DESDOBRAMENTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO E O SEU IMPACTO SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO (1996–2017)

CONSEQUENCES OF FINANCIALIZATION AND ITS IMPACT ON BRAZILIAN ECONOMIC GROWTH (1996–2017)

Luccas Assis Atílio¹
Bruno Ramon Martins Mendes¹

Recebido em: 25/01/2019
Aceito em: 26/03/2019

lucas.attilio@ufop.edu.br

Resumo: Esse artigo investiga a financeirização da economia brasileira e o seu impacto sobre o crescimento econômico. Utiliza-se o índice de Bruno et al. (2009) para retratar a financeirização, o qual é formado pela diferença do agregado monetário M4 pelo agregado monetário M1 dividida pela formação bruta de capital fixo. Percebe-se que esse indicador se expandiu ao longo do tempo, sugerindo a expansão da financeirização. Posteriormente, para captar a influência da financeirização sobre o crescimento econômico entre os anos 1996 e 2017, utiliza-se o VEC e, por meio da relação de longo prazo entre as variáveis (cointegração), e pela função impulso resposta (FIR), conclui-se que a financeirização se relaciona de forma negativa com o crescimento econômico.

Palavras-chave: Financeirização; Crescimento econômico; Economia brasileira.

Abstract: This paper investigates the financialization of the Brazilian economy and its impact on economic growth. We use the index of Bruno et al. (2009) to portray the financialization. This index is formed by the difference of the monetary aggregate M4 by the monetary aggregate M1 divided by the gross formation of fixed capital. We realized that this indicator expanded over time, suggesting the expansion of financialization. Later, in order to capture the influence of financialization on economic growth between 1996 and 2017, we utilize VEC and, through the long-term relationship between variables (cointegration), we conclude that financialization is negatively related to economic growth.

Keywords: Financialization; Economic growth; Brazilian economy.

¹ Universidade Federal de Ouro Preto – UFOP – Ouro Preto – Minas Gerais - Brasil.

1. INTRODUÇÃO

Desde a implementação do Plano Real, a economia brasileira tem se deparado com o aprofundamento do processo de financeirização, no qual, concomitantemente, o crescimento econômico não mais apresenta o vigor de décadas passadas, especificamente entre 1930 e 1979.

Apesar de grande difusão no cenário internacional, as pesquisas voltadas para o fenômeno da financeirização permanecem escassas no Brasil (Bruno et al., 2009). Assim, pretende-se contribuir com essa literatura com esse artigo. O estudo vigente terá como objetivo compreender melhor a propagação dos meios pelos quais a financeirização se difunde, para logo depois analisar o seu impacto sobre o crescimento econômico brasileiro.

Será utilizado o VEC, com análise por meio da cointegração, e pela função impulso resposta (FIR), no qual relacionar-se-á um impacto da *proxy* de financeirização sobre o crescimento econômico. O indicador é constituído pela razão entre o total de ativos financeiros não monetários e a formação bruta de capital fixo (FBCF). A relevância desta relação é que ela expressa o hiato entre os ativos financeiros e a alocação direta produtiva da economia, construído por Bruno et al. (2009), entretanto, ao contrário do artigo desses autores, constrói-se um modelo econométrico utilizando o índice. O período de análise é entre os anos 1996 e 2017.

Os resultados mostram que a financeirização se expandiu ao longo do tempo, uma vez que o índice de financeirização cresceu significativamente. Também se conclui que a financeirização é relacionada com a desaceleração do crescimento econômico. Tanto as estimativas de cointegração quanto da função impulso resposta suscitam esses resultados.

Justifica-se essa investigação por dois pontos. O primeiro é pelo contexto de desaceleração do crescimento econômico pela economia brasileira nos últimos anos, onde o ajuste fiscal (em virtude da crise econômica atual) é concentrado nas áreas de investimento, educação e saúde, enquanto a despesa com o pagamento de juros é negligenciada, viés que, de acordo com a literatura de financeirização, pode sugerir o processo de financeirização (Chesnais, 2005). Assim, esse trabalho contribuirá para analisar a economia brasileira em relação a essa questão. Além de estudar a relação entre a financeirização e o crescimento econômico.

