



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



**ANÁLISE DA FINANCEIRIZAÇÃO E O SEU IMPACTO SOBRE A OFERTA E
A DEMANDA DA ECONOMIA BRASILEIRA**

MONOGRAFIA DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MARIANA – MG
2020

IAGO GOMES GONÇALVES

**ANÁLISE DA FINANCEIRIZAÇÃO E O SEU IMPACTO SOBRE A OFERTA E
A DEMANDA DA ECONOMIA BRASILEIRA**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito à obtenção de título de bacharel em ciências econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Chrystian Soares Mendes

MARIANA-MG
DEECO / ICSA / UFOP
DEZEMBRO/2020

SISBIN - SISTEMA DE BIBLIOTECAS E INFORMAÇÃO

G635a Gonçalves, Iago Gomes .

Análise da financeirização e o seu impacto sobre a oferta e a demanda da economia brasileira . [manuscrito] / Iago Gomes Gonçalves. - 2020.

41 f.: il.: gráf., tab..

Orientador: Prof. Dr. Chrystian Soares Mendes.

Monografia (Bacharelado). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Graduação em Ciências Econômicas .

1. Administração financeira. 2. Desenvolvimento econômico. 3. Juros. 4. Pagamento - Brasil. I. Mendes, Chrystian Soares. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.



FOLHA DE APROVAÇÃO

Iago Gomes Gonçalves

Análise da financeirização e o seu impacto sobre a oferta e a demanda da economia brasileira

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Aprovada em 08 de dezembro de 2020

Membros da banca

Prof. Dr. Chrystian Soares Mendes - UFOP
Prof. Dr. Thiago de Sousa Barros - UFOP
Prof. Dr. Marcelo Aparecido Cabral Nogueira - UFOP

Chrystian Soares Mendes, orientador do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 08/12/2020



Documento assinado eletronicamente por **Chrystian Soares Mendes, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 23/12/2020, às 17:30, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0119087** e o código CRC **5AF84B21**.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus por estar vivo. Agradeço aos meus pais, meus principais exemplos, por me educarem com amor, além de todo apoio e abrigo. Agradeço também à minha irmã pelo carinho e companheirismo. À minha namorada por estar comigo em toda essa jornada. Aos meus avós, agradeço por compreenderem minha ausência e por sempre me guardarem em suas orações. Aos demais familiares, agradeço àqueles que sempre acreditaram e torceram por mim.

Agradeço a todos os funcionários professores que fizeram parte dessa conquista. Deixo meu sentimento de gratidão a UFOP, por proporcionar os melhores 4 anos da minha vida. Gratidão aos poucos amigos de Divinópolis que estiveram comigo e a turma de economia do 16.2. Ao meu orientador, Chrystian, que não mediu esforços para me auxiliar nesse trabalho.

Deixo meu agradecimento especial à República Ventania, por todo acolhimento, amizades construídas, discussões e pela convivência diária. Faço questão de citar o nome de cada um, pois levarei todos comigo por toda a vida. Minha gratidão ao Artur, Danilo, Elder, Emerson, Fred, Gil, Isaac, Matheus, Pedro Paso, Pedro Vieira, Rafael e Sid.

Desejo que muitas pessoas possam ter essa oportunidade que tive.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. FINANCEIRIZAÇÃO, DEFINIÇÕES E DIAGNÓSTICO NA ECONOMIA BRASILEIRA.....	11
2.1 CONTEXTO E SURGIMENTO DO FENÔMENO DE FINANCEIRIZAÇÃO	11
2.2 DEFINIÇÃO DE FINANCEIRIZAÇÃO.....	12
2.2.1 Maximizing Shareholder Value.....	12
2.2.2 Vida cotidiana	13
2.2.3 Modo de regulação	14
2.3 FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL	16
3. METODOLOGIA	21
3.1 MODELO DE VETOR DE CORREÇÃO DE ERROS - VEC	21
3.2 MODELO DE VETORES AUTORREGRESSIVOS - VAR	22
3.3 FUNÇÃO IMPULSO RESPOSTA - FIR.....	23
3.4 MODELO DE DADOS EM PAINEL.....	23
3.5 FONTE DE DADOS.....	24
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO	28
5. CONCLUSÃO	35
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37
ANEXOS	39

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Valor de mercado das empresas mundial (% do PIB) **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 2 - Crédito mundial ofertado pelo setor financeiro (% do PIB) ... **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 3 - Crescimento do PIB mundial (% anual) **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 4 - Pagamento de juros da dívida pública/PIB (em %) **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 5 - Função impulso resposta do modelo 1 (VEC) **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 6 - Função impulso resposta do modelo 2 (VEC) **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 7 - Função impulso resposta do modelo 1 (variáveis em nível)... **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 8 - Função impulso resposta do modelo 2 (variáveis defasadas) . **Erro! Indicador não definido.**

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Definição de variáveis oferta agregada	25
Tabela 2 - Definição de variáveis demanda agregada	26
Tabela 3 - Definição de variáveis países América do Sul	27
Tabela 4 - Teste Estimativa de Cointegração Modelo 1	28
Tabela 5 - Teste Estimativa de Cointegração Modelo 2	28
Tabela 6 - Resultado das regressões	Erro! Indicador não definido.
Tabela 7 - Estimativas das regressões com variável institucional	Erro! Indicador não definido.
Tabela 8 - Teste de raiz unitária oferta agregada	39
Tabela 9 - Teste de defasagem critérios de informação	40
Tabela 10 - Teste de Johansen	40
Tabela 11 - Teste de raiz unitária demanda agregada	40
Tabela 12 - Critérios de informação	41

RESUMO

O objetivo desse estudo é analisar os impactos da financeirização sobre a economia brasileira. A financeirização é representada pelo pagamento de juros da dívida pública em proporção com o produto. Investigou-se os efeitos da financeirização sobre a demanda agregada utilizando o VAR entre os anos 1996 e 2016 e sobre a oferta agregada com a utilização do VEC entre os anos 1972 e 2014. Por meio da função impulso resposta, observou-se que a financeirização prejudica tanto a oferta quanto a demanda da economia. A última investigação incorporou 12 países da América do Sul entre os anos 1960 e 2017 com dados em painel. Os resultados se mantêm: a financeirização se mostra prejudicial para o crescimento econômico.

Palavras-Chave: Financeirização; Pagamento de juros; Crescimento econômico.

Código JEL: G00; E44; E00.

ABSTRACT

The purpose of this article is to analyze the impacts of financialization on the Brazilian economy. Financialization is represented by the payment of interest on the public debt in proportion to the product. The effects of financialization on aggregate demand using VAR between 1996 and 2016 and on aggregate supply with the use of VEC between 1972 and 2014 were investigated. Through the impulse response function, it was observed that financialization is harmful to both supply and demand in the economy. The latest research incorporated 12 South American countries between the 1960s and 2017 with panel data. The results remain: financialization is detrimental to economic growth.

Key-words: Financialization; Interest payment; Economic growth.

1. INTRODUÇÃO

A recente introdução do termo financeirização na teoria econômica, faz com que sua caracterização seja compreendida de diversas maneiras, mas o significado geral e interpretação desse fenômeno é igual. Entende-se por financeirização, de um modo amplo, a prevalência do mercado financeiro perante o mercado produtivo (MOLLO 2013).

Bruno et al. (2009) salientam que, as pesquisas voltadas ao estudo do fenômeno da financeirização no Brasil ainda não são volumosas, ao contrário do cenário internacional, que já possui grande difusão desse tema. Nesse sentido, o estudo tem como um dos objetivos compreender e analisar como se deu o processo de desenvolvimento da financeirização no Brasil e sua inserção no cotidiano da população.

Além de investigar o comportamento da financeirização na economia brasileira, o estudo irá relacionar esse processo com a oferta e a demanda agregada no Brasil. No caso da demanda agregada esta análise já vem sendo estudada pela literatura, a exemplo de Boyer (2000) e Stockhammer (2004). Contudo a oferta agregada não é comumente investigada, o que será devidamente realizado neste estudo, além de incluir a discussão desse fenômeno nos países da América do Sul. A intenção é verificar se os impactos da financeirização verificados no Brasil também se mostram presentes nas nações sul-americanas.

A demanda agregada será analisada entre os anos 1996 e 2016, com dados trimestrais, e a oferta agregada entre os anos 1972 e 2014, com dados anuais. No primeiro caso, será utilizado o modelo Auto Regressivo Vetorial (VAR) e, no segundo, o Modelo de Correção de Erros (VEC). A partir desses modelos será aplicada a Função Impulso Resposta (FIR), uma simulação que aponta quais os efeitos causados nas variáveis explicativas do modelo a partir de um choque exógeno na variável dependente. Referente às nações sul-americanas, a metodologia utilizada será dados em painel, entre os anos 1960 e 2014. A escolha da periodicidade dos dados se deu a partir da disponibilidade dos mesmos.

A análise das variáveis presentes na demanda e oferta agregada permitirá investigar variados componentes da economia brasileira, como o investimento produtivo e o consumo privado. Além disso, ao observar os efeitos do capital financeiro sobre a economia, ter-se-á subsídios para tentar explicar a desaceleração produtiva que o Brasil enfrenta desde a década de 1980 e a atual crise econômica, marcada pelo desajuste fiscal e pela dificuldade de recuperação do crescimento.

Pressupõe-se que a proposta desse estudo é relevante para o desenvolvimento da literatura referente a financeirização, à medida que se observa fragilidades e vulnerabilidades

econômicas advindas desse fenômeno e da liberalização da economia no Brasil. Portanto, o estudo trabalha sobre a hipótese de que o processo de financeirização pode impactar negativamente a economia brasileira, através das variáveis da oferta e demanda agregada, como também afetar o crescimento econômico dos países da América do Sul.

A presente monografia está dividida em 6 seções, além dessa introdução. A seção 2 apresenta o contexto de surgimento da financeirização na economia mundial, definições e abordagens de financeirização e o seu diagnóstico dentro da economia brasileira, assim como seu processo de desenvolvimento e consolidação. A seção 3 descreve os dados, a metodologia e exercícios econométricos aplicados. A seção 4 contém os resultados das estimações e suas respectivas discussões. A seção 5 tece alguns comentários conclusivos e, o último tópico, contém as referências bibliográficas.

2. FINANCEIRIZAÇÃO, DEFINIÇÕES E DIAGNÓSTICO NA ECONOMIA BRASILEIRA

Será apresentada nessa seção uma discussão sobre as abordagens e definições da financeirização, como também seu desenvolvimento dentro do contexto econômico brasileiro.

2.1 CONTEXTO E SURGIMENTO DO FENÔMENO DE FINANCEIRIZAÇÃO

A defesa de Keynes (1936) pelo uso de políticas expansionistas, após a crise de 1929, foi a política econômica *mainstream* vigente nas décadas posteriores a 1930, servindo de base para que as economias mundiais superassem o momento de crise e iniciassem o processo de acumulação. Duas décadas depois, precisamente entre 1950 e 1970, os países utilizaram políticas expansionistas para sustentarem taxas de crescimento do produto significativas, segundo Attílio (2016). Alguns autores, a exemplo de Boyer (2000), denominam esse período de expansão do produto como Era de Ouro. Esse período de expansão econômica pós Segunda Guerra Mundial possuiu elementos estruturais importantes, tal como a criação de instituições econômicas internacionais, caso do sistema de *Bretton Woods*, com o objetivo de garantir estabilidade econômica entre os países.

Attílio (2016) enfatiza que a liberalização econômica foi bastante importante para o alastramento da financeirização, mas que ocorreu de maneira distinta em países em desenvolvimento e em países desenvolvidos. Enquanto as economias em desenvolvimento precisaram passar por reformas estruturais para ter um sistema financeiro menos regulado, as economias desenvolvidas já se encontravam próximas ao sistema de liberalização financeira ideal. O objetivo dessas reformas era tornar o sistema financeiro mais integrado e eficiente através de políticas que visavam a desregulamentação, como o fim do controle das taxas de juros e maior liberdade financeira das instituições.

Ademais, observa-se que a liberalização das economias foi uma maneira de avançar as formas de acumulação. Attílio (2016) ressalta que na Era de Ouro a acumulação ocorreu pelo setor produtivo, enquanto após a liberalização financeira, essa acumulação passou a ser através do setor financeiro. Portanto, essa transição de mecanismo de acumulação nos leva a definição de financeirização habitualmente utilizada pelos autores, sendo o processo de predominância do mercado financeiro frente ao mercado produtivo.

2.2 DEFINIÇÃO DE FINANCEIRIZAÇÃO

Com intuito de analisar a expansão financeira no mundo e sua inserção no dia-a-dia da população mundial, surge na literatura a financeirização. Essa terminologia é adotada para definir uma nova estrutura de transações e comportamento das famílias e firmas. Bruno *et al.* (2009) e Krippner (2005) definem esse fenômeno como uma norma de produção e acumulação de riqueza baseada no mercado financeiro, em que os investimentos produtivos são dominados pelos investimentos financeiros.

Lapavitsas (2010) afirma que a crítica proposta pela financeirização é uma das ideias mais inovadoras dos últimos anos, a qual se fortaleceu à luz da crise de 2008, oferecendo uma nova percepção ou reinterpretação à globalização financeira. Segundo Paulani (2013), desde 1980, os governos têm adotado políticas de abertura econômica, sendo essa liberalização econômica definida pela autora como a nova etapa do capitalismo mundial.

Van der Zwan (2013) denota que a lógica da economia industrial, caracterizada pelo investimento produtivo de formação bruta de capital fixo, vem se modificando e tornando-se cada vez mais voltada para a esfera financeira. De um modo geral, esse fenômeno ocorre como um processo contínuo que pode ser compreendido a partir da ótica das empresas, das famílias e da regulação. Para fins desse estudo, é válido compreender uma segmentação da financeirização, que se divide em: i) *Maximizing Shareholder Value* (MSV); ii) Vida cotidiana e iii) Modo de regulação. O restante da seção explicita de forma sucinta cada uma das esferas que a financeirização pode afetar.

2.2.1 *Maximizing Shareholder Value*

Segundo Lazonick e O'Sullivan (2000), *maximizing shareholder value* consiste em uma estratégia adotada por empresas não financeiras de capital aberto para valorizar suas próprias ações no mercado financeiro, aumentando o valor da entidade perante os negociantes da bolsa. Esse comportamento adotado por gestores de empresas se efetua pela governança corporativa, núcleo responsável em manter transparência com os *stakeholders* (público estratégico) da empresa. Com a elevação do pagamento de dividendos, as empresas reduzem o lucro retido, enfraquecendo o autofinanciamento, e tornando-as mais dependentes do mercado financeiro para obterem fundos para financiamento.

Além do escoamento da riqueza das empresas, elas são forçadas a adquirirem bens financeiros para aumentar sua lucratividade. Essa mudança de eixo produtivo industrial para o

financeiro tem impactado negativamente a economia mundial, tanto em termos de nível de produção quanto em termos de criação de vagas de trabalho (Van der Zwan, 2013).

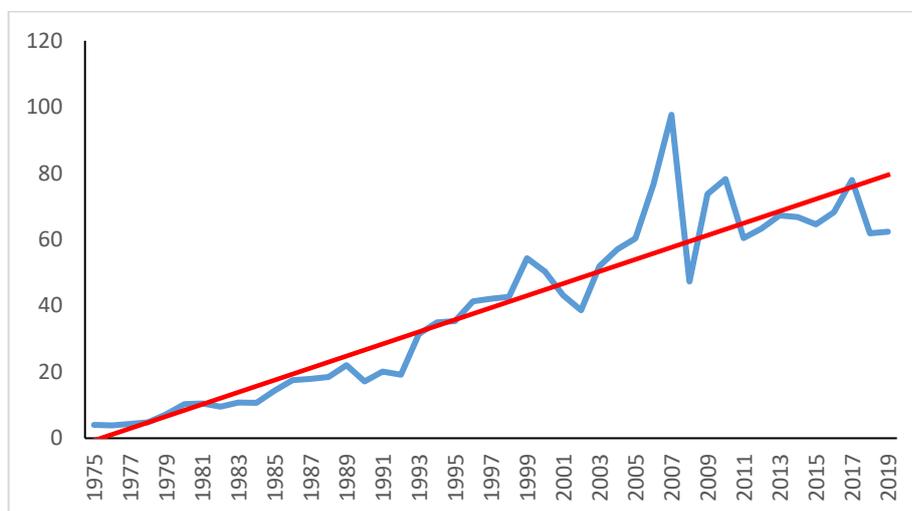


Gráfico 1 - Valor de mercado das empresas mundial (% do PIB)
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mundial

O gráfico 1 retrata a capitalização (valor de mercado) das empresas de capital aberto em proporção com o Produto Interno Bruto (PIB), em escala mundial. Observa-se que a linha de tendência linear revela um movimento ascendente, isto é, as empresas têm se valorizado gradualmente. Também pode ser inferido que os mercados acionários estão se tornando mais valorizados que o valor total da produção. Em concordância com a literatura, pode-se perceber uma evidência de financeirização.

2.2.2 Vida cotidiana

Segundo Mollo (2013), a segmentação das instituições financeiras proporcionou maior dificuldade de regulamentação financeira. Conseqüentemente, o setor financeiro passou a inovar, gerar e difundir vários instrumentos financeiros para a população. No entanto, as famílias podem estar sendo lesadas, pois em sua maioria não possuem instrução para administrar essa quantidade de serviços e produtos financeiros ofertados, elevando o endividamento das mesmas.

Lapavitsas (2010), por sua vez, já destacava que essa mudança de alvo dos bancos vinha aumentando o endividamento de grande parte das famílias. Esse fato pode indicar o aumento da dependência das famílias pelas fontes de crédito ofertadas no setor financeiro. Além da

possibilidade de acesso facilitado ao mercado de ações, no qual as famílias são influenciadas por uma economia cada vez mais especulativa.

Diferente das firmas, os trabalhadores possuem poucos mecanismos para reverter situações financeiras adversas, o que impede até mesmo seu desenvolvimento social. Isso faz com que os trabalhadores subsistam para pagar suas despesas, além de serem impactados pela falta de empregos decorrente do excesso de imersão da economia no mercado financeiro.

Entende-se por *proxy* uma variável instrumental aproximada do parâmetro a ser estimado, que possibilita realizar uma estimativa consistente (Gujarati e Porter, 2011). Dessa maneira, uma *proxy* para retratar a financeirização da vida cotidiana é o crédito fornecido pelo setor financeiro em proporção com o PIB, representado pelo gráfico 2 entre 1961 e 2019.

