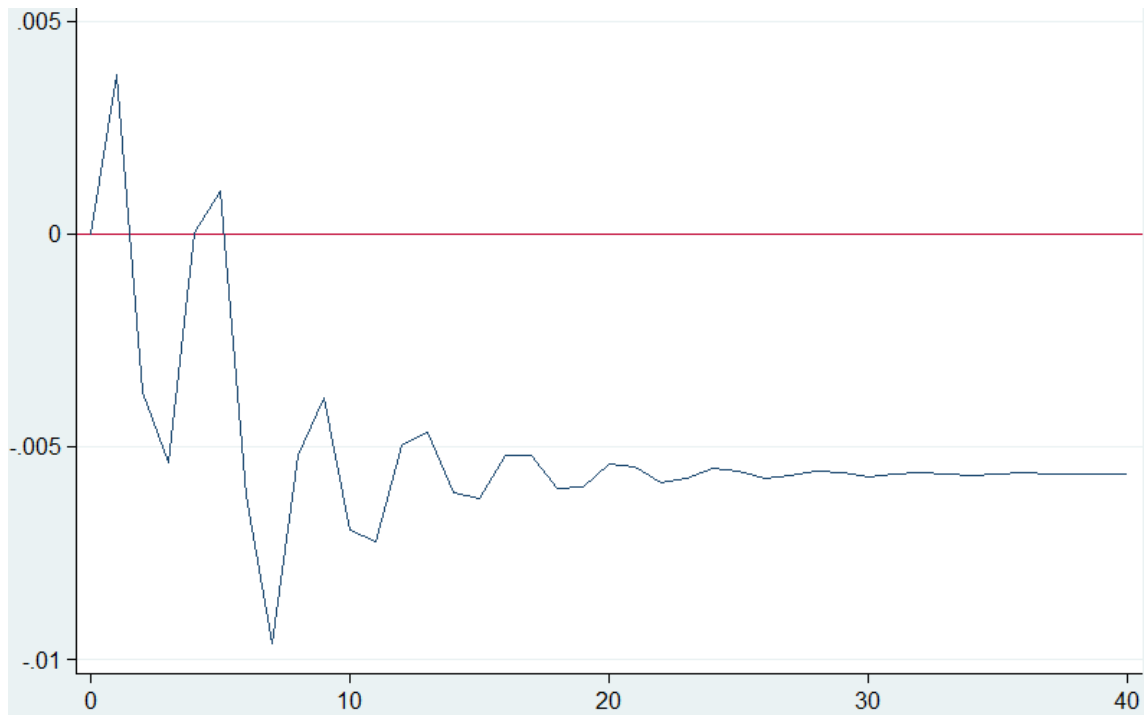
Fonte: Elaboração própria, a partir dos resultados da pesquisa

Interpretaremos agora a elasticidade das variáveis com o sinal esperado. As estimativas mostram que o aumento de 1% na Formação Bruta de Capital Fixo ($fbcf_t$) assim como o aumento de 1% no Consumo do Governo (cg_t), implicam em crescimento econômico (aqui representado pelo Produto Interno Bruto) de 0.4% e 0.15%, respectivamente. Esta relação pode ser percebida em Maldonado Filho, Ferreira Filho e Milan (2016), nas últimas décadas, o baixo crescimento do PIB, pode ser justificado em parte, pelo baixo desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo, que entre os anos de 1994 e 2014 obteve como média 17,4% (investimento/PIB) no Brasil.

Analisando o Índice de Financeirização (fin_t), como resposta, obtivemos que o incremento de 1% no índice implica em uma redução de 0.09% no crescimento econômico. Conforme Bruno *et al* (2009), países em desenvolvimento, tomam a financeirização como obstáculo por provocar a reconcentração funcional da renda em favor dos detentores de capital, sem necessariamente induzi-los a elevar o nível de investimento produtivo, sendo este, fator básico na geração de crescimento econômico.

Nosso próximo passo é examinar a figura 1. O plano cartesiano possui no eixo das abscissas a relação de tempo (trimestralmente), e no eixo das ordenadas a resposta do impacto da financeirização sobre o crescimento econômico.

Figura 1: Função impulso resposta



Fonte: Elaboração própria, a parti dos resultados da pesquisa

Na função de impulso resposta, temos a reação da variável PIB (pib_t) ao levar um choque de uma outra variável, neste caso FIN (fin_t). Tornou-se claro o impacto negativo da financeirização sobre o crescimento econômico ao longo do tempo. Conforme Bruno et al (2009), países sujeitos ao processo de financeirização têm suas economias incapazes de crescer a taxas elevadas e sustentáveis.

Esta seção buscou elucidar o argumento defendido desde o início desse estudo, no qual, tem como foco o impacto negativo que a financeirização pode oferecer para as econômicas nas quais se insere. Outros resultados colhidos foram a importância dos investimentos produtivos e de ações do Estado por meio de consumo para engajar maior crescimento. Para Chesnais (1996), a dinâmica específica a ritmo acelerado da esfera financeira, superior aos níveis de investimento produtivo, do PIB e das trocas, foi o fator que causou maior perturbação na economia recente.

4. CONCLUSÃO

O objeto deste trabalho consistiu em investigar os impactos econômicos gerados pela financeirização. Assim, nos propusemos a interpretar o conceito amplo de financeirização já exposto em trabalhos anteriores, para em seguida, debruçarmos sobre a restrição que está ocasiona no crescimento econômico brasileiro.