O segundo é em relação ao índice de financeirização utilizado. Salvo engano, não há estudos relativos à financeirização que se propuseram a construir modelos econométricos utilizando esse índice como *proxy* para a financeirização. Assim, estar-se-á contribuindo para a literatura relativa a esse tema, ao relacionar uma diferente *proxy* de financeirização com variáveis macroeconômicas.

O artigo é formado por 3 seções, além dessa introdução. A seção 2 trata da definição do termo de financeirização; a seção 3 trata do exercício econométrico; por fim, a seção 4 tece comentários conclusivos.

2. FINANCEIRIZAÇÃO E O CASO BRASILEIRO

2.1. Definição

Financeirização, de uma forma geral, consiste no fortalecimento do setor financeiro em detrimento da expansão e desenvolvimento das atividades produtivas; é uma estrutura de acumulação por meio do canal financeiro, podendo impactar sobre as famílias, empresas e Estados (Zwan, 2014).

Em relação às famílias, a financeirização se dá pela busca por uma fonte alternativa de renda, que atrai para a vida cotidiana o mercado financeiro. Conforme afirma Chesnais (1999), o consumo das famílias depende não exclusivamente dos salários, incorporando também rendimentos financeiros e/ou a tomada de crédito. O aspecto cultural é modificado, tendo as finanças como parte integrante da vida comum. Uma forma de elucidar esse ponto é a proporção do crédito com o produto (gráfico 1). O valor percentual do crédito sobe de 70% para aproximadamente 180% em pouco mais de cinquenta anos. A linha de tendência mostra esse aumento contínuo. É uma evidência de financeirização.

Gráfico 1: Crédito/PIB (economia mundial)

Fonte: Banco Mundial

Pode-se relacionar o aumento do crédito mundial com as políticas de abertura econômica empreendidas nos anos 1970 e 1980. Estas permitiram a expansão do crédito, fomentando o consumo das famílias (Chesnais, 1999). Todavia, efeitos colaterais surgiram, como o aumento do endividamento privado e bolhas nos mercados financeiros, consequências retratadas por Krugman (2009).

Outros traços determinantes para a inserção das famílias no mercado de crédito vêm da diminuição da participação do Estado na provisão de serviços sociais, também. Segundo Attílio (2016, b), a estagnação dos salários e a desigualdade na distribuição de renda fizeram com que os indivíduos buscassem fontes alternativas de renda, encontrando, para isso, o mercado financeiro.

Nas empresas, a financeirização ocorre pela forma conhecida como estratégia de *maximizing shareholder value* (MSV) (Attílio, 2016, a). As empresas não-financeiras de capital aberto se

envolvem em práticas rentáveis não voltadas para a escala produtiva. 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, desacelerando a criação de vagas e diminuindo os salários.

A liberalização financeira auxilia a crescente integração dos mercados por meio da diminuição do controle do governo sobre o crédito, pela desregulamentação da taxa de juros, pela autonomia e livre entrada dos bancos no setor financeiro, pela inserção de bancos privados na economia e pela liberalização dos fluxos de capital (Williamson e Mahar, 1998). Segundo Attílio (2016, b), a financeirização se fortalece em consequência do processo de liberalização financeira. O gráfico 2 mostra o aumento progressivo do valor das ações. O incremento pode advir unicamente da valorização das ações sem a contrapartida do setor produtivo, ou seja, a empresa, *per si*, não se tornou mais produtiva ou aumentou sua produção de mercadorias, mas os participantes do mercado passaram, por algum motivo, a precificá-la com maior valor. A desconexão das empresas entre o setor produtivo e o setor financeiro é outra evidência de financeirização.

Gráfico 2: Valor de mercado das empresas de capital aberto/PIB (economia mundial)

Fonte: Banco Mundial

Como regime de acumulação, a financeirização decorre da substituição de inversões nos meios produtivos da economia por aplicações em ativos financeiros. Os investidores e empresários deslocam o capital do setor produtivo e o transferem para o setor financeiro, que se mostra com maiores lucros de curto prazo. Segundo Attílio (2016, b), as políticas econômicas são manuseadas buscando a credibilidade do mercado de finanças, restringindo os gastos governamentais e mantendo a inflação sob controle.

Um indício de financeirização como regime de acumulação pode ser visto no gráfico 3. A Formação bruta de capital fixo tem declinado ao longo das últimas décadas, explicitando a diminuição nos investimentos empresariais em bens de capital.

Gráfico 3: Formação bruta de capital fixo/PIB (economia mundial)

Fonte: Banco Mundial

Outros aspectos que a financeirização apresenta são a especulação (Plihon, 1995), o rentismo e o aumento das dívidas dos agentes econômicos (Zwan, 2014). Nesse contexto, as instituições financeiras têm forte poder de influência sobre o Estado, sendo predominante o comportamento de curto prazo, isto é, a proeminência da busca pelo lucro de curto prazo em detrimento do lucro de longo prazo, o lucro relacionado ao dinamismo produtivo e gerador de empregos (Chesnais, 1999).

2.2 O Brasil e a sua inserção na financeirização

No Brasil a liberalização financeira e a financeirização da economia também se desenvolveram. Nesta seção, discute-se a intensidade desse processo, que se explicitou em altas taxas de juros que estimularam ainda mais o predomínio das finanças sobre a produção real. Pretende-se, juntamente com a seção anterior, compreender melhor a inserção brasileira, como país emergente, no âmbito da financeirização mundial.

A liberalização econômica brasileira iniciou-se no final de 1980, aproximadamente 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 (1945-1970). 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). O gráfico 4 evidencia um dos maiores desafios contemporâneos do Brasil: restaurar o dinamismo produtivo das décadas passadas.

Gráfico 4: Crescimento do PIB real do Brasil

Fonte: Banco Mundial

A perda de força na expansão da produção pode ser um dos efeitos da financeirização (seção 3); outra hipótese para compreender a queda do PIB pode ser pelo investimento. Segundo Maldonado Filho, Ferrari Filho e Milan (2016), o fraco crescimento do PIB nas últimas décadas pode ser explicado, em parte, pelo declínio da formação bruta de capital fixo (FBCF). De acordo com esse argumento, o investimento produtivo tem sido deixado em segundo plano em prol do investimento financeiro.

O cenário brasileiro torna mais atrativo a acumulação de riqueza por meio do formato intangível (Dowbor, 2016). O alto nível de rentismo, característico de mercados afetados pela financeirização, está presente em análises que contemplam os títulos públicos da economia. Segundo Mollo (2011), títulos financeiros de alta liquidez como os da dívida pública brasileira - de rentabilidade atrativa -, absorvem recursos que poderiam ser direcionados para a área produtiva. 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 abordam-se índices com a intenção de investigar a financeirização brasileira nos últimos anos. Inicia-se com o pagamento de juros da dívida pública. Pelo gráfico 5, nota-se que esse tipo de gasto se elevou nos últimos anos, com destaque para o final da série, quando o mercado financeiro elevou o preço para financiar a dívida brasileira – talvez em virtude da crise pela qual o país passava.

Gráfico 5: Pagamento de juros/PIB

Fonte: Banco Central

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

O crescente pagamento de juros e a elevação da dívida pública podem acarretar em maiores dificuldades para o país, como: i) dívida elevada impulsionando a elevação do risco-país, acarretando em maior pagamento de juros; ii) se o Estado possui uma dívida elevada a expectativa é que ele aumente a arrecadação no futuro para pagar as contas ou expanda sua 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. A ocorrência dessas hipóteses (não todas necessariamente) tende a enfraquecer o emprego e a produção (Mollo, 2011).

No tocante ao mercado empresarial será observado, assim como na seção anterior, o indicador de valor de transação das ações. O Brasil segue o mesmo comportamento mundial (gráfico 2), mas em menor escala. O gráfico 6 explicita o aumento do valor de mercado das empresas que atuam no mercado brasileiro.

Gráfico 6: Valor de mercado das empresas brasileiras/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

O aumento da proporção é inequívoco, como bem ilustra a linha de tendência. Os picos 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, o que evidencia um reduzido grau de desenvolvimento do mercado acionário, e também aponta para uma financeirização com diferentes nuances, se comparada à vista nas economias desenvolvidas.

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 Formação bruta de capital fixo (FBCF) do período³. O aumento desse indicador fortalece a percepção de uma maior utilização de ativos financeiros em comparação aos investimentos produtivos ou que, para financiar esses investimentos, os ativos financeiros estão crescendo cada vez mais. Segundo Bruno et al (2009), a relação contida nessa análise expressa no plano macroeconômico a arbitragem da alocação da poupança empresarial entre o setor de produtividade real e o setor financeiro. Abaixo tem-se o gráfico 7 que corresponde ao índice.

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)

³ Não se deflacionou o índice porque os valores nominais do numerador se anulam com os do denominador.

Gráfico 7: Indicador de financeirização de Bruno et al (2009)

Fonte: Banco Central e IBGE

Ao longo da série analisada é percebido um aumento gradativo do índice, com destaque após o início de 2015, onde 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 da FBCF 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). Desse modo, a elevação desse índice é outra evidência de financeirização na economia brasileira.

Concluindo esta seção, foram expostos dados que constataam a possibilidade de um ingresso da economia brasileira no âmbito da financeirização, ainda 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 acentuada no processo, ou então pode-se questionar o tipo de financeirização que o Brasil atravessa, moldada por elevadas taxas de juros, com crescente endividamento do Estado e com a expansão dos ativos financeiros em detrimento do investimento produtivo.

3. MODELO ECONOMÉTRICO

3.1 Cálculo do Índice Setorial de Energia Elétrica

Atílio (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 o investimento 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 (2SLS), 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 de 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 Feijó, 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 generalizados (GMM), que mostrou que a financeirização atua negativamente sobre o investimento em capital físico.

Tridico e Pariboni (2017) analisaram o período entre 1990 e 2013, com 26 países da OCDE, e argumentaram que a desaceleração da produtividade do trabalho evidenciada nos últimos anos foi resultado do desempenho de algumas variáveis independentes. O método utilizado foi o de mínimos quadrados generalizados (GLS). Os resultados dialogam com a visão de que o crescimento da produtividade do trabalho é prejudicado pela financeirização.

Para a região de Portugal, Barradas e Lagoa (2014) têm como objetivo abordar a relação entre financeirização e investimento real por parte das empresas não-financeiras portuguesas entre 1977 e 2013, com a utilização do VEC. 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 sobre o investimento real não são um fenômeno exclusivo das economias mais desenvolvidas, podendo ocorrer nas periféricas.

Por meio desses trabalhos, a financeirização se mostra prejudicial para variáveis macroeconômicas. Diferentes *proxies* retratando esse processo foram usadas, como o pagamento de dividendos, e o valor acionário da economia. A contribuição desse artigo para a literatura de financeirização é a utilização do índice de Bruno et al (2009) como proxy para a financeirização, e a sua relação com o crescimento econômico.

3.2. Dados

O objetivo é analisar por meio do método VEC o impacto da financeirização sobre o crescimento econômico brasileiro pela ótica da demanda agregada. Os dados são trimestrais (deflacionados), referentes ao primeiro trimestre do ano de 1996 até o segundo trimestre de 2017, disponibilizados pelo Banco Central.

O crescimento econômico brasileiro será medido por meio de variações percentuais (taxas) do produto interno bruto real (pib_t), uma vez que esse indicador mostra o aumento do quantum da produção, que implica consequentemente no enriquecimento da nação (Banco Mundial, 2017).

Utiliza-se o consumo das famílias (cf_t) e o consumo do governo (cg_t), ambas em variações percentuais reais. Segundo Maldonado Filho, Ferreira Filho e Milan (2016), o efeito acelerador dos estímulos via consumo doméstico e gastos públicos é importante para explicitar a atividade macroeconômica.

Retrata-se o investimento produtivo por meio da variável formação bruta de capital fixo ($fbcf_t$), também em variações percentuais reais. De acordo como Maldonado Filho, Ferreira Filho e Milan (2016), acredita-se que o crescimento do investimento na produção real impacta diretamente o resultado do PIB.

A variável de maior interesse é o índice de financeirização (fin_t), o qual foi retratado no gráfico 7, inspirado pelo trabalho de Bruno et al (2009). Conforme Mollo (2011), no Brasil a financeirização e a liberalização da economia acarretaram em maiores riscos para a economia. Deste modo, espera-se uma relação negativa entre as duas variáveis.

Desse modo, o modelo pode ser assim anunciado:

$$pib_t = \beta_0 + \beta_1 cf_t + \beta_2 cg_t + \beta_3 fbcf_t + \beta_4 fin_t + \varepsilon_t$$

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 sobre o crescimento econômico. Por outro lado, tem-se a variável fin_t , na qual espera-se uma relação negativa com o crescimento econômico. Por fim, para amenizar a ocorrência de heterocedasticidade e de quebras estruturais, as variáveis estarão em logaritmo, podendo serem analisadas as suas elasticidades⁴.

3.3 Resultados

Inicia-se a investigação aplicando o teste de Augmented Dickey-Fuller (ADF) e 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.

⁴ 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. Realizamos esse procedimento porque o VEC não permite a omissão de dados, e ao utilizar log, valores negativos são excluídos. Para evitar tais exclusões, somamos unidades. No caso da $fbcf$, foram usadas 20 unidades porque em 2015q4 ela teve uma queda de aproximadamente 19%, logo, teria sinal negativo e seria excluída da amostra. As demais variáveis sofreram acréscimos pelo mesmo motivo, embora em magnitude diferente. Como as variáveis são representadas em log, essa adição não acarreta em modificações substanciais nos seus valores.

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

Nota: *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. d representa a variável em primeira ordem.

A hipótese nula é a existência de raiz unitária (série não estacionária). Todas as variáveis são estacionárias em nível, exceto a variável financeirização (fin_t). Entretanto, essa se torna estacionária quando em primeira ordem. Prosseguir-se-á com o uso do VEC, uma vez que nem todas as variáveis foram estacionárias em nível, e também porque pretende-se analisar as elasticidades das variáveis (cointegração).

A tabela 2 informa a defasagem do modelo. Foram utilizados três critérios, sendo eles: o critério de informação de Akaike (AIC), de Schwarz (SC) e de Hannan-Quinn (HQ). Os critérios foram divergentes. Dadas as opções, a escolha por 3 defasagens se deu por esta ser a única a não apresentar auto correlação 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

Nota: * é a escolha da defasagem

A tabela 3 exibe o teste que avalia se há relação de cointegração entre as variáveis. A hipótese nula é pela não existência de cointegração entre as variáveis. Tal hipótese não é aceita, configurando assim que há relação de longo prazo no modelo, ou seja, as variáveis guardam relações de longo prazo.

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

Resta verificar a auto correlação. A tabela 4 expõe o teste de primeira ordem para os modelos com 1, 3 e 4 defasagens. A hipótese nula é de ausência de auto correlação. Observa-se que apenas o modelo com defasagem 3 não apresenta o problema de auto correlação. Em todos os outros modelos a hipótese é rejeitada, evidenciando a existência desse problema.

Tabela 4: Teste de auto correlação

modelo de 1 defasagem		modelo de 3 defasagens		modelo de 4 defasagens	
auto correlação	p valor	auto correlação	p valor	auto correlação	p valor
1	0.00378	1	0.15053	1	0.00007

Fonte: Elaboração própria

A tabela 5 contém as estimativas do modelo. As variáveis consumo do governo e investimento foram significativas. A elevação de 10% no gasto público eleva o crescimento econômico em 1,5%, enquanto o investimento, sofrendo igual elevação, aumentaria o crescimento em 4%. Ambas as variáveis não se mostraram com elasticidade maior do que a unidade. O consumo das famílias e o índice de financeirização não foram significativas, embora a última variável tenha apresentado o sinal esperado.

