

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**LEONARDO DANTAS DOS SANTOS**

**FINANCEIRIZAÇÃO:**

**Origens e desdobramentos de uma racionalidade perversa**

**Rio de Janeiro**

**2021**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**LEONARDO DANTAS DOS SANTOS**

**FINANCