

OS IMPACTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO SOBRE O CIRCUITO *FINANCE-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING*

The Impacts of financialization on the finance-investment-saving-funding circuit

Diogo Santos*

Marco Flávio da Cunha Resende†

Resumo

O objetivo deste trabalho é avaliar os efeitos da financeirização sobre o circuito pós-keynesiano *finance-investimento -poupança- funding* (FISF) a partir de uma sistematização das principais evidências trazidas pela literatura sobre financeirização. Para isso, é realizada uma apresentação do circuito FISF e em seguida se investiga os impactos da financeirização sobre cada um de seus componentes. Conclui-se que a despeito de alguns efeitos positivos, todos os elementos do circuito são impactados negativamente. Porém, é no componente *funding* que se concentram os maiores efeitos da financeirização sobre o circuito. Esses impactos possuem consequências sobre a estabilidade financeira da economia, o crescimento econômico e o papel do Estado.

Palavras-chave: Financeirização; Circuito Finance-Investimento-Poupança-Funding; Fragilidade financeira.

Classificação JEL: E12; E20; G0.

Abstract

The objective of this work is to evaluate the effects of the financialization of contemporary capitalism on the post-Keynesian finance-investment-saving-funding (FISF) circuit from a systematization of the main evidences brought by the literature on financialization. For this, a presentation of the FISF circuit is carried out and then the impacts of financialization on each of its components are investigated. It is concluded that despite some positive effects, all circuit elements are negatively impacted. However, it is in the funding component that the greatest effects of financialization on the circuit are concentrated. These impacts have consequences on the financial stability of the economy, economic growth and the role of the State.

Keywords: Financialization; Finance-Investment-Saving-Funding Circuit; Financial fragility.

JEL Classification: E12; E20; G0.

* Diogo Oliveira Santos - Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR), Departamento de Economia. Bolsista CAPES de Doutorado. O autor agradece o apoio financeiro da CAPES. diogo-santos@cedeplar.ufmg.br.

† Marco Flávio da Cunha Resende - Professor do Departamento de Economia da UFMG e do CEDEPLAR. Bolsista de produtividade do CNPq. O autor agradece o apoio financeiro do CNPq. resende@cedeplar.ufmg.br.

1. Introdução

A literatura sobre financeirização se debruça sobre uma série de mudanças no funcionamento da economia capitalista, observadas a partir da década de 1980, sobretudo nos países capitalistas centrais. Sumariamente, as pesquisas sobre financeirização buscam analisar, no nível microeconômico, como as estratégias empresariais são impactadas pelo aumento do poder dos acionistas sobre as gerências, o que envolve os temas das regras de governança corporativa e da geração de valor ao acionista (*shareholder value*). No nível macroeconômico, busca-se compreender como as características das economias e as trajetórias de variáveis econômicas, tais como a taxa de investimento, o endividamento das famílias, o funcionamento dos mercados financeiros, etc., se alteram por conta da maior relevância da lógica financeira nas decisões dos agentes.

Originalmente concentrada nos efeitos da financeirização sobre os países desenvolvidos, essa literatura tem, recentemente, dirigido atenções também para os países periféricos (Karwowski e Stockhammer, 2017). O conceito de “financeirização subordinada” tem sido utilizado para ressaltar as diferenças e especificidades nas formas de manifestação do fenômeno da financeirização nesses países, sobretudo no que diz respeito às consequências negativas da sua inserção assimétrica no sistema financeiro internacional, tais como a perda de autonomia da política monetária e o aumento da volatilidade cambial (Bonizzi, Kaltenbrunner e Powell, 2020).

A financeirização também ganhou terreno como objeto de investigação em outros campos do conhecimento como a Sociologia, por exemplo, com o trabalho de Kripper (2011), que investiga as raízes da financeirização a partir das decisões políticas contingentes que os governos dos EUA tiveram que realizar de modo a enfrentar as crises da década de 1970; e a Filosofia, em que se pode citar a proposição de Dardot e Laval (2017) de que a atual fase do capitalismo produziu não somente outra dinâmica econômica como também uma outra racionalidade em que os indivíduos estão como nunca voluntariamente integrados às determinações de valorização do capital. Mesmo na Economia, o estudo da financeirização tem se expandido para abarcar novos aspectos, como a dimensão regional (Cavalcante et

al., 2018; Pike e Pollard, 2010) e a relação entre a financeirização e a globalização produtiva e comercial (Milberg, 2008).

Ainda que não se concorde com Powell (2019), para quem “ [...] there is no coherent global theory of financialization, Marxist or otherwise” (Powell, 2019, p. 630)¹, mesmo com uma crescente lista de pesquisas sobre o tema da financeirização a partir de diversas abordagens - que resulta também em diferentes definições do fenômeno - essa literatura ainda carece de uma sistematização teórica consolidada entre as evidências encontradas e a dinâmica atual do capitalismo. Desse modo, no presente trabalho optou-se por assumir a definição abrangente de financeirização dada por Epstein (2005, p. 3) e amplamente utilizada na literatura pós-keynesiana². Mais importante, contudo, é destacar que se busca neste trabalho levantar a partir da literatura sobre financeirização as análises e elementos que impactam os componentes do circuito *finance*-investimento-poupança-*fund*ing (FISF), elaborado na literatura pós-keynesiana, de tal modo que seja possível averiguar qual o impacto da financeirização sobre o circuito.³

Portanto, a contribuição principal desse trabalho é realizar uma sistematização das descobertas realizadas na literatura da financeirização à luz de um objeto de estudo consolidado na literatura pós-keynesiana, o circuito FISF. Espera-se, assim, ao integrar os dois temas, elevar o poder analítico da problemática teórica do circuito FISF no que diz respeito às especificidades da acumulação de capital trazidas pela financeirização na atual fase do capitalismo.

¹ Certamente se pode citar pelo menos o trabalho de Braga (1985 [2000]) como uma teoria global da financeirização.

² Nas palavras de Epstein (2005, p. 3), “financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”. Outras escolas teóricas possuem conceitos diferentes para o termo financeirização. Por exemplo, para a Teoria da Regulação, a financeirização está relacionada ao regime de acumulação que sucedeu o fordismo, denominado de *finance-led growth regime* (Boyer, 2000). Também na tradição marxista a financeirização possui mais de uma definição. Vale destacar, pela sua maior proximidade com a abordagem realizada nesse artigo, a definição de Braga (1985 [2000], p. 270) para quem a “financeirização é o padrão sistêmico de riqueza como expressão da dominância financeira”.

³ O circuito FISF tal como elaborado originalmente por Keynes (1937 [2010]) se refere à economia fechada e sem governo. Resende (2008) e Arestis e Resende (2015) demonstraram a validade do circuito e seu *modus operandis* para a economia aberta e sem governo. Arestis *et al.* (2017) desenvolveram o circuito FISF para a economia aberta e com governo.

O confronto dessa literatura com o tema do circuito FISF se justifica pela centralidade do investimento na dinâmica capitalista, reconhecido tanto pela tradição pós-Keynesiana como pela Marxista. O circuito FISF relaciona a dimensão monetária-financeira com a dimensão produtiva da acumulação de capital. Compreende, portanto, a interseção entre as duas esferas e, assim, descreve as relações de complementariedade e confronto dos interesses dos diferentes agentes econômicos que são os protagonistas da cadeia de decisões que envolve o processo de acumulação.