Tabela 5: Estimativas da cointegração

Variáveis	Coeficiente	Erro-padrão	Estatística z	p valor
cf_t	-0.15	0.103	-1.47	0.141
cg_t	0.15*	0.096	1.65	0.099
$fbcf_t$	0.40***	0.067	5.95	0.000
fin_t	-0.09	0.064	-1.52	0.127

Fonte: Elaboração própria

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

O próximo passo é examinar a figura 1. Nela é apresentada a função impulso resposta do crescimento econômico em relação a variável de principal interesse, a financeirização. Observa-se o impacto negativo da financeirização sobre o crescimento. Nos primeiros trimestres há uma elevação do crescimento, mas é efêmera, se desfazendo ao longo do tempo e se convertendo em decréscimo da produção. Após aproximadamente 10 trimestres o efeito negativo da financeirização se estabiliza e a perda de produção é permanente.

Figura 1: Função impulso resposta

Fonte: Elaboração própria com a saída do *stata*.

O resultado dessa função impulso resposta dialoga com a discussão realizada sobre os efeitos negativos que a financeirização pode acarretar, especialmente com os trabalhos de Bruno et al (2009) e Paulani (2013). O primeiro trabalho levanta a hipótese de que a dissociação dos ativos financeiros não monetários do investimento produtivo poderia prejudicar a economia real. Aqui utilizou-se essa hipótese e a testou-se com o crescimento econômico, confirmando tal suposição.

Pode-se inferir que parte do capital é deslocado para o setor financeiro, buscando a rápida remuneração. Por outro lado, o deslocamento desse capital pode representar menor quantidade de fundos para o setor produtivo realizar suas operações. Concomitantemente, e aqui entra o argumento de Paulani (2013), o rentismo ganha força nesse processo. Agentes passam a priorizar o mercado financeiro, pois este se mostra mais rentável e com menores incertezas quanto ao lucro.

O ambiente institucional de economias financeirizadas entra em ação. O Estado busca credibilidade com os mercados financeiros, no caso do Brasil, com a utilização de política monetária restritiva (elevadas taxas de juros) e o controle da inflação. Também medidas para garantir o pagamento da dívida pública são utilizadas, como a restrição do gasto primário. Garante-se, desse modo, um ambiente propício para a aplicação de capital no eixo financeiro.

Essa dinâmica pode estar presente no Brasil. Conforme ativos financeiros aumentem sua participação na economia brasileira, a dissociação do setor financeiro com o setor produtivo pode prejudicar o crescimento econômico. Ainda mais se o comportamento rentista é considerado nessa análise.

4. CONCLUSÃO

O objeto de estudo desse trabalho consistiu em investigar o impacto gerado pela inserção do Brasil no processo de financeirização. Com a utilização do índice de Bruno et al (2009), detectou-se

indícios de financeirização, e essa se mostrou prejudicial para o crescimento econômico nas análises econométricas.

Dado o cenário econômico brasileiro atual, caracterizado por forte crise econômica, e baixa previsão de retomada do crescimento econômico para os próximos anos (Comitê de Datação de Ciclos Econômicos, 2017), pode-se repensar as políticas adotadas que contribuam para aprofundar o quadro de financeirização da economia.

Obviamente a liberalização financeira guarda efeitos positivos, como a ampliação da concorrência no setor financeiro, podendo contribuir para a redução da taxa de juros de mercado. Todavia, a liberalização financeira também contribui para a geração da financeirização. E o presente trabalho mostrou que o crescimento econômico é impactado de forma desfavorável.

Não se espera esgotar o assunto com esse trabalho, mas contribuir com a literatura de financeirização e auxiliar no debate sobre as causas da queda do crescimento econômico brasileiros das últimas décadas. Avenidas de pesquisa continuam amplas, como diferenciar os efeitos positivos e negativos tanto da financeirização quanto da abertura financeira sobre a economia brasileira.

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, v. 22, p. 369-384, 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. Financialization and Portuguese real investment: A supportive or disruptive relationship? Journal of Post Keynesian Economics, v. 40, n. 3, p. 413-439, 2017.

BELLUZZO, L. G. Abertura Financeira, Política Industrial e Crescimento. In: SADER, E. (Org.). O Brasil que queremos. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 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. In: SADER, E. (Org.). O Brasil que queremos. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 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, M.; FILHO, F.; 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.

KRUGMAN, P. A Crise de 2008 e a Economia da Depressão. Elsevier, 2009.

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, 2011.358

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*, v. 41, n. 2, 236-259, 2017.

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

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