As análises culminam na hipótese segundo a qual a financeirização ocasiona diminuição no crescimento econômico quando se instala no ambiente produtivo e/ou financeiro. Apesar de, em um primeiro momento, por si só, não possa implicar em estagnação ou retrocesso total do crescimento econômico, a financeirização age como um distúrbio, que deve ser diagnosticado e tratado, para não se alastrar, de modo que, conjunto a outros fatores, se torne uma barreira persistente ao crescimento.

Ressaltemos a interpretação da figura 1, que nos mostra o resultado em dois períodos distintos dessa perturbação na economia: no curto prazo temos uma (i) oscilação do crescimento econômico observado por meio da *proxy* de crescimento ao sofrer choques proporcionados pelo Índice de Financeirização. Ao passo que, ao longo da trajetória, (ii) essa variação se estabiliza na parte negativa, auferindo uma deterioração do crescimento sustentado de longo prazo da economia. Dado o cenário econômico brasileiro atual, a crise aguda entre os anos de 2014 e 2016, e retomada pífia de crescimento em 2017 com um horizonte pouco amigável para os próximos anos (Comitê de Datação de Ciclos Econômicos, 2017), haveria de se repensar as políticas adotadas que acabam por beneficiar setores não produtivos que concentram ganhos expressivos de renda em detrimento a outros segmentos que geram um grande número de postos de emprego e crescimento econômico para o país.

REFERÊNCIAS

ATTILÍO, L. A. Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia *Maximizing Shareholder Value* Sobre o Emprego no Brasil. Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, 104p, Belo Horizonte, 2016.

ATTILÍO, L. A. Os riscos da financeirização do microcrédito. Teoria e Evidência Econômica - Ano 22, n. 47, p. 369-384, Belo Horizonte, jul/dez. 2016.

ATTILÍO, L. A. Restrição ao crescimento econômico brasileiro: exportações de manufaturados – (no prelo), 2019.

BANCO MUNDIAL, Domestic credit provided by financial sector (% of GDP). Disponível em <<https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>> acesso em: 12 dezembro, 2017.

BARRADAS, R.; LAGOA, S. (2017) Financialization and Portuguese real investment: A supportive or disruptive relationship?, *Journal of Post Keynesian Economics*, 40:3, 413-439, DOI: 10.1080/01603477.2017.1286940

BELLUZZO, L. G. Abertura financeira, política industrial e crescimento. Rio de Janeiro (RJ): LPP UERJ, 2016.

BRUNO, M; DIAWARA, H; ARAÚJO, E; REIS, A. C; RUBENS, M; Finance-Led growth regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), No. 145, 2009.

COMITÊ DE DATAÇÃO DE CICLOS ECONÔMICOS (CODACE). Comunicado de datação de ciclos mensais brasileiros. Rio de Janeiro, 30 /10 /2017.

CHESNAIS, F. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo (SP): Xamã, 1999.

CHESNAIS, F. A mundialização do capital. São Paulo (SP): Xamã, 1996.

CHESNAIS, F. A finança mundializada. São Paulo (SP): Boitempo Editorial, 2005.

DOWBOR, L.; A economia travada pelos intermediários financeiros. Rio de Janeiro (RJ): LPP UERJ, 2016.

FEIJÓ, C. A. Contabilidade social: a nova referência das contas nacionais do Brasil. 3ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier Campus 2003

FILHO, EDUARDO.; FILHO, FERNANDO.; MILAN, M. Por que a economia brasileira não cresce dinâmica e sustentavelmente? Uma análise kaleckiana e keynesiana. *Economia e sociedade*, v. 25, p. 429-456, ago. 2016.

MANKIW, N. G. Princípios da Macroeconomia. 6ª ed. São Paulo (SP): Cengage Learning, 2014

MOLLO, M. L. R. Financeirização como desenvolvimento do capital fictício: a crise financeira internacional e suas consequências no Brasil. Department of Economics Working Paper, Universidade de Brasília, abril, 2011.

PAULANI, L. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. *Estudos Avançados*, vol. 27 n. p.77, São Paulo, 2013.

PINTO, E. C.; GONÇALVES R. Modelos de desenvolvimento e desempenho macroeconômico: Brasil. Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro. 2016.

PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e sociedade*, Campinas, v. 5, n.p. 61-78, dez 1995

TRIDICO, P.; PARIBONI, R. (2017) Inequality, financialization, and economic decline, *Journal of Post Keynesian Economics*, 41: 2, 236-259, DOI: 10.1080 / 01603477.2017.1338966

WILLIAMSON, J; MAHAR, M. Um levantamento da liberalização financeira. *Ensaio em Finanças Internacionais*, n. 211, p. 1-70, Princeton ,1998.

ZWAN, N. van der State of the Arts: Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*. v.12, n.p 99–129 Amsterdam, 2014.



Certifico que Bruno Ramon Martins Mendes, autor do trabalho de conclusão de curso intitulado “Desdobramentos da financeirização e o seu impacto sobre o crescimento econômico brasileiro”, efetuou as correções sugeridas pela banca examinadora e que estou de acordo com a versão final do trabalho.

Luccas Assis Atílio

Mariana, 12 de julho 2018.