Este trabalho está organizado em duas seções, além da Introdução e das Conclusões. A seção seguinte discute o circuito FISF com foco nos elementos que serão relevantes para discussão seguinte, como a relação entre investimento e poupança, a função dos bancos na criação de moeda e o papel do *funding* na manutenção da estabilidade financeira da economia. A seção subsequente realiza a análise dos impactos da financeirização sobre cada um dos componentes do circuito separadamente. Optou-se por não reportar no texto os resultados numéricos e quantitativos das evidências encontradas pelos trabalhos citados para se concentrar na dimensão qualitativa, isto é, a direção dos impactos da financeirização, se positivo ou negativo, sobre os componentes do circuito. Por fim, conclui-se o texto com uma proposta de interpretação sobre qual padrão geral emerge da interação da financeirização com o circuito FISF.

2. Elementos do circuito FISF

Os artigos de Keynes publicados em 1937 estão no interior do debate sobre a relação entre o investimento e a poupança (Carvalho, 1997). Ao buscar demonstrar que o investimento prescinde de poupança prévia, Keynes desenvolve os conceitos de *finance* e *funding*. Esse será também o ponto de partida dessa seção, pois permitirá encadear coerentemente os demais aspectos do circuito que serão analisados em seguida.

A relação de causalidade entre investimento e poupança decorre do princípio da demanda efetiva. O gasto dos agentes econômicos é o gerador da renda. O investimento é a variável de gasto mais importante em termos de geração e

crescimento da renda, na medida em que é o componente da demanda agregada mais volátil, visto que é condicionado pelo estado das expectativas a longo prazo e pela confiança nestas expectativas empresariais. Sendo a poupança a parcela da renda recebida e não gasta, esta (a poupança) não pode causar o investimento. Mas, o princípio da demanda efetiva não significa somente que a poupança não causa o investimento, e sim que a relação inversa é verdadeira, isto é, o investimento agregado gera a poupança agregada e em igual valor. Duas perguntas emergem nesse ponto: 1) como o investimento é então financiado? 2) como o investimento gera a poupança equivalente?

A questão do financiamento do investimento é crucial para a demonstração de que o investimento antecede a poupança e também para a demonstração do papel não neutro da moeda e dos bancos na economia. O ponto inicial é que a decisão de investir é uma decisão de realizar um gasto. Toda decisão de gasto em uma economia monetária requer que o agente detenha sob seu poder meios de pagamento, ou seja, acesso à moeda (crédito). O *finance* é o dinheiro que as empresas precisam ter acesso para realizar o investimento. Foi neste contexto que Keynes (1937 [2010]) elencou um quarto motivo para a demanda por moeda, além dos motivos transação, precaução e especulação: o motivo *finance*. De outro lado, a taxa de juros resulta da interação entre a demanda e a oferta de dinheiro, se elevando quando aquela é maior do que esta e, em consequência, podendo inibir a demanda de *finance* e o investimento até o ponto em que o aumento da taxa de juros equilibra a oferta e a demanda de moeda. Bancos têm, então, o importante papel de aumentar a oferta de moeda (crédito) quando a demanda por *finance* se eleva, de modo a impedir a mitigação do investimento pelo aumento da taxa de juros (Keynes, 1937 [2010]).

Conforme Keynes (1937 [2010]), o *finance* é o adiantamento dos recursos necessários durante o interregno entre o planejamento do investimento e sua concretização, sendo estes recursos oriundos de um fundo rotativo, sem o emprego da poupança. Ou seja, o *finance* corresponde a uma dívida de curto prazo e viabiliza o investimento que, por sua vez, gera o crescimento da renda no âmbito do multiplicador dos gastos, enquanto a poupança gerada neste processo é utilizada para transformar a dívida de curto prazo em dívida de longo prazo, repondo os

recursos do fundo rotativo (Keynes, 1937 [2010]). Para a comunidade como um todo, o *finance* é apenas uma transação contábil e corresponde ao adiantamento de recursos para a produção dos bens que irão satisfazer à demanda de investimento, como é o caso dos bens de capital e material de construção civil (Davidson, 1994; Resende, 2008).⁴ A função crucial dos bancos no circuito do investimento ocorre nesta etapa, pois são eles que, trabalhando alavancados, irão ofertar o crédito para satisfazer a demanda de liquidez decorrente do *finance motive*. De outro lado, o investimento gera a poupança de igual valor.

A explicação encontrada na literatura pós-Keynesiana a respeito da igualdade entre investimento e poupança se refere ao multiplicador da renda. Dada a propensão marginal a consumir, um determinado valor de investimento elevará a renda, em sucessivas rodadas associadas ao efeito multiplicador dos gastos, até que à nova renda corresponderá uma poupança de igual valor ao investimento inicial (Keynes, 1937 [2010]; Studart, 1995), sendo a poupança a renda não consumida. Ou seja, é o crescimento da renda no âmbito do efeito multiplicador dos gastos que equaliza investimento e poupança. Outra explicação para este mesmo processo encontra-se em Carvalho (2012), em que o autor afirma que a poupança é gerada simultaneamente à realização do investimento. A explicação deste argumento pode ser feita a partir do Fluxo Circular da Renda, como se segue, e considera o processo de crescimento econômico *ex post*, quando o equilíbrio macroeconômico já teria sido alcançado, após o crescimento da economia.

Na economia fechada e sem governo, a renda é composta de consumo e investimento. Os bens de consumo e de investimento produzidos geram um fluxo monetário de remuneração dos agentes da produção (fatores de produção) cujo valor é igual ao valor da produção dos bens de consumo e de investimento. Parte das remunerações é gasta na compra de parte da produção na forma de bens de consumo. A outra parte dos bens produzidos e não consumidos são os bens de investimento. O gasto com investimento, portanto, gera um fluxo monetário que corresponde ao valor dos bens produzidos e não utilizados para consumo, isto é, o valor da

⁴ “Mas ‘financiamento’ nada tem a ver com poupança (...) ‘Financiamento’ e ‘compromissos de financiamento’ são simples entradas contábeis de crédito e débito, que facilitam aos empresários ir adiante com segurança” (Keynes, 1937 [2010], p.323).

poupança. Logo, o gasto de investimento gera instantaneamente o valor monetário da poupança⁵.

O elemento de maior relevância para o presente trabalho é que o investimento gera uma poupança de igual valor, jamais maior. A consequência desse fato é que a poupança agregada de um período só é capaz de, no máximo, repor o mesmo nível de investimento realizado no período anterior. Isso significa que os fundos próprios mobilizados pelas empresas como fonte de financiamento de seus investimentos não são suficientes para elevar o gasto com investimento. Além disso, pelo princípio da demanda efetiva, os fundos retidos são gerados somente após a realização do investimento e das vendas. Por fim, as empresas não necessariamente correrão o risco de comprometer seus fundos retidos alocando-os no financiamento integral dos seus investimentos, que são ilíquidos. Portanto, os bancos são a peça-chave, pois deles depende a oferta de recursos para a taxa de investimento crescer (Keynes, 1937 [2010]).

A função primordial dos bancos em relação ao financiamento do investimento é a capacidade de criar moeda por meio da concessão de crédito no âmbito da sua alavancagem. A partir de uma operação contábil (criação de um depósito à vista), os bancos concedem os recursos às empresas para a produção dos bens de investimento (investimento *ex ante*). As empresas produtoras de bens de capital e material de construção civil que recebem esses recursos irão gastá-los na produção desta categoria de bens e aqueles que receberam os recursos neste processo produtivo os depositarão nos bancos. Ademais, as dívidas decorrentes do *finance* são liquidadas no curto prazo. Desse modo, como afirma Carvalho (2016), o *finance* é um fundo rotativo no sentido que o recurso gasto pelo agente que inicialmente o mobilizou retorna aos bancos e torna-se crédito para outro agente que pode utilizá-lo como *finance* e, conforme aponta Keynes (1937 [2010]), é um fundo que não tem como lastro uma poupança prévia.

Para realizar essa operação os bancos necessitam receber depósitos à vista do público como salários dos trabalhadores ou receitas de vendas das empresas. Não há

⁵ Ainda, conforme Resende (2008, p. 145), “Em equilíbrio macroeconômico (*ex post*), o investimento é contabilmente igual à soma das poupanças nacional e externa (Feijó et al., 2001, p.8). A poupança nacional é a renda não consumida e está associada à produção doméstica de capital.”

qualquer necessidade de existência de poupança prévia. Para os bancos essa distinção não é relevante. Os bancos atuais são antes um sistema de formas de pagamento, mais que recebedores de poupança. Dessa forma, não há igualdade entre poupança e fundos disponíveis para empréstimo. Bancos trabalham alavancados e aumentam a oferta de moeda via crédito quando consideram a operação lucrativa, contornando as restrições impostas pela autoridade monetária por meio de inovações financeiras quando necessário (Minsky, 1986 [2010]). Para Studart (1995), os bancos têm alta elasticidade na concessão de empréstimos, porém até o ponto em que seus ativos líquidos (que podem ser vendidos para ampliar a oferta de crédito) se aproximem de zero. Daí em diante os bancos subirão as taxas de juros dos empréstimos. Ou seja, a oferta de crédito é elástica e os bancos detêm uma posição que lhes tornam mais que intermediários neutros.

Visto que o investimento precede a poupança e é realizado com recursos criados pelos bancos a partir de operações contábeis, resta descrever o papel da poupança no circuito. O que está relacionado com a etapa do *funding*. Os empréstimos tomados pelas empresas para realizar os gastos de investimento ligados ao *finance* possuem prazos de maturação baixos, visto que correspondem aos critérios de concessão de créditos impostos pelos bancos comerciais. Ocorre que o fluxo de receitas esperadas do novo investimento se estende no tempo. Desse modo, surge um problema de descasamento de maturidade entre ativos e passivos das empresas. O *funding* é o mecanismo de compatibilização desses prazos e consiste na emissão de títulos de dívidas de longo prazo ou ações pelas empresas que serão comprados com recursos da poupança, principalmente concentrada em intermediários como bancos de investimento e fundos de pensões. Com os recursos levantados com a emissão desses títulos, as empresas podem quitar suas dívidas de curto prazo com os bancos comerciais.

Segundo Carvalho (1997), o importante não é a morfologia do sistema financeiro, isto é, se as funções de *finance* e *funding* são diretamente encontradas empiricamente na configuração das funções das distintas instituições envolvidas no processo de formação de capital. A questão é lógica antes de empírica. Uma vez que a poupança não precede o investimento, esse só pode crescer se houver a criação de

dinheiro para o financiar (*finance*) e somente após o circuito se completar haverá poupança que poderá ser usada para realizar a transformação de maturidade dos passivos, seja isso feito por instituições especializadas em *funding* ou não. É perfeitamente possível que a mesma instituição faça as duas funções, como os atuais bancos universais.

É a etapa do *funding* que garante a estabilidade financeira dos agentes, tanto de bancos quanto das empresas não financeiras. O *funding* garante, portanto, a estabilidade financeira de todo o sistema no âmbito do processo de crescimento da economia (Stuart, 1995). O que remete à apreciação da relação entre o circuito FISC e o ciclo econômico, questão fundamental para se analisar o impacto da financeirização sobre o circuito.

A fase de crescimento do ciclo econômico é acompanhada pela ampliação da fragilidade financeira dos agentes e, conseqüentemente, do sistema (Minsky, 1986 [2010]). Guiados pelas expectativas positivas de lucratividade, o otimismo se espalha e bancos e empresas reduzem suas margens de segurança e ampliam suas respectivas exposições ao risco. Nas operações de empréstimo, o banco se torna mais ilíquido, pois seu ativo é um contrato de empréstimo que não pode ser liquidado a qualquer momento sem deságio. O tomador, por outro lado, se torna mais líquido, pois o passivo líquido do banco (depósitos à vista) se transformou em dinheiro em posse do tomador.

A ampliação das decisões de investimento aumenta as dívidas de curto prazo das empresas e os bancos reduzem suas margens de segurança para atender ao crescimento da demanda por crédito. Portanto, firmas e bancos ficam mais expostos aos riscos de não realizarem a receita necessária para liquidar a cadeia de débitos e créditos. As unidades especulativas e *ponzi* a que Minsky (1986 [2010]) se refere correspondem justamente aos projetos de investimento com menores margens de segurança no seu financiamento e cujas dívidas terão que ser refinanciadas, tornando estes projetos, e em conseqüência todo o sistema econômico, vulneráveis em relação a mudanças nas condições de preço e prazo dos financiamentos.⁶ Se em algum

⁶ A unidade *hedge* é aquela que se espera não precisar refinarçar sua dívida na medida em que ela está associada a elevadas margens de segurança para o fluxo de caixa, para o valor de capital da firma

momento do ciclo o banco central eleva a taxa de juros básica ou o sistema financeiro aumenta sua preferência pela liquidez por considerar que já está alavancado em demasia, empresas em posição especulativa podem se tornar *ponzi* e as que estão em posição *ponzi* podem não conseguir mais a rolagem de suas dívidas, levando ao crescimento da inadimplência. Neste processo, as expectativas dos agentes rapidamente se reverterem de otimistas para pessimistas, disparando uma corrida pela liquidez para a liquidação de dívidas por meio da venda dos ativos comercializáveis.⁷ Isso pode levar à deflação de dívidas. Neste processo, a eficiência marginal do capital colapsa e a preferência pela liquidez aumenta e impacta a taxa de juros, elevando-a, e assim afetando negativamente as decisões de gastos e levando à depressão (Minsky, 1986 [2010]; Studart, 1995).

Carvalho (2016) propõe uma abordagem do papel do *funding* no ciclo econômico de grande poder analítico para o tema do impacto da financeirização sobre o circuito FLSF. O autor argumenta nesse trabalho que o problema de emissão de dívidas de longo prazo para financiar as dívidas de curto prazo trata-se de uma questão de estruturação do balanço patrimonial. O objetivo das empresas com a realização do *funding* é estruturar balanços líquidos, definidos pelo autor como aqueles em que as entradas e saídas de dinheiro garantem que as maturidades de ativos e passivos estejam ajustadas.

Para lidar com a incerteza sobre o futuro que pode frustrar a expectativa de receitas, as empresas precisam ter uma margem de segurança para manter seus balanços líquidos: assumir dívidas que comprometam somente uma fração das receitas esperadas; e possuir ativos líquidos, isto é, que possam ser vendidos ou utilizados como colateral. O *funding* torna-se então uma escolha de ativos e passivos de modo a estruturar o balanço patrimonial gerando segurança de solvência e rentabilidade do negócio. Essa decisão embute uma postura necessariamente especulativa: a expectativa de geração de fluxos de caixa futuros suficientes para pagar os juros e principal do empréstimo realizado para fazer o investimento. Dessa

e para o balanço patrimonial. Sobre a definição destas margens de segurança e o comportamento dos bancos e dos devedores ao longo do ciclo econômico na perspectiva da fragilidade financeira de Minsky, ver Paula e Alves Jr, (2003).

⁷ Sobre a formação de expectativas, convenções e o comportamento convencional na economia monetária, ver Keynes (1936 [2018], cap. 12) e Carvalho (2014).

perspectiva, Carvalho (2016) argumenta que os tipos de portfólio (*hedge*, especulador e *ponzi*) é uma categorização das estratégias de *funding* isto é, de como administrar o fluxo de entrada e saída de recursos monetários. Ou seja, como administrar a exigência de liquidez que os títulos de dívidas geram.

Por fim, é importante destacar que nessa abordagem proposta por Carvalho (2016), *finance* e *funding* são duas dimensões monetárias da decisão de investir. Não é mais uma questão de ordenação cronológica do perfil da dívida das empresas. Ou seja, a empresa quando planeja um investimento precisa ter em conta ao mesmo tempo como financiará a compra das mercadorias e como pagará essa dívida. Como a receita obtida com o investimento se distribuirá ao longo dos anos, a empresa precisa encontrar um modo em que o pagamento da dívida também se distribua ao longo dos anos. O *funding*, portanto, está relacionado sobretudo com a liquidez necessária à empresa ao longo do ciclo econômico e menos com a poupança.

3. Circuito FISC e financeirização

3.1. Financeirização e *finance*

São dois os canais de *finance* aqui considerados, as receitas próprias ou fundos retidos das empresas não financeiras e o crédito bancário. Deve-se então investigar como a financeirização afeta, por um lado, a disponibilidade dos recursos próprios das empresas para investimento e a oferta de crédito bancário e, por outro, a demanda das empresas não financeiras por esses recursos. Portanto, analisa-se a seguir os impactos da financeirização sobre o papel dos bancos e sobre as decisões de investimento das empresas não financeiras.

Partindo da função dos bancos como provedores de crédito para investimento, deve-se ter em conta que a financeirização significou uma alteração do *locus* de atuação prioritário dos bancos comerciais (Seccareccia, 2012). No pós-segunda guerra os bancos se relacionavam prioritariamente com as firmas e suas receitas derivavam principalmente dos juros cobrados nos empréstimos. Após as mudanças que têm início na década de 1980, os bancos se voltam prioritariamente para o mercado de capitais. Para Lapavitsas (2009), o desenvolvimento de formas de captação de recursos pelas grandes empresas não intermediadas pelos bancos

comerciais e o deslocamento da alocação da poupança dos agentes para instituições financeiras não bancárias, obrigou os bancos comerciais a encontrarem substitutos para as receitas realizadas com os empréstimos corporativos. Como resultado, os bancos comerciais aumentaram a parcela de empréstimos diretamente aos indivíduos e suas operações de intermediação no mercado financeiro.

A mudança chave no papel de intermediação financeira dos bancos comerciais é o envolvimento dessas instituições com a securitização de títulos. Observou-se no capitalismo mundial, a partir dos anos 1980, mudanças no sistema financeiro associadas a emergência dos investidores institucionais e dos processos de securitização, assim como dos mercados de debêntures e derivativos (Guttman, 2008). Este processo ocorreu no contexto do avanço tecnológico, especialmente nos setores de informática e comunicações, e da desregulação e liberalização da atividade financeira, o que contribuiu para o processo de financeirização (Plihon, 1995).

Como Cetorelli e Peristiani (2012) demonstram, a concessão de empréstimos deixou de ser o ponto de chegada da atividade dos bancos para se tornar o ponto de partida. Os bancos são as instituições que se relacionam diretamente com o tomador dos empréstimos, empresas e indivíduos. Sua atuação passa então a ser a de desenvolver novos produtos financeiros de modo a ampliar suas possibilidades de captação de clientes – o que envolve reduzir os critérios de avaliação de risco (Paula e Alves Jr., 2003). Em seguida, esses títulos não são mantidos em suas carteiras e sim servem de lastro para a emissão de novos títulos que serão vendidos aos intermediários financeiros especializados que, por sua vez, os ofertarão aos demandantes de ativos financeiros, em especial os grandes investidores institucionais.

Além das atividades de securitização, os bancos utilizam recursos do seu passivo para a compra e venda de ativos financeiros de modo a maximizar o retorno total da carteira de ativos que possuem. Assim, o retorno com a realização de um empréstimo é comparado com o retorno de um ativo financeiro com fins de especulação. Esse movimento iguala os retornos dos diferentes ativos. Portanto, o retorno esperado de um investimento em capital fixo terá que ser maior para compensar o maior custo do empréstimo. Logo, projetos de investimento de retorno

esperado menor que o possível de se obter de aplicações em títulos financeiros não encontrarão financiamento (Herscovici, 2020). Ocorre, portanto, uma redução da oferta de crédito para investimento para um mesmo nível de taxa de juros. Essa é a consequência principal sobre o *finance* desse direcionamento dos bancos para o mercado financeiro, isto é, desta financeirização da atividade bancária relacionada ao crédito para o investimento produtivo.

Quanto à disponibilidade de fundos retidos pelas empresas para serem utilizados como *finance*, a financeirização altera a destinação desses recursos. Conforme Keynes (1937 [2010]) apontou, embora a poupança não seja uma restrição ao investimento, é possível que parcela dos investimentos seja financiada com poupança, como é o caso do financiamento a partir de lucros retidos.⁸ Não obstante, o deslocamento do uso de recursos próprios para outros fins distintos do investimento produtivo ocorre devido a dois aspectos da financeirização sobre as empresas não financeiras. O primeiro é o aumento da busca de valorização do capital no âmbito da esfera financeira, o que é uma das marcas principais desta fase do capitalismo. O segundo é a necessidade de manter os preços das próprias ações em sintonia com as expectativas dos agentes do mercado financeiro e pagar elevados valores em dividendos.

O primeiro canal diz respeito ao aumento de ativos financeiros adquiridos pelas empresas não financeiras. Dado que os fundos retidos são limitados, a utilização de parte destes para a compra de ativos financeiros significa menos recursos disponíveis para *finance*. As evidências empíricas existentes mostram que quanto maior o diferencial de retorno esperado entre os ativos financeiros e os ativos de capital fixo, maior a destinação de fundos próprios para os primeiros em detrimento dos segundos (Demir, 2009).