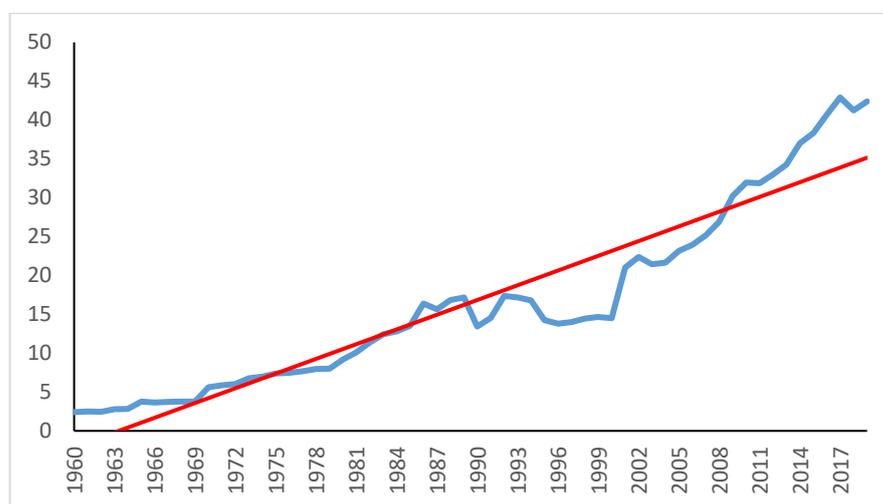


Gráfico 2 - Crédito mundial ofertado pelo setor financeiro (% do PIB)
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mundial

É inequívoco o aumento do crédito ao longo das décadas. A linha de tendência crescente evidencia esse fato. Além disso, a economia mundial tem se utilizado cada vez mais desse instrumento para realizar suas atividades. Para os interesses desse trabalho, a elevação do crédito pode estar relacionada com a facilidade do acesso e seu maior uso pelas famílias, tal relação já expressada por Lapavitsas (2010).

2.2.3 Modo de regulação

No Brasil, com o crescimento da dívida externa na década de 1980, foram adotadas políticas de ajustamento estrutural que visavam estabilizar o país e conciliar a dívida pública junto aos credores. De acordo com Paulani (2013) esse fato foi uma grande submissão brasileira

às exigências dos credores, isto é, à adoção do discurso e de práticas neoliberais. No entanto, o Brasil não é um caso isolado, diversos países passaram por processo semelhante.

Essa transformação observada no Brasil reflete a evolução que o capitalismo tem gerado na sociedade, adaptando-se a um novo regime de acumulação. Em parâmetro mundial, Van Der Zwan (2013) elenca que a internacionalização dos mercados globais tem sido um grande motivador para as empresas se retirarem das atividades produtivas. Essa transição permite a acumulação fora do âmbito produtivo, pois a alocação de recursos não é reinvestida no desenvolvimento da própria indústria.

O gráfico 3 abaixo, evidencia o crescimento percentual do PIB mundial para o período de 1961 a 2019, o qual apresenta taxas decrescentes.

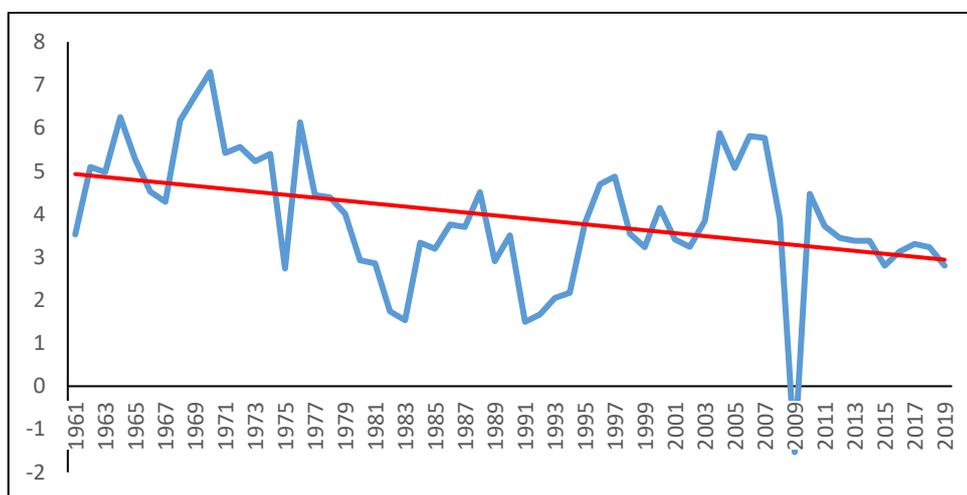


Gráfico 3 - Crescimento do PIB mundial (% anual)
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mundial

Como se observa pelo gráfico, há uma desaceleração do crescimento mundial, que podem ter sido ocasionadas por diversos fatores, como: os choques do petróleo ocorridos em 1973 e 1979, a crise da dívida externa dos países da América Latina na década de 1980, a crise da Bolsa de Valores de Nova York em 2008, além do fenômeno da financeirização. A linha de tendência decrescente do gráfico reforça que esses fatos econômicos tiveram destaque para determinar a tendência de desaceleração econômica mundial. Ademais, isso pode ocorrer pela migração das empresas não-financeiras para atividades relacionadas ao mercado financeiro, indicando diminuição da produção real da economia no decorrer do tempo.

2.3 FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL

A reforma monetária-financeira realizada no Brasil, entre 1964 e 1967, foi fundamental para o país dar um salto rumo a modernização institucional de seu sistema financeiro. De acordo com Gremaud (2017), essa reforma dividiu-se em três grupos de medidas: i) Instituição da correção monetária e da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN); ii) Criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central e iii) Reforma do Sistema Financeiro e do mercado de capitais. O primeiro grupo de medidas buscou desenvolver o mercado de títulos e novos instrumentos de financiamento não inflacionário, já o segundo grupo buscou criar condições de independência de política monetária. Por último, o terceiro grupo de medidas visava especializar o sistema financeiro e segmentar esse mercado, como exemplo têm-se a criação no Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e do Banco Nacional de Habitação (Banco Nacional de Habitação).

Bruno *et al.* (2009) apontam que a reforma financeira realizada no Brasil, entre 1964 e 1967, foi desenvolvida no mercado de crédito e não no mercado de capitais. Assim, o fato de a reforma financeira ter sido desenvolvida no mercado de crédito a deixa no centro da financeirização brasileira, sendo essa mesma forma que a grande maioria dos países subdesenvolvidos se introduziram no processo de financeirização, sendo regulado, em grande medida, por instituições bancárias através de empréstimos convencionais.

Paulani (2013) aponta a origem desse processo no Brasil, ocorrendo a partir da crise dos anos 1970. O choque do petróleo deflagrado no final de 1973, após sucessivos aumentos no preço do petróleo, contribuiu para o início da crise no Brasil, ocasionando uma elevação considerável da inflação. Na mesma década, o segundo choque do petróleo e dos juros, em 1979, teve papel mais importante ainda para o Brasil conviver 15 anos em um cenário de alta inflação e, juntamente a isso, o país se viu em uma crise da dívida externa. Ademais, Cardoso (2013) ressalta que, embora políticas tenham sido adotadas na tentativa de minimizar ou solucionar o problema inflacionário do Brasil, não foram suficientes para amenizar a situação, alcançando níveis inflacionários elevados.

Mollo (2011), por sua vez, afirma que o processo de financeirização se desenvolveu de forma mais lenta no Brasil, apresentando seus primeiros resultados significativos apenas no final da década de 1980. Além disso, o predomínio das finanças sobre a produção se evidenciou devido ao elevado patamar das taxas de juros, como consequência da tentativa de controlar os altos níveis de inflação, sendo esse elevado patamar de juros a principal motivação para

aplicações financeiras especulativas e inserção das famílias no mercado financeiro, inibindo, assim, a produção real.

Bruno *et al.* (2009) evidenciam que a década de 1980, comumente denominada década perdida, não o foi para o setor financeiro. A suposição de que, entre 1980 e 1993, a economia brasileira se encontrava submetida a um processo de financeirização, baseado nos ganhos inflacionários, advindos dos mecanismos institucionais de correção monetária e de indexação generalizada de preços, encontrou apoio em sua análise. Dessa maneira, foi possível mostrar que as instituições financeiras expandiram a participação no PIB à medida que o processo inflacionário avançava. Assim, a partir de 1970, quanto mais elevada se encontrava a taxa de inflação, maior era a participação do sistema financeiro no valor adicionado total da economia brasileira.

À medida que a financeirização encontrava os moldes ideais para se consolidar na economia brasileira, os capitalistas financeiros eram beneficiados com ganhos provenientes de juros e outras aplicações, enquanto os impactos negativos eram absorvidos pelo restante da população. A existência de títulos financeiros como os da dívida pública, com alta rentabilidade, absorvia os recursos que, de outra maneira, iriam ser aplicados em investimentos públicos ou em serviços sociais, ou seja, não existia estímulo à produção, somente a crença em especulações de ativos de grandes e médias corporações. Outra consequência negativa referente às elevadas taxas de juros se deu através da sobrevalorização da moeda nacional, responsável por dificultar as exportações e por fomentar as importações, desestimulando a produção e, conseqüentemente, afetando a geração interna de empregos (MOLLO 2011).

A recessão econômica brasileira acompanhada de uma alta inflação durante a década de 80 foi a principal motivação para a realização de reformas no decorrer dos anos 90, com o objetivo de tirar a economia da situação de crise. Veloso *et al.* (2013) denotam que o contexto vivenciado pelo Brasil nesse período de transição foi caracterizado pela imprevisibilidade e receio em relação ao que estava por vir. Nesse sentido, com o objetivo de tentar reprimir o alto índice inflacionário, foi lançado o Plano Collor, o qual contribuiu para o início da abertura do mercado financeiro brasileiro.

Deve-se destacar que a elaboração do Plano Real também contribuiu e muito para consolidar o processo de financeirização brasileiro. Segundo Belluzzo e Almeida (2002), o Plano Real teve como pilar o alto patamar da taxa de juros, sendo resultado de uma política monetária contracionista, sobrevalorização do câmbio devido à falta de uma base fiscal sólida, além de um endividamento interno e externo progressivo e liquidez internacional.

No que se refere à financeirização, Paulani (2013) aponta alguns elementos contidos dentro das reformas dos anos 90 que contribuíram vigorosamente para a consolidação da financeirização na economia brasileira. Dentre eles, é possível notar que uma combinação de políticas de juros elevados e sobrevalorização cambial fizeram com que o Brasil se tornasse uma fonte de ganhos consideráveis para outros países. *Bruno et al.* (2009) completam o raciocínio afirmando que a nova ferramenta de acumulação financeira se deslocou para os derivativos e títulos de renda fixa ligados diretamente ao endividamento público. Dessa forma, os ganhos inflacionários foram substituídos pela rentabilidade de juros. Ademais, um novo padrão de rentabilidade se segue após as reformas financeiras da década de 90, especialmente após o Plano Real, mostrando que a capitalização por juros foi responsável, em grande medida, pela expansão dos ativos financeiros e pela grande atratividade de capital externo, principalmente em curto prazo, provocando um crescimento considerável das reservas.

Explicitando as consequências vivenciadas pelo Brasil em relação ao elevado patamar da taxa de juros, *Weisbrot et al.* (2017) salientam o alto encargo com pagamento de juros da dívida pública. Segundo os autores, as principais motivações que corroboraram para uma taxa de juros alta não foram resultados de fatores estruturais, mas sim por adoção de determinadas políticas macroeconômicas, tese defendida também por *Bruno et al.* (2009). Grande parcela das elevadas taxas de juros são parte de uma política de metas de inflação, que se utiliza de altas taxas de juros para promover valorização cambial e redução de preços comerciais. Além disso, também há evidência de que os setores bancários e financeiros do Brasil operam para manter as taxas de juros altas.

O gráfico 4 a seguir, exibe o pagamento de juros da dívida pública brasileira em proporção com o PIB, sendo esses pagamentos evidência para o fortalecimento do processo de financeirização.

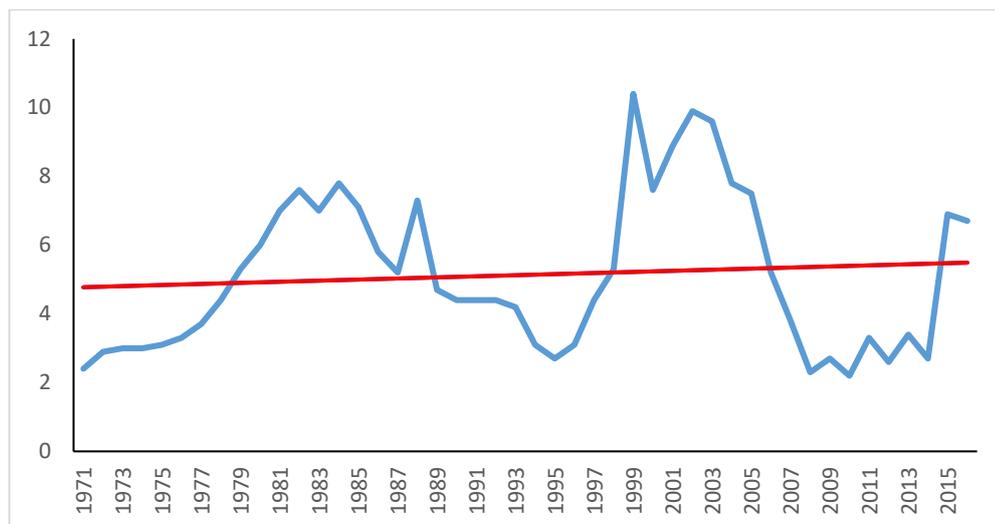


Gráfico 4 - Pagamento de juros da dívida pública/PIB (em %)

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil

De um modo geral, vale ressaltar que os pontos de variação mais relevantes ocorreram após cenários econômicos e políticos importantes. Entre os anos de 1995 e 1999, quando houve a implantação do Plano Real, até a adoção de políticas de metas de inflação, a porcentagem do PIB usada para o pagamento de juros da dívida pública elevou-se substancialmente. Ademais, pode-se perceber o comportamento ascendente, mesmo que de forma sutil, da linha de tendência, fortalecendo o argumento de desenvolvimento do processo de financeirização.

Na tentativa de revelar a forma pela qual a financeirização se exprime no Brasil atualmente, Paulani (2013) enfatiza uma característica primordial do processo de financeirização, afirmando que o elemento mais representativo da financeirização não é a especulação de ativos, mas sim o rentismo, que pode ser denotado como o movimento de valorização do valor, isto é, a valorização de um ativo fictício. Além do mais, percebe-se o rentismo como a representação atual do capitalismo, encontrando em países em desenvolvimento como o Brasil, formas de ganhos financeiros relevantes. Feijó *et al.* (2016) argumentam que a solidificação do sistema financeiro, frente ao papel autônomo do Banco Central, é também uma sinalização de aperfeiçoamento da financeirização no Brasil. Além disso, afirma que a taxa de juros alta desestimula o investimento produtivo ou em capital fixo, pois o retorno é menor que qualquer aplicação especulativa realizada, evidenciando a financeirização.

Desse modo, observa-se que há uma literatura favorável a consolidação da financeirização, principalmente após as reformas realizadas na década de 90, e também

defensora de que o Brasil ainda passa pelo processo de financeirização, caracterizado por Atílio (2016) como embrionário na literatura nacional. Uma das evidências para respaldar o raciocínio é o pagamento de juros da dívida pública. O gráfico 4 sustenta essa hipótese. Assim, o presente estudo utilizará essa variável para analisar se ela possui alguma relação com a oferta e demanda agregada da economia brasileira.

3. METODOLOGIA

Essa seção discutirá as metodologias de análise e descreverá os dados que serão utilizados. Serão utilizados três modelos de análise econométrica, o Modelo Auto Regressivo Vetorial (VAR) para analisar a demanda agregada e o Modelo de Vetor de Correção de Erros (VEC) para analisar a oferta agregada. A partir desses modelos, será aplicada a Função Impulso Resposta (FIR) para mensurar como as variáveis reagem a partir de um choque exógeno. Também será utilizado o Modelo de Dados em Painel para analisar as nações sul americanas.

3.1 MODELO DE VETOR DE CORREÇÃO DE ERROS - VEC

Antes de determinar a utilização do modelo, foi realizado o teste de raiz unitária, que consiste em definir se as variáveis possuem variação constante ao longo do tempo. Para isso, são utilizados dois testes: o Augmented Dickey-Fuller (ADF) e o Phillip Perron (PP). Os testes de raiz unitária, os critérios para determinar a defasagem e os testes de cointegração foram colocados em anexo.

A partir dos resultados da tabela 8 (em anexo), foi definido que seria utilizado o Modelo de Correção de Erros (VEC), pois a maioria das variáveis são não estacionárias em nível (forma normal), mas se tornam estacionárias quando estão em primeira diferença, tanto no modelo 1 (todas as variáveis em nível), quanto no modelo 2 (todas as variáveis defasadas em 1 período, exceto a produtividade total dos fatores). Como a variável pib é estacionária em nível, e dedk não foi estacionária em primeira ordem, elas são retiradas do modelo 2. Assim, para efetuar a análise da curva de oferta foi utilizado o VEC, pois este método permite verificar a relação de longo prazo das variáveis dado que elas não foram estacionárias em nível nos testes de raiz unitária. Por outro lado, foram estacionárias em primeira diferença.

As regressões dos modelos 1 e 2 são descritas da seguinte forma:

$$Tfp_t = \beta_0 + \beta_1 hdt_t + \beta_2 edk_t + \beta_4 ich_t - \beta_5 jrs_t + \varepsilon_t \quad (\text{Modelo 1}) \quad (1)$$

$$Tfp_t = \beta_0 + \beta_1 hdt_t + \beta_2 ich_t + \beta_3 jrs_t + \varepsilon_t \quad (\text{Modelo 2}) \quad (2)$$

O teste seguinte exposto na tabela 9 (em anexo) mostra a defasagem que será utilizada em cada modelo. Serão utilizados três critérios para a análise, o critério de informação de

Akaike (AIC), o critério de informação de Schwarz (SBIC) e, por último, o critério de informação de Hannan-Quinn (HQIC). Ambos os modelos usarão defasagem de um período.

Com a escolha da defasagem, é necessário realizar o teste de Johansen para verificar se há relação de longo prazo entre as variáveis - cointegração. A tabela 10 exibe o teste. A hipótese nula do modelo é de que não há cointegração entre as variáveis. Como pode ser visto, ela é rejeitada. Há relações de longo prazo nos modelos. Então, pode-se prosseguir com o VEC em ambos os modelos.

3.2 MODELO DE VETORES AUTORREGRESSIVOS - VAR

Já no segundo modelo, referente a demanda agregada, todas as variáveis serão defasadas em um período, exceto o pib. Isso significa que, por exemplo, a taxa de crescimento dos gastos do governo real no período t será representada pela taxa de crescimento dos gastos do governo real no período $t-1$. Isso é uma técnica para melhorar a precisão do modelo e verificar a causalidade das variáveis, além de evitar a endogeneidade.

Desse modo, a regressão que representa o modelo é caracterizada da seguinte maneira:

$$Pib_t = \beta_0 + \beta_1 fam_t + \beta_2 gov_t + \beta_3 invest_t + \beta_4 imp_t + \beta_5 exp_t + \beta_6 juros_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Os β 's são os estimadores e ε_t é o termo de erro do modelo. O teste de estacionariedade realizado em séries temporais tem como objetivo observar se os pressupostos estatísticos de que a média e a variância são constantes ao longo do tempo são verdadeiros ou não. Desse modo, ao analisar séries temporais, avalia-se se essas séries são estacionárias. Para isso, efetua-se dois testes: o teste Augmented Dickey-Fuller (ADF) e o teste Philips-Perron (PP). A hipótese nula adotada é de que a série temporal possui raiz unitária, isto é, que a série seja não estacionária.

Sims (1980) contribuiu com a literatura introduzindo na discussão o Modelo Vetorial Auto Regressivo (VAR), permitindo que parâmetros presentes em modelos econômicos fossem expressos por completo. A ideia de representar esses modelos de forma dinâmica e tratar tais variáveis como endógenas, possibilitou a mensuração do impacto de determinada variável sobre as demais ao longo do tempo. Como pode ser observado na tabela 11 (em anexo), somente a taxa de crescimento real do consumo das famílias (fam_t) não é estacionária em nível, por isso a letra “d” foi acrescentada em sua nomenclatura, para mostrar que a variável foi diferenciada em primeira ordem e verificar se será estacionária nessa nova forma. No entanto, o VAR permite

que sejam manipuladas somente variáveis estacionárias. Diante disso, exclui-se a taxa de crescimento real do consumo das famílias (fam_t) e realiza-se o segundo teste utilizando o modelo VAR para prosseguir a análise.

Todas as variáveis defasadas em um período são estacionárias em nível, exceto o pib, como pode ser visto na tabela 11. Por esse motivo, o VAR será utilizado novamente. Dessa forma, ao contrário do exame da oferta agregada, que utilizou o VEC, a análise da demanda agregada utilizará o VAR.

O modelo VAR requer que os modelos apresentem alguma defasagem. Por isso, a próxima etapa dos testes consiste em obter as defasagens dos modelos por meio do teste de defasagem. É possível observar os resultados dos testes na tabela 12 (em anexo), onde o primeiro modelo possui defasagem 2 e o segundo modelo defasagem 1. Vale dizer que o primeiro modelo possui todas as variáveis em nível e o modelo 2 todas estão defasadas em 1 período, exceto a variável do PIB, que está em nível.

3.3 FUNÇÃO IMPULSO RESPOSTA - FIR

Em seguida, será aplicada a Função Impulso Resposta (FIR) em ambos os modelos. A FIR é uma simulação que revela quais os efeitos causados nas variáveis explicativas do modelo a partir de um choque exógeno na variável dependente (Gujarati e Porter 2011).

No caso da oferta agregada, a FIR busca simular o impacto do pagamento de juros da dívida (jrs) sobre a tecnologia (produtividade total dos fatores) em períodos futuros, neste caso, nos próximos anos. Já pelo lado da demanda agregada, analisar-se-á o impacto do pagamento de juros (financeirização) sobre a taxa de crescimento do produto (pib) e sobre a taxa de formação bruta de capital fixo ($invest$), nos trimestres posteriores.

3.4 MODELO DE DADOS EM PAINEL

O Modelo de Dados em Painel, também chamado de dados empilhados, é uma combinação entre observações de séries temporais e de corte transversal. Nesse tipo de modelo, a unidade de corte transversal escolhida é acompanhada ao longo do tempo (Gujarati e Porter 2011). Em suma, a modelagem de dados em painel possui uma dimensão espacial e outra temporal.

Usualmente, a estimação de modelos de regressão que utilizam dados em painel exige duas abordagens, a de efeitos fixos e aleatórios. O modelo de efeitos fixos considera que, embora o intercepto possa ser diferente entre os indivíduos, nesse caso os países sul americanos, o intercepto de cada um deles é invariante no tempo. Por outro lado, o modelo de efeitos aleatórios ou modelo de correção de erros, considera que o intercepto seja uma variável aleatória e não uma constante, isto é, pressupõe que os efeitos individuais estejam aleatoriamente distribuídos em torno de uma média (Wooldridge 2010). Outra forma de estimação são os dados empilhados, também chamado de *pooled*, que representa uma maneira mais simples de trabalhar com os dados, pois é possível estimar uma única regressão com todos os dados disponíveis na base de dados. Nesse caso, as unidades não são necessariamente idênticas em períodos de tempo diferentes.

Para fins desse trabalho, as variáveis que integram esse modelo de dados em painel possuem o subscrito t indicando sua periodicidade e o subscrito i indicando cada país. Desse modo, a equação que representa o modelo é representada da seguinte maneira:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 i_{it} + \beta_2 h_{it} + \beta_3 \text{vida}_{it} + \beta_4 n_{it} + \beta_5 \text{infla}_{it} + \beta_6 \text{aberts}_{it} + \beta_7 \text{trade}_{it} + \beta_8 \text{inst}_{it} + \beta_9 \text{credit}_{it} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Em que os β 's são os estimadores e ε_t é o termo de erro do modelo. As regressões de crescimento foram baseadas na literatura de crescimento econômico, como os trabalhos de Barro (1991), Mankiw, Romer e Weil (1992), Barro (1996), Hall e Jones (1999), Restuccia (2009) e Acemoglu *et al.* (2014).

3.5 FONTE DE DADOS

As variáveis que irão compor a função de oferta agregada são as horas de trabalho (*hdt*), estoque de capital físico (*edk*), taxa de crescimento do PIB real (*pib*), índice de capital humano (*ich*) e pagamento de juros da dívida/PIB (*jrs*), sendo todas essas variáveis explicativas e a produtividade total dos fatores (*tfp*) como variável dependente. Abaixo, a tabela 1 contém as variáveis que serão utilizadas no modelo.

Tabela 1 - Definição de variáveis oferta agregada

Variáveis	Definição
tfp_t	Produtividade total dos fatores. Possui valor 1 para os Estados Unidos da América. O valor do Brasil é em relação a este país.
hdt_t	Média anual de horas trabalhadas.
edk_t	Estoque de capital físico real (em mil. 2011 US\$)
pib_t	Taxa anual de crescimento do PIB real (base constante =2010 US\$)
ich_t	Índice de Capital Humano por pessoa, baseado em anos de escolaridade e retorno da educação
jrs_t	Pagamento de juros da dívida pública/PIB

Fonte: Elaboração própria

As variáveis foram retiradas de fontes distintas. Os indicadores de tecnologia (produtividade total dos fatores), capital humano, o estoque de capital e horas de trabalho foram extraídos do Penn World Table (PWT) 9.0. Enquanto a taxa de crescimento do produto foi retirada do Banco Mundial, e o pagamento de juros do Banco Central do Brasil. Os dados são anuais e o período de análise é de 1972 a 2014. Por fim, serão construídos dois modelos utilizando o VEC. O primeiro com as variáveis em nível e o segundo com as variáveis defasadas em 1 período, exceto a variável produtividade total dos fatores.

Para a função de demanda agregada, a *proxy* utilizada para a variável de financeirização é o pagamento de juros/PIB. As demais variáveis que compõem a função de demanda agregada são a taxa de crescimento real do consumo das famílias (fam_t), taxa de crescimento dos gastos reais do governo (gov_t), taxa de crescimento do investimento produtivo real ($invest_t$), taxa de crescimento das exportações reais de bens e serviços (exp_t) e taxa de crescimento das importações reais (imp_t). A tabela 2 contém as variáveis que serão utilizadas no modelo.

Tabela 2 - Definição de variáveis demanda agregada

Variáveis	Definição
pib_t	Taxa de crescimento do produto interno bruto real
fam_t	Taxa de crescimento real do consumo das famílias
gov_t	Taxa de crescimento dos gastos do governo real
$invest_t$	Taxa de crescimento do investimento produtivo real
exp_t	Taxa de crescimento das exportações reais de bens e serviços
imp_t	Taxa de crescimento das importações reais
$juros_t$	Pagamento de juros/PIB

Fonte: Elaboração própria

Todas as variáveis estão descritas em taxa de crescimento real e foram extraídas do IBGE, exceto a variável $juros_t$, a qual foi extraída do banco de dados do Banco Central do Brasil. A periodicidade dos dados é trimestral e abrange o período de 1996 a 2016. Ademais, serão construídos dois modelos VAR a partir da função de demanda agregada.

Também será incorporado a análise da financeirização outras nações similares ao Brasil, em termos de desenvolvimento econômico. A análise contará com 12 economias da América do Sul: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru, Suriname, Uruguai e Venezuela.

A variável dependente do modelo é o crescimento do PIB per capita real (Y_{it}). Como visto nas seções anteriores, a expansão do crédito privado é uma forma de alastramento da financeirização. Por esse motivo, a *proxy* utilizada para representar a financeirização é o crédito ao setor privado dividido pelo PIB ($credit_{it}$). As demais variáveis que serão utilizadas no modelo são a matrícula escolar primária e secundária bruta (h), formação bruta de capital fixo (i_{it}), esperança de vida ao nascer ($vida_{it}$), taxa de fecundidade (n_{it}), taxa de inflação ($infla_{it}$), abertura comercial ($abert_{it}$), valor total das ações negociadas/PIB ($trade_{it}$) e uma variável institucional ($inst_{it}$). A tabela 3 apresenta a definição das variáveis utilizados nesse modelo.

Tabela 3 - Definição de variáveis países América do Sul

Variáveis	Definição
Y_{it}	Crescimento do PIB per capita real (% anual)
i_{it}	Formação Bruta de Capital Fixo/PIB
h_{it}	Matrícula escolar, primário e secundária bruta/população
vida_{it}	Esperança de vida ao nascer, total (anos)
n_{it}	Taxa de fecundidade, total (nascimentos por mulher)
infla_{it}	Inflação, deflator do PIB (% anual)
abert_{it}	Abertura comercial (% do PIB)
trade_{it}	Ações negociadas, valor total (% do PIB)
inst_{it}	Índice do Estado de direito e de proteção da propriedade privada
credit_{it}	Crédito interno ao setor privado (% do PIB)

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mundial e Fraser Institute

O período de análise será de 1960 a 2017 e os dados foram extraídos do Banco Mundial e do Fraser Institute.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para focar nos principais resultados dos modelos, os testes de raiz unitária, os critérios de informação para determinar a defasagem e os teste de Johansen estarão em anexo. Os resultados apresentados nas tabelas 4 e 5 são referentes a oferta agregada e representam as estimativas dos coeficientes de cada variável.

Tabela 4 - Teste Estimativa de Cointegração Modelo 1

Modelo 1				
Variáveis	Coeficiente	Erro-Padrão	Estatística Z	P valor
hdt	3,58E-20***	5,84E-21	6,13	0
edk	-1,26E-12	3,18E-12	-0,4	0,693
ich	-0,00002	0,340309	0	1
jrs	-0,05914***	0,0130728	-4,52	0

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

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

No modelo 1 (todas as variáveis em nível), há evidências de que o parâmetro que representa a financeirização, o pagamento de juros da dívida (jrs), é significativo a 1% e possui valor negativo como na proposta teórica do trabalho, fortalecendo a hipótese de impacto negativo da financeirização sobre a economia brasileira. A variável de horas trabalhadas (hdt) também foi significativa e com sinal positivo, contribuindo para elevar a produtividade total dos fatores da economia.

Tabela 5 - Teste Estimativa de Cointegração Modelo 2

Modelo 2				
Variáveis	Coeficiente	Erro-Padrão	Estatística Z	P valor
hdt1	-2.18E-21	2.70E-21	-0.81	0,419
jrs1	0.0027148	0.0055244	0.49	0,623
ich1	0.0008675	0.0085473	0.10	0,919

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Nota: Acréscimo do número 1 na sigla da variável denota defasada em um período.

No modelo 2, há fracas evidências em relação a consistência do parâmetro de pagamento de juros da dívida, que neste caso foi defasado em um período. Outro ponto que demonstra essa inconsistência é que seu coeficiente é positivo, algo inesperado e que vai contra o que é defendido no trabalho, embora não tenha sido significativo.

Em seguida, foi aplicada a FIR para simular o impacto em períodos futuros do pagamento de juros da dívida sobre a tecnologia (produtividade total dos fatores). No gráfico 5 abaixo, observa-se o resultado a simulação do modelo 1. O choque gerado nessa simulação reduz a tecnologia ao longo dos anos e, possivelmente, impacta também o produto de longo prazo. Portanto, esse resultado corrobora a hipótese assumida de impacto negativo da financeirização sobre a economia pelo lado da oferta.

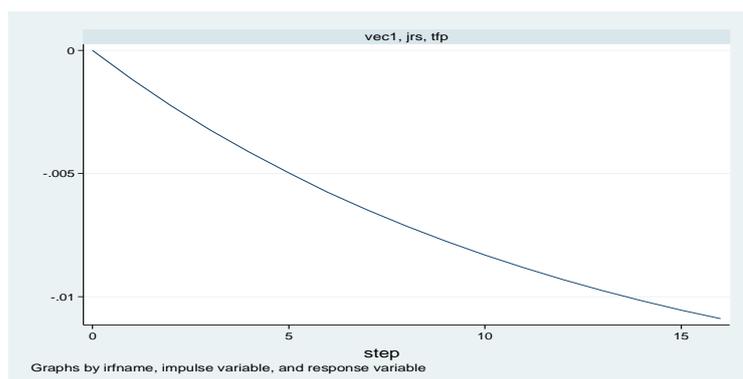


Gráfico 5 - Função impulso resposta do modelo 1 (VEC)
Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Por outro lado, no gráfico 6 ocorre o inverso, como apontado no teste estimativa de cointegração, na tabela 5. Com o aumento do pagamento de juros há um aumento da tecnologia, resultado em desacordo com Chesnais (1999), em que a despesa com pagamento de juros é negligenciada em prol de aplicações rentistas e em detrimento do investimento produtivo. Há possibilidade de que a não significância da variável de pagamento de juros tenha contribuído para esse resultado.

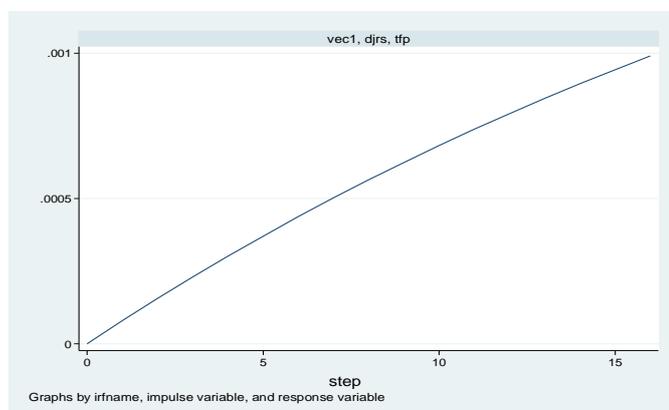


Gráfico 6 - Função impulso resposta do modelo 2 (VEC)
Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Por conseguinte, pode-se afirmar que há evidências de uma influência negativa da financeirização sobre a economia brasileira, sendo esta vista pelo canal de pagamento de juros, principal canal para a difusão das finanças, segundo Chesnais (1996). Todavia, esse é o resultado pelo lado da oferta agregada, representada pela produtividade total dos fatores. Resta analisar a demanda agregada.

Para salientar os resultados do modelo referente a demanda agregada, o teste de raiz unitária e o teste de critérios de informação para determinar a defasagem estarão em anexo. O passo seguinte para finalizar a estimação do modelo VAR é a utilização da FIR. Os gráficos 7 e 8 mostram o impacto do pagamento de juros (financeirização) sobre a taxa de crescimento do produto (pib) e sobre a taxa de formação bruta de capital fixo (invest).

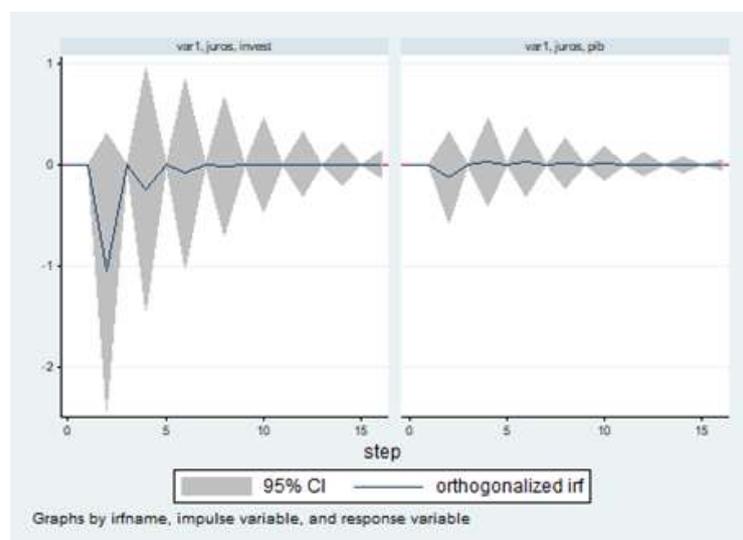


Gráfico 7 - Função impulso resposta do modelo 1 (variáveis em nível)
Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020

Como pode ser observado nos gráficos 7 e 8, houve queda do investimento e do PIB nos trimestres posteriores ao choque. Além disso, pode-se perceber que a queda do investimento é forte nos primeiros períodos e, por outro lado, a queda do PIB é modesta. Assim, conclui-se que ambas as variáveis reagem de forma negativa ao impacto da financeirização nos primeiros trimestres.

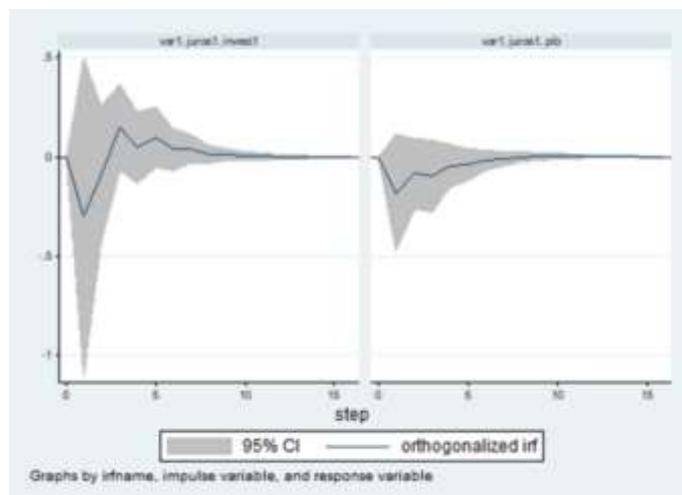


Gráfico 8 - Função impulso resposta do modelo 2 (variáveis defasadas)
 Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Tendo em vista os resultados apresentados acerca do impacto da financeirização sobre a oferta e demanda agregada da economia brasileira, observa-se que os efeitos sobre a demanda são mais contundentes em mostrar que a financeirização é adversa em relação ao crescimento econômico, principalmente se for considerado o investimento produtivo. Esse resultado está em acordo com o conteúdo debatido na revisão de literatura em relação ao processo de financeirização, em que os investimentos produtivos são dominados pelos investimentos financeiros, segundo Bruno et al. (2009) e Krippner (2005). Além de reforçar a tese de Chesnais (1999), de que o pagamento de juros é um compromisso de pagamento que afeta diretamente o investimento produtivo. Portanto, a financeirização pode prejudicar a economia em diferentes frentes; as aqui analisadas, oferta e demanda, são alguns dos possíveis candidatos.

Por último, temos a análise dos países da América do Sul. Na tabela 6, os resultados dos modelos estimados foram obtidos a partir de diferentes metodologias de estimação, posteriormente organizadas em colunas a fim de comparações, evidenciando a eficiência dos parâmetros estimados. As regressões (1), (2) e (3) são modelos de efeitos fixos, as regressões (4), (5) e (6) são efeitos aleatórios e as restantes são *pooled*. Realizar diferentes estimações é uma forma de mostrar a robustez dos resultados.

Sobre o modelo de efeitos fixos, é possível inferir que o crédito interno ao setor privado presente na regressão (3) apresentou resultados conforme a hipótese de alastramento da financeirização, dado que foi significativo a 1%. Além disso, o sinal negativo indica impacto negativamente a formação do produto interno bruto. As regressões (4), (5) e (6) foram estimadas neste modelo e a variável *credit* confirma os resultados da análise anterior, se mostrando

também significativa, assim como nos modelos (7), (8) e (9) que são modelos estimados de forma agregada que eliminam dados muito dispersos.

De uma forma geral, os resultados seguiram a literatura de crescimento, como exposto por Romer e Weil (1992), que examina os moldes em que o modelo de crescimento de Romer é consistente com a variação internacional do padrão de vida. O investimento produtivo foi significativo algumas vezes com sinal positivo. O mesmo ocorreu para o capital humano – sendo este último significativo apenas duas vezes.

Tabela 6 - Resultado das regressões

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
i	0.77 (0.84)	0.18 (0.19)	0.93 (0.97)	0.88* (0.50)	0.12 (0.21)	1.17** (0.55)	0.59 (0.47)	0.08 (0.19)	0.92* (0.48)
h	2.77 (6.34)	-0.85 (1.97)	3.83 (7.58)	4.31 (4.24)	0.47 (1.93)	2.58 (4.46)	8.07** (3.86)	1.08 (1.50)	7.29* (3.82)
g	1.96*** (0.60)	-0.05 (0.23)	1.21* (0.62)	0.75 (0.50)	-0.15 (0.21)	0.55 (0.56)	0.47 (0.43)	-0.10 (0.20)	0.27 (0.44)
vida	13.88** (5.36)	-0.85 (2.06)	12.12** (5.32)	10.52*** (3.99)	-0.92 (2.06)	8.56* (4.41)	9.21** (3.64)	1.66 (1.72)	6.94* (3.73)
n	2.62 (1.93)	-1.12* (0.65)	-0.58 (1.89)	3.02** (1.38)	-0.68 (0.64)	1.83 (1.52)	2.42* (1.31)	0.16 (0.46)	1.33 (1.37)
infla	-0.11 (0.21)	-0.14** (0.07)	-0.21 (0.22)	0.10 (0.14)	-0.07 (0.07)	0.11 (0.14)	0.21 (0.13)	-0.04 (0.05)	0.23* (0.12)
abert	0.42 (0.39)	0.19 (0.17)	0.64 (0.41)	0.18 (0.22)	0.17 (0.12)	0.22 (0.22)	0.38* (0.22)	0.20* (0.11)	0.45** (0.21)
trade	0.01 (0.13)		0.11 (0.13)	0.15** (0.06)		0.16** (0.06)	0.19** (0.07)		0.19*** (0.07)
credit		-0.24 (0.16)	-0.84*** (0.26)		-0.22 (0.14)	-0.31** (0.15)		-0.22* (0.11)	-0.28* (0.15)
R2	0.31	0.06	0.40				0.19	0.06	0.24
N	90	213	88	90	213	88	90	213	88
F	3.16	1.77	6.66				2.33	1.51	2.70
Wald				22.68	14.86	25.33			
Prob	0.01	0.12	0.00	0.00	0.06	0.00	0.03	0.16	0.01

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Nota: *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. Entre parênteses os erros padrões. N é o tamanho da amostra; F é o valor do teste F; Wald é o teste de Wald; Prob é o p valor dos testes F ou de Wald.

O consumo do governo, a expectativa de vida, as transações no mercado acionário e a abertura comercial impactam de forma positiva o crescimento. A taxa de inflação e o crescimento populacional se mostraram com sinais alternados, ora sendo positivos e ora sendo

negativos. A presença de sinais trocados evidencia impactos positivos e negativos da taxa de inflação e do crescimento populacional.

Um contraponto a esses possíveis impactos positivos da inflação no crescimento econômico é o contexto econômico brasileiro na década de 1980, sendo um ambiente instável economicamente e com alta inflação, sendo determinante para os rumos seguidos pelo desempenho econômico do período Gremaud (2014).

A variável de maior interesse, o crédito/PIB, *proxy* de financeirização, foi significativa e negativa nas regressões (3), (6), (8) e (9), evidenciando o impacto negativo da financeirização, enquanto nas demais regressões não foi significativa. Sempre que foi controlado o efeito do mercado acionário (trade), a variável de crédito foi significativa e negativa. Esse resultado é outra evidência do efeito prejudicial da financeirização (nesse caso, crédito/PIB) sobre o desempenho econômico, segundo Lapavitsas (2010). Agora, não somente concernente à economia brasileira, mas a todo o continente sul-americano.

A variável institucional (inst) não foi adicionada nas regressões anteriores porque ela reduzia o tamanho da amostra, uma vez que os seus dados foram disponibilizados somente a partir de 1970 pelo Fraser Institute. Ademais, os dados existentes eram, a princípio, somente a cada 5 anos disponibilizados (há dados, portanto, para os anos 1970, 1975, 1980, 1985, 1990, 1995, 2000), tendo esse panorama sido alterado a partir de 2001, quando os dados passaram a ser divulgados todos os anos.

Na tabela 7, os resultados foram obtidos a partir da aplicação das mesmas metodologias anteriores, porém houve mudança funcional, acrescentando a variável institucional (inst), além de ser possível atestar os efeitos preliminares apanhados na tabela 6. As significâncias se mantêm na variável credit. Para fins didáticos, mantêm-se apenas a variável institucional e a variável *proxy* de financeirização.

Tabela 7 - Estimativas das regressões com variável institucional

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
inst	0.11 (0.80)	0.69 (0.48)	0.22 (0.60)	0.84 (0.58)	0.72** (0.36)	1.35** (0.67)	0.76 (0.61)	0.62** (0.29)	1.32** (0.63)
credit		-0.68* (0.34)	-0.78*** (0.27)		-0.76*** (0.29)	-0.43** (0.22)		-0.6*** (0.15)	-0.43** (0.21)
R2	0.17	0.15	0.28				0.32	0.25	0.40
N	64	132	64	64	132	64	64	132	64
F	1.14	4.15	3.60				2.88	4.55	3.55
Wald				20.67	73.41	44.67			
Prob	0.38	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Nota: *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. Entre parênteses os erros padrões. N é o tamanho da amostra; F é o valor do teste F; Wald é o teste de Wald; Prob é o p valor dos testes F ou de Wald.