Davis (2017) acrescenta que ativos líquidos são preferíveis por conta da redução das possíveis perdas dado o ambiente de incerteza. Mesmo que o retorno do ativo financeiro seja menor que o do ativo fixo, a incerteza e, portanto, a

⁸ Keynes (1937 [2010]) comenta que o duplo processo ocorre, com parte do investimento agregado sendo financiado por adiantamento de recursos pelo sistema bancário e parte com poupança, sendo que o relevante é notar que a poupança não restringe o investimento, que sempre poderá ser financiado a partir da criação de crédito dos bancos.

preferência pela liquidez, podem ser tais que o ativo financeiro seja preferível. Essa mesma autora mostra que de modo majoritário as evidências indicam que as receitas financeiras não se destinam a financiar o investimento. Entretanto, ressalva que essa relação positiva descrita é encontrada na literatura para amostras de grandes empresas nos EUA, sugerindo que esse efeito positivo da financeirização está relacionado ao tamanho das firmas. Entre essas receitas financeiras, incluem-se os serviços financeiros ofertados por empresas não financeiras como cartões de crédito e empréstimos para a compra dos produtos das próprias empresas, de modo que se torna uma expansão de crédito que aumenta a demanda e, portanto, favorece o investimento.

O segundo canal de impacto da financeirização sobre o *finance* via disponibilidade de recursos internos das firmas diz respeito à orientação das altas gerências das empresas não financeiras para a geração de valor ao acionista (*shareholder value*) (Lazonick e O'Sullivan, 2000).⁹ Os acionistas institucionais – que cresceram em relação ao total de acionistas nas últimas décadas – possuem como preocupação central os ganhos de capital (diferença de preço entre compra e venda) (Stockhammer, 2004). Portanto, a trajetória dos preços das ações é a variável de maior interesse desses acionistas. Para garantir que as gerências se guiem a partir dos objetivos dos acionistas foi desenvolvido um conjunto de instrumentos de coação e incentivo (Aglietta e Reberieux, 2005).

A resultante principal dessa dinâmica que interessa ao tema do *finance* é que as empresas passaram a destinar grandes parcelas dos fundos retidos para a recompra de suas próprias ações. Seccareccia (2012) argumenta que uma das mudanças principais trazidas pela financeirização a respeito da relação entre empresas não financeiras e o mercado financeiro é que as empresas passaram a ser emprestadoras líquidas em decorrência da recompra de ações e outros canais de transferência de recursos para os agentes financeiros, o que é reforçado pelas evidências encontradas por De Souza e Epstein (2014) para Alemanha, Reino Unido e Suíça. Desse modo,

⁹ A emergência de tipos diferentes de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e fundos de *hedge*) e o rápido crescimento dos investidores institucionais, que se transformaram nos acionistas principais das grandes empresas, mudaram a lógica de funcionamento das empresas, que passaram a ter como principal objetivo corporativo a maximização do valor ao acionista (Guttmann, 2008).

uma importante fonte de *finance*, os fundos retidos, é comprometida tornando as empresas mais dependentes de recursos de terceiros para realizar investimentos, o que reforça o poder de constrangimento das instituições financeiras sobre as empresas não financeiras.

3.2. Financeirização e investimento

Os impactos da financeirização sobre as decisões de investimento das empresas não financeiras é um tema de grande interesse na literatura sobre financeirização. De outro lado, dada a importância conferida ao investimento na literatura pós-Keynesiana, o estudo dos determinantes do investimento em capital fixo é central nesta literatura.¹⁰

Para abordar este tópico é pertinente tomar como referência o trabalho de Davis (2017) que realiza a maior sistematização das evidências encontradas na literatura sobre a relação entre financeirização e investimento. A autora categoriza os trabalhos que investigam essa relação em dois blocos. O primeiro diz respeito ao impacto do crescimento dos fluxos financeiros (receitas e despesas) das empresas não financeiras sobre o investimento. O segundo bloco se refere à gestão baseada na maximização de valor ao acionista.

O primeiro bloco busca avaliar se há evidências de deslocamento do investimento devido ao envolvimento das empresas com o mercado financeiro, ou seja, se existe um *crowding out* entre ativos financeiros e ativos de capital fixo. Em relação ao fluxo de receitas, Davis (2017) encontra resultados que apontam em diferentes direções a depender do país e das características do conjunto de empresas na amostra, em especial em relação ao tamanho. Por exemplo, há evidências de uma relação negativa entre receitas financeiras e taxa de investimento para Argentina, México e Turquia (Demir, 2009). Entretanto não há evidências dessa relação negativa na Alemanha e na França; e mesmo para os EUA, a relação negativa desaparece a depender da especificação do modelo econométrico (Stockhammer, 2004;

¹⁰ Nas palavras de Keynes, “A teoria pode ser resumida pela afirmação de que, dada a psicologia do público, o nível de produção e do emprego como um todo depende do montante de investimento. Eu a proponho desta maneira, não porque este seja o único fator de que depende a produção agregada, mas porque, num sistema complexo, é habitual considerar como causa *causans* o fator mais sujeito a repentinas e amplas flutuações (Keynes, 1937 [1999], p. 178).”

Orhangazi, 2008). Quanto ao impacto das despesas financeiras sobre o investimento, as evidências mostram de modo convergente que ocorre uma diminuição da correlação entre dívidas e investimento em capital fixo, ou seja, as empresas passaram a tomar empréstimos para objetivos outros que não a acumulação de capital fixo. Orhangazi (2008) sintetiza o círculo negativo entre pagamentos financeiros e investimento afirmando que as empresas transferem recursos para o sistema financeiro por meio de dividendos, recompra de ações e pagamentos de juros e quando demandam recursos para investimento, precisam competir por esses recursos no mercado financeiro, gerando novas obrigações financeiras.

Quanto ao segundo bloco, as pesquisas se concentram nos EUA, uma vez que é nesse país em que a gestão baseada na maximização de valor ao acionista mais se desenvolveu. Davis (2017) mostra que as evidências de que essa estratégia de gestão impacta negativamente o investimento em capital fixo são robustas para os EUA. A captação desse fenômeno ocorre de modos diversos na literatura a depender das variáveis utilizadas como *proxies* para a política de maximização de valor ao acionista. Todas, entretanto, apontam na mesma direção de um efeito negativo sobre o investimento. O que corrobora a argumentação de Guttman (2008), para quem:

A dominação dos interesses de acionistas, reforçada pela predominância de opções de ações e bônus por desempenho baseados em lucros como componentes principais da gestão de pagamentos, é suspeita de ser a maior culpada pelo desempenho apático dos investimentos com relação aos níveis historicamente elevados da lucratividade das empresas nas últimas duas décadas (Guttman, 2008, p. 13).

É importante acrescentar o trabalho de Almeida et al. (2016) em que é realizada uma minuciosa investigação dos efeitos específicos das recompras de ações sobre investimento em capital fixo e em P&D. Utilizando dados trimestrais de firmas não financeiras nos EUA entre 1988 e 2010, concluem que a busca das gerências por fazer convergir os preços das ações da firma às projeções do mercado financeiro por meio da recompra das ações da própria empresa impacta negativamente e por um longo período os gastos com investimento e P&D.

Essas relações negativas entre financeirização e investimento encontradas na literatura reforçam o papel dessas transformações na explicação da queda das taxas de crescimento encontradas nos países capitalistas centrais a partir dos anos 1980 (Stockhammer, 2004). Deve-se acrescentar que, dado que o investimento é a variável

chave para o crescimento da renda, e, portanto, para a geração da poupança que, em parte, fornecerá os recursos para o *funding*, a financeirização também afetará esses componentes do circuito FISF.