A variável institucional foi positiva em todas as regressões e significativa em quatro delas. O fato da variável institucional ser positiva, sinaliza para o que Jones e Vollarth (2015) apontava como fundamental para a estabilidade econômica e, conseqüentemente, crescimento econômico, instituições fortes e estáveis. As demais estimativas não se alteraram de forma significativa. A variável de financeirização, o crédito, passa a ser significativa em todas as regressões com sinal negativo. Esse resultado da financeirização e os demais exercícios econométricos realizados reforça toda a discussão realizada no trabalho, de que a financeirização impacta negativamente o produto da economia.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo estimar os impactos da financeirização na economia brasileira, tanto analisando os componentes da demanda agregada quanto da oferta agregada. Além disso, também estimar o impacto da financeirização em 12 países da América do Sul. Compreender o que a literatura fornece sobre este fenômeno é essencial para mapear este processo no caso brasileiro. Por isso, foi contextualizado o surgimento desse fenômeno a partir de 1970 e como foi seu processo de consolidação na economia brasileira. Além disso, para buscar evidências empíricas que auxiliassem a análise, foram utilizados três modelos econométricos: VEC e VAR, para determinar as funções e, posteriormente, a FIR para simular impactos futuros no crescimento econômico, além de um modelo de dados em painel para avaliar as nações sul americanas.

Os resultados aferidos mostram que a variável *proxy* pagamento de juros da dívida é significativa para contração da produtividade total dos fatores, investimento e pib, evidenciando o impacto negativo gerado na economia com a evolução da financeirização. Para frear este processo é necessário que haja políticas que tenham como objetivo a redução do pagamento de juros da dívida, e que contraia sua evolução.

Os resultados referentes aos países da América do Sul demonstraram que a financeirização impacta negativamente o produto dessas economias, além de potencializar o desenvolvimento do sistema de acumulação de capital.

Algumas limitações foram encontradas durante o trabalho, com destaque para a disponibilidade de dados. O modelo 2 de dados em painel utilizou uma variável institucional (*inst*), mas ela não foi adicionada nas regressões do modelo anterior pois essa variável reduziria o tamanho da amostra, uma vez que os dados foram disponibilizados a partir de 1970 com periodicidade de cinco anos. Somente a partir de 2001 os dados começaram a ser divulgados anualmente. Apesar dessas eventualidades, foi possível realizar todas as estimativas propostas.

Portanto, faz-se necessário rever o diagnóstico a respeito do pagamento de juros da dívida, além de buscar formas que permitam, de forma responsável, reduzir o impacto da financeirização na economia. É preciso que haja melhor relação e congruência entre setor produtivo e o setor financeiro, que pode ser alcançada através de políticas públicas responsáveis e comprometidas com o bem-estar da economia e dos agentes econômicos.

Estudos voltados para a microeconomia também são oportunos para mostrar como a interação dos agentes com o mercado financeiro propicia a ascensão da financeirização. Para pesquisas futuras, pode interessante aprofundar o impacto em outras áreas da economia

brasileira como oferta de postos de trabalho que pode ser prejudicada pelo aumento da financeirização. Além disso, podem ser analisados os novos rumos da economia brasileira, dado as novas agendas econômicas que serão incrementadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACEMOGLU, D, NAIDU, S, RESTREPO, P e ROBINSON, J. Democracy does cause growth. Working paper, 20004, National Bureau of Economic Research, 2014.

ATTILIO, L. A. Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no Brasil. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, 2016.

BARRO, R. Economic growth in a cross section of countries. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n. 2, p. 407-443, 1991.

BARRO, R. Determinants of economic growth: a cross-country empirical study. NBER WORKING PAPER SERIES 5698, 1996.

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, S. G. Depois da Queda - a Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BOYER, R. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

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. 1455, 2009.

CARDOSO, R. Desenvolvimento econômico: uma perspectiva brasileira. Cap. 6, Política Econômica, Reformas Institucionais e Crescimento: a Experiência Brasileira (1945-2010). Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

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

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

FEIJÓ, C.; LAMÔNICA, M.; BASTOS, J. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. *Journal of post Keynesian Economics*, vol. 39, n. 4, p. 539-561, 2016.

GREMAUD, A. P; VASCONCELLOS, M. A. S; TONETO JUNIOR, R. Economia Brasileira Contemporânea. Atlas, 2017.

GUJARATI, D. N, & PORTER, D. C. Econometria Básica-5. Porto Alegre: AMGH Editora, 2011.

HALL, R. e JONES, C. Why do some countries produce so much more output per worker than others? *The Quarterly Journal of Economics*, v. 114, n. 1, p. 83-116, 1999.

JONES, C. I; VOLLARTH, D. Introdução à Teoria do Crescimento Econômico. 3ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

- KEYNES, J. M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Nova Cultural, [1936] 1988.
- KRIPPNER, G. R. The Financialization of the American Economy. *Socio- Economic Review*, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.
- LAPAVITSAS, C. Theorizing financialization. *Work, Employment and society*. vol. 25, n. 4, p. 611-626, 2010.
- LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, vol. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.
- MANKIW, N, ROMER, D e WEIL, D. A contribution to the empirics of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n. 2, p. 407-437, 1992.
- MOLLO, M. Financeirização como desenvolvimento do capital fictício: a crise financeira e suas consequências no Brasil. Universidade de Brasília. Texto de discussão, 358, 2011.
- PAULANI, L. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: Observações sobre o caso brasileiro, *Estudos avançados*, vol. 27, n. 77, p. 237-261, 2013.
- RESTUCCIA, D. The Latin American development problem. CEPAL. *Serie macroeconomía del desarrollo* 81, 2009.
- SIMS, C. A. “Macroeconomics and reality.” *Econometrica*, v. 48, p. 1-48. 1980.
- STOCKHAMMER, E. Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.
- WEISBROT, M; JOHNSTON J e MELLO V. A Taxa de Juro do Brasil: Será que os brasileiros conseguem suportá-la? Center For Economic And Policy Research (CEPR), 2017.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press, 2010.
- ZWAN, N. V. Making sense of financialization. *Economic Review*, p. 12, 2014.

ANEXOS

Tabela 8 - Teste de raiz unitária oferta agregada

Variável	Augmented Dickey-Fuller (ADF)		PP	
	Defasagem	Valor do teste	Defasagem	Valor do teste
hdt	1	-2.087	3	-2.497
dhdt	0	-6.976***	3	-7.525***
hdt1	1	-1.932	3	-2.562
dhdt1	0	-6.917***	3	-2.562
edk	2	1.833	3	2.160
dedk	1	-1.440	3	-3.322*
edk1	2	1.972	3	2.804
dedk1	3	0.067	3	-3.278*
tfp	2	-1.444	3	-2.077
dtfp	1	-3.716***	3	-4.581***
Pib	0	-4.279***	3	-4.459***
Pib1	0	-4.292***	3	-4.372***
ich	2	2.211	3	-1.141
dich	2	-1.316	3	-4.093**
ich1	2	2.166	3	-1.306
dich1	2	-1.040	3	-4.043**
jrs	1	-1.771	3	-2.077
djrs	0	-7.121***	3	-7.165***
jrs1	4	-3.999***	3	-2.137

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Nota: *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%; letra “d” significa variável em primeira diferença; número “1” na sigla da variável denota defasada em 1 período.

Tabela 9 - Teste de defasagem critérios de informação

Modelo 1				Modelo 2			
Defasagem	AIC	HQIC	SBIC	Defasagem	AIC	HQIC	SBIC
0	142.543	142.62	142.755	0	94.0937	94.1549	94.2643
1	128.443	128.901*	129.71*	1	83.3454*	83.6515*	84.1985*
2	128.221	129.061	130.543	2	83.3647	83.9157	84.9003
3	128.443	129.22	132.051	3	83.4586	84.2544	85.6767
4	127.618*	129.22	132.051	4	83.7432	84.7839	86.6437

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Nota: * representa a escolha da defasagem

Tabela 10 - Teste de Johansen

Modelo 1			Modelo 2		
Rank	Estatística	5%	Rank	Estatística	5%
0	180,5649	68.52	0	47,6066	47.21
1	677,203	47.21	1	10,3887*	29.68
2	16,2355*	29.68	2	3,0000	15.41
3	33,172	15.41	3	0,0000	3.76
4	0,0000	3.76	-	-	-

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Tabela 11 - Teste de raiz unitária demanda agregada

Variável	Augmented Dickey-Fuller (ADF)		PP	
	Defasagem	Valor do teste	Defasagem	Valor do teste
pib	2	-3.628***	3	-3.617**
fam	2	-3.011**	3	-3,042
fam1	4	-5.051***	3	-7.388***
dfam	4	-5.051***	3	-7.388***
gov	4	-3.392**	3	-7.537***
gov1	4	-6.360***	3	-18.824***
invest	2	-3.668***	3	-3.806**
invest1	4	-4.999***	3	-6.134***
exp	4	-3.327**	3	-5.980***

exp1	4	-6.741***	3	-13.082***
imp	3	-4.399***	3	-3.858**
imp1	4	-5.156***	3	-7.561***
juros	2	-4.155***	3	-6.176***
juros1	1	-7.875***	3	-16.373***

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

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

Tabela 12 - Critérios de informação

Modelo 1				Modelo 2			
Defasagem	AIC	HQIC	SBIC	Defasagem	AIC	HQIC	SBIC
0	31.899	31.969	32.073	0	37.273	37.255	37.477
1	29.936	30.425	31.152*	1	34.279	34.935*	35.911*
2	29.463*	30.371*	31.721	2	34.289	35.519	37.349
3	29.572	30.898	32.871	3	34.389	36.192	38.877
4	29.513	31.258	33.854	4	33.841*	36.217	39.757

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2020.

Nota: * representa a escolha da defasagem