3.3. Financeirização e poupança

Assim como o *finance* e investimento, a poupança e o *funding* estão estreitamente relacionados. No que se refere à poupança especificamente, dois pontos merecem destaque antes de se passar à análise do impacto da financeirização sobre o *funding*.

Em primeiro lugar, ocorre uma redução da poupança das famílias no período anterior à fase da financeirização, em especial nos EUA, devido ao aumento do endividamento das famílias (Stockhammer, 2008). Essa é a contrapartida da redução da renda disponível dos trabalhadores nas últimas décadas e da ampliação do crédito ao consumo como estratégia dos bancos comerciais para gerar títulos de dívidas securitizáveis, como já mencionado. Ou seja, a magnitude da poupança agregada é dada apenas pelo montante do investimento agregado, pois este causa aquela, mas, a composição da poupança agregada, formada por poupança das famílias, das empresas e do governo, mudou nas últimas décadas com a redução da participação da poupança das famílias.

Em segundo lugar, a financeirização encurta o horizonte temporal das instituições responsáveis por concentrar a poupança de empresas e famílias. Ou seja, os grandes fundos passam a adotar um viés “curto-prazista”, ou especulativo, em suas decisões de alocação de portfólios. Crotty (2003) mostra que uma mudança substancial ocorre no mercado de capitais entre o período do pós II Guerra Mundial e o período atual, a saber, o encurtamento do período de retenção das ações por parte dos investidores. O volume de negócios no mercado de ações, o *turnover*, cresce fortemente desde o início dos anos 1980. Essa mudança tem impacto sobre o papel da poupança de manter a estabilidade financeira do sistema e sobre as estratégias de *funding* das empresas.

3.4. Financeirização e *funding*

Adota-se aqui como caminho para análise do impacto da financeirização sobre o *funding*, a abordagem de Carvalho (2016), apoiada na teoria da fragilidade financeira de Minsky (1986 [2010]), na qual o *funding* é sobretudo uma questão de estruturação de balanços patrimoniais líquidos.

A possibilidade de transformar a maturidade dos empréstimos, isto é, realizar o *funding*, influencia as decisões de se exporem ao risco de curto prazo tanto dos credores quanto dos tomadores. Ou seja, a existência de mercados financeiros de títulos de longo prazo é variável relevante para a execução das decisões de *finance* (Studart e Alves Jr, 2020). Portanto, o *funding* não é componente estritamente pós-investimento no circuito FISF no sentido de que ele é, sobretudo, uma questão de estruturação de balanços patrimoniais líquidos e, por isso, impacta as decisões de *finance* e de investir, que o antecedem no âmbito do circuito. Isto é, o *finance* e o investimento antecedem o *funding* e são, ao mesmo tempo, influenciados por ele.

O pressuposto para que o mercado de capitais cumpra adequadamente sua função de permitir que as empresas tenham acesso aos ativos líquidos e, portanto, consigam equilibrar seus balanços ao longo do seu ciclo do capital, é que seja estável e que os intermediários financeiros, administradores da poupança, estejam propensos ao longo prazo (Paula, 2013).

O problema central é que no mercado de capitais a lógica dos especuladores acaba se impondo como regra, como Keynes (2018, cap. 12) argumentou. Desse modo, o mercado de capitais se enfraquece na prática em sua função de provedor do *funding*. A financeirização radicaliza essa característica. Como argumenta Carneiro (2009), a substituição dos sistemas de financiamento do investimento baseados em crédito bancário, típico do pós-segunda guerra, para o sistema baseado no mercado de capitais, impacta negativamente o equilíbrio patrimonial das empresas visto que as flutuações das taxas de juros de vários prazos variam mais intensamente.

Essa dinâmica compromete a função de *funding* dos títulos de dívida e ações emitidas pelas empresas, uma vez que estas precisam estar atentas às mudanças repentinas na avaliação dos agentes financeiros em relação à precificação destes ativos. Desse modo, a administração do balanço patrimonial torna-se mais difícil,

pois o mercado de capitais impõe movimentos abruptos no lado do ativo das empresas. Nesse ponto reaparece o impacto negativo das elevadas recompras de ações, pois reduzem os fundos internos disponíveis (Galston e Kamarck, 2015).

A necessidade de sustentação dos preços dos ativos financeiros se deve a que estes representam o patrimônio de seus proprietários que lhes permite ter acesso ao dinheiro, isto é, representam a solvência desses proprietários (Germer, 1994). Portanto, nesse cenário de instabilidade e pressão do mercado financeiro, utilizar fundos próprios ou mesmo tomar empréstimos bancários para manter o valor de mercado das empresas por meio da recompra de ações e distribuição elevada de dividendos torna-se racional para a empresa individualmente à medida que permite manter o valor do ativo em níveis compatíveis com as obrigações financeiras, isto é, manter o balanço líquido.

Carvalho (1997), ao analisar as inovações financeiras, reforça que o encurtamento do horizonte temporal do mercado de capitais é um problema para o *funding*:

The current emphasis on the ability to enjoy market opportunities, the development of new practices and markets to give liquidity to securities, the development of derivatives markets, the drive, indeed, to acquire mobility as the most promising way to maximize financial gains, have contributed to a short-termist posture that, in itself, is detrimental to the development of long-term channels of funding (Carvalho, 1997, p. 484).

Um desdobramento possível dessa análise é que a fragilidade financeira inerente ao ciclo econômico, no sentido minskyano, se acentua, pois as empresas estarão mais expostas aos empréstimos de baixa maturação e às pressões curto-prazistas e especulativas do mercado de capitais. Neste contexto, o refinanciamento de dívidas torna-se uma necessidade cada vez maior. Assim sendo, quando ocorre as fases de desaceleração econômica, o descasamento entre ativos e passivos no balanço patrimonial tenderá a ser mais grave. O peso das dívidas pressionará as empresas a realizar ajustes de custos de curto prazo, sobretudo de mão-de-obra, o que agrava a fase recessiva. Além disso, em um ambiente de hegemonia da Teoria Quantitativa da Moeda sobre a gestão macroeconômica, os empresários do setor não financeiro se somarão ao coro dos agentes financeiros, agravando a recessão por meio da pressão sobre os governos para a redução dos gastos públicos como caminho para a redução

da taxa de juros para, assim, reduzir o peso das dívidas corporativas e facilitar a tomada de empréstimos em condições mais favoráveis.

Esta contradição do papel do sistema financeiro em economias monetárias está enfatizada em Keynes (1936 [2018]), que aponta a importância de mercados organizados em torno da liquidez para que investimentos que são fixos para a sociedade se tornem líquidos para indivíduos. Sem mercados financeiros líquidos poucos investimentos seriam concretizados, devido à incerteza relacionada às atividades de longo prazo. É a liquidez dos mercados que permite ao agente renunciar à sua liquidez, mas protegendo sua riqueza por meio de avaliações de seus investimentos em sucessivos períodos de curtíssimo prazo. Todavia, a liquidez dos mercados também tem seu aspecto negativo. Devido à incerteza, torna-se mais fácil ganhar por sair na frente dos demais participantes dos mercados líquidos do que avaliar o retorno a longo prazo dos investimentos. Em consequência, quanto mais líquidos forem os mercados, maior será seu viés especulativo e curto-prazista, com efeitos sobre a formação das expectativas dos agentes e, portanto, sobre a condução dos investimentos pelos canais mais produtivos em termos de rendimento futuro. Ao mesmo tempo em que a liquidez dos mercados favorece a especulação que, por seu turno, prejudica os investimentos a longo prazo, sua ausência os inviabiliza na economia permeada pela incerteza.

A solução oferecida por Keynes (1936 [2018]) para esta contradição seria a taxação de transações financeiras visando mitigar os ganhos com a especulação e, deste modo, seu predomínio nos mercados financeiros. Todavia, esta solução nos parece ser, no máximo, um paliativo, na medida em que o crescimento em demasia da taxação dos ganhos financeiros inibe o investidor e mitiga a liquidez dos mercados, o que dificulta o equilíbrio do balanço patrimonial das empresas, gerando racionamento de crédito e inibindo a acumulação de capital requerida para a expansão da economia.

Minsky (1986 [2010]) também enfatiza o papel contraditório dos mercados financeiros. Devido à incerteza, o financiamento de longo prazo depende de expectativas não-probabilísticas dos agentes que, ao se tornarem otimistas, afetam seu estado de confiança e levam à redução das margens de segurança do crédito.

Deste modo, o crescimento do financiamento de longo prazo e, portanto, da economia, ocorre endogenamente em direção a posturas cada vez mais especulativas nos mercados financeiros. Deste processo resulta o crescimento da fragilidade financeira da economia, determinada pela proporção das unidades que precisarão refinar suas dívidas - unidades Especulativas e Ponzi - provocando a inflexão do ciclo econômico.

A financeirização contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais e a liquidez dos mercados financeiros que, por sua vez, são centrais para compatibilizar as estruturas temporais das operações ativas e passivas das empresas (*funding*), mitigando o grau de fragilidade financeira da economia e favorecendo as decisões de *finance* e de investir. Porém, ao mesmo tempo, o crescimento da financeirização amplia o viés especulativo e curto-prazista dos mercados financeiros e prejudica a transformação da maturidade dos empréstimos (*funding*). Portanto, a especulação, a financeirização e os ciclos da economia monetária, com crises recorrentes e muitas vezes profundas, são parte integrante da economia capitalista (monetária), uma vez que a contradição apontada é inerente à sua estrutura, isto é, não pode ser totalmente superada no interior de seus limites.

4. Conclusão

Neste artigo avaliamos os efeitos da financeirização sobre o circuito FISF e, em consequência, sobre o processo de acumulação de capital e a dinâmica da economia capitalista atual. A análise realizada mostra que todos os componentes do circuito FISF são afetados por um ou mais dos diferentes aspectos da financeirização considerados. Quase todos os impactos são negativos, porém há exceções relevantes. São elas: 1) a relação positiva entre receitas financeiras e investimento encontrada para a amostra de grandes empresas nos EUA, o que significa também um impacto positivo sobre o *finance* realizado com recursos próprios; e 2) impacto positivo indireto sobre o investimento por meio da elevação da demanda agregada em decorrência da ampliação do crédito para consumo.

Essas exceções e a análise realizada permitem concluir que a interação entre financeirização e acumulação de capital não deve ser considerada como uma correlação

estritamente negativa. A abordagem teórica mais adequada é a de que esses dois elementos possuem uma convivência contraditória, isto é, são duas dimensões interligadas da realidade econômica do capitalismo atual que ora se reforçam mutuamente, ora se opõem. Keynes (1936 [2018]) e Minsky (1937 [2010]) apontaram a natureza contraditória dos mercados financeiros em relação ao financiamento de longo prazo, requerido para a expansão da economia. Não obstante, a análise realizada torna claro que a direção dominante dessa contradição é o impacto negativo da financeirização sobre a acumulação de capital por meio das alterações promovidas no modo de funcionamento do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*.

Conclui-se também que o componente *funding* do circuito é o mais afetado negativamente pela financeirização. A função de garantir a estabilidade financeira esperada do mercado de capitais é largamente comprometida pela lógica da especulação. O curto-prazismo dos grandes investidores institucionais transmite-se para as empresas por meio da gestão baseada na maximização do valor ao acionista. A instabilidade dos preços dos ativos financeiros e, portanto, das diversas taxas de juros, dificulta o equilíbrio do balanço patrimonial das empresas e o controle do aumento da fragilidade financeira da economia, o que é o objetivo principal das estratégias de *funding*. Ademais, o impacto negativo da financeirização sobre o *funding* se irradia para outros componentes do circuito FISF na medida em que o *funding* não é componente estritamente pós-investimento. O efeito da financeirização sobre o mercado de capitais deteriora as condições de realização do *funding* e, em consequência, influencia as decisões de se exporem ao risco de curto prazo tanto dos credores quanto dos tomadores de crédito, prejudicando o *finance* e o investimento.

A análise feita também permite avançar outras duas considerações de caráter mais geral. A primeira é que a combinação de menores taxas de investimento e maior exposição financeira no curto prazo, devido ao impacto negativo sobre o *funding*, gera uma elevação estrutural na fragilidade financeira do sistema. Como Mason (2015) mostra, há uma diminuição da correlação entre endividamento e investimento em capital fixo das empresas no período da financeirização. Isso significa que as empresas se endividam para realizar outros gastos como a recompra de ações e

também que a poupança gerada pelo investimento realizado será uma proporção ainda menor das dívidas, acentuando a fragilidade financeira.

A segunda consideração deriva da anterior e diz respeito a maior dependência do sistema econômico em relação ao Estado como “comprador de última instância” de ativos financeiros de modo a evitar que uma queda de preços em um ponto do sistema gere uma reação em cadeia de insolvência dos agentes econômicos, como também concluem Braga *et al* (2017). Como corolário do surgimento de um ciclo econômico mais instável e curto somado à maior exposição financeira gera-se o aprofundamento da exigência de compromisso do Estado com a gestão da riqueza acumulada nos ciclos anteriores de acumulação de capital e concentrada sob a propriedade das classes dominantes.

Referências

- Aglietta, M. and Rebérioux, A. (2005), *Corporate governance adrift: a critique of shareholder value*. Edward Elgar Publishing.
- Almeida, H., Fos, V. and Kronlund, M. (2016), “The real effects of share repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 119(1), p. 168–85. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.008>
- Arestis, P. and Resende, M. F. C. (2015), “Fiscal policy and the substitution between national and foreign savings”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 37(3), p. 436–58. DOI: <https://doi.org/10.1080/01603477.2015.1000168>
- Arestis, P., Resende, M.F.C., Alencar, D.A., BARBOSA, L.O.S. and DINIZ, G.F.C. (2017), “The Finance-Investment and Saving-Funding Circuit in the Closed and Open Economies with Government”, *International Review of Applied Economics*, 31(6), p. 832-45. DOI: <https://doi.org/10.1080/02692171.2017.1324411>
- Bonizzi, B. (2013), “Financialization in developing and emerging countries: a survey”. *International Journal of Political Economy*, 42(4), p. 83-107. DOI: <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420405>

- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A. and Powell, J. (2020), "Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies", In: Mader, P., Mertens, D. and Zwan, N. (eds.) *The Routledge International Handbook of Financialization*, London: Routledge, 1ed., p. 177-87.
- Boyer, R. (2000) "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, 29(1), p. 111-45.
- Braga, J. C. S. (1985 [2000]), *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*, Campinas: Unicamp-IE, (Coleção Teses).
- Braga, J. C. S., Oliveira, G. C., Wolf, P. J. W., Palludeto, A. W. A. and DEOS, S. S. (2017) "For a political economy of financialization: theory and evidence", *Economia e Sociedade*, 26(spe), p. 829-56. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art1>
- Carneiro, R. (2009), "O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico)", IE-UNICAMP: *Texto para discussão*, n. 167.
- Carvalho, F. J. C. de. (1997) "Financial innovation and the Post Keynesian approach to the 'process of capital formation'", *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(3), p. 461-87. DOI: <https://doi.org/10.1080/01603477.1997.11490122>
- Carvalho, F. J. C. de. (2012), "Aggregate savings, finance and investment", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 9(2), p. 197-213. DOI: <https://doi.org/10.4337/ejeep.2012.02.05>
- Carvalho, F. J. C. de. (2014), "Expectativas, Incerteza e convenções". In: Monteiro Filha, D., Prado, L.C.D., Lastres, H.M.M. (eds.) *Estratégias de Desenvolvimento, Política Industrial e Inovação: ensaios em memória de Fabio Erber*, Rio De Janeiro: BNDES, p. 207-34.
- Carvalho, F. J. C. de. (2016), "On the nature and role of financial systems in Keynes's entrepreneurial economies", *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(3), p. 287-307. DOI: <https://doi.org/10.1080/01603477.2016.1190282>
- Cavalcante, A. T. M., Crocco, M. A., Santos, F. B. and Nogueira, M. (2018), "Financialization and Space: Theoretical and Empirical Contributions",

Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais, 20(2), p. 193-220. DOI:
<https://doi.org/10.22296/2317-1529.2018v20n2p193>

Cetorelli, N. and Peristiani, S. (2012), “The role of banks in asset securitization”,
Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 18(2), p. 47-64.

Crotty, J. (2003), “The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and impatient *finance* on nonfinancial corporations in the neoliberal era”, *Review of Radical Political Economics*, 35(3), p. 271–79. DOI:
<https://doi.org/10.1177/0486613403255533>

Dardot, P.; Laval, C. (2016), *A nova razão do mundo*. São Paulo: Boitempo editorial.

Davidson, P. (1994), *Post Keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. London: Cambridge University Press.

Davis, L. (2017), “Financialization and investment: A survey of the empirical literature”, *Journal of Economic Surveys*, 31(5), p. 1332-358. DOI:
<https://doi.org/10.1111/joes.12242>

De Souza, J. P. A. and Epstein, G. (2014), “Sectoral net lending in six financial centers”, *Political Economy Research Institute, Working Paper Series*, 346.

Demir, F. (2009), “Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets”, *Journal of Development Economics*, 88(2), p. 314-24. DOI:
<https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>

Epstein, G. (2005), “Introduction: Financialization and the World Economy”, In: Epstein, G. (ed.) *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar, 1 ed., p. 3-16.

Feijó, C.A., Ramos, R.L.O., Young, C.E.F., Lima, F.G.C. and GALVÃO, O.J.A. (2001), *Contabilidade social: o novo sistema de Contas Nacionais do Brasil*, Rio de Janeiro: Campus.

Galston, W. A.; Kamarck, E. C. (2015) “More builders and fewer traders: a growth strategy for the American economy”. *Center for Effective Public Management*.

- Germer, C. M. (1994), “O sistema de crédito e o capital fictício em Marx”, *Ensaio FEE*, 15(1), p. 179-201.
- Guttman, R. (2008), “Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças”, *Revista Novos Estudos Cebrap*, 82, p.11-33. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-33002008000300001>
- Herscovici, A. (2020) “Preferência pela liquidez, financeirização e efeitos de propagação: da não neutralidade da moeda à não neutralidade da finança”, *Revista de Economia Contemporânea*, 24(2), p. 1-23. DOI: <https://doi.org/10.1590/1980552724212>
- Karwowski, E. and Stockhammer, E. (2017), “Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies”, *Economic and Political Studies*, 5(1), p. 60-86. DOI: <https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274520>
- Keynes, J. M. (1936 [2018]), *The general theory of employment, interest, and money*. Springer. DOI: <https://doi.org/10.1007/978-3-319-70344-2>
- Keynes, J. M. (1937 [2010]). “A teoria *ex ante* da taxa de juros”, In: *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro: IPEA, 3ed., p. 85-96.
- Keynes, J. M. (1937 [1999]), “A teoria geral do emprego”. In: Szmrecsáyi, T. (org.) *Keynes*, São Paulo: Ática.
- Krippner, G. R. (2011), *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press.
- Lapavistas, C. (2009), “Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation”, *Historical Materialism*, 17, p. 114–48. DOI: <https://doi.org/10.1163/156920609X436153>
- Lazonick, W. and O’Sullivan, M. (2000), “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”, *Economy and society*, 29(1), p. 13–35. DOI: <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
- Mason, J. W. (2015), “Disgorge the cash: The disconnect between corporate borrowing and investment”, *Roosevelt Institute*, 25, p. 1-38.

- Milberg, W. (2008), "Shifting sources and uses of profits: Sustaining US financialization with global value chains", *Economy and Society*, 37(3), p. 420–451. DOI: <https://doi.org/10.1080/03085140802172706>
- Minsky, H. P. (1986 [2010]), *Estabilizando uma economia instável*. Osasco: Novo Século.
- Orhangazi, Ö. (2008), "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003", *Cambridge journal of economics*, 32(6), p. 863-86. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>
- Paula, L. F. and ALVES JR, A. J. (2003), "Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskyano", *Análise Econômica*, 21(39).
- Paula, L. F. (2013), "Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana", *Estudos Econômicos*, 43(2), p. 363-396. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-41612013000200006>
- Plihon, D. (1995), "A ascensão das finanças especulativas", *Economia e Sociedade*, 4(2), p. 61-48.
- Pike, A. and Pollard, J. (2010), "Economic geographies of financialization", *Economic Geography*, 86(1), p. 29–51.
- Powell, J. (2019), "Towards a marxist theory of financialized capitalism". In: Vidal, M., Smith, T. and ROTTA, T. (eds) *The oxford handbook of Karl Marx*, Oxford: Oxford University Press, p. 629–650.
- Resende, M. F. C. (2008), "O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas", *Revista de Economia Política*, 28(1), p. 136-154. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572008000100007>
- Seccareccia, M. (2012), "Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), p. 277-300.

- Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation". *Cambridge journal of economics*, 28(5), p. 719-741. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>
- Stockhammer, E. (2008), "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime", *Competition & Change*, 12(2), p. 184-202. DOI: <https://doi.org/10.1179/102452908X289820>
- Studart, R. (1995), *Investment finance in economic development*. London: Routledge.
- Studart, R. and Alves Jr, A. J. (2020), "Fernando Cardim De Carvalho, sistemas financeiros e o financiamento da acumulação", *Revista de Economia Contemporânea*, 24(2), p. 1-18. DOI: <https://doi.org/10.1590/198055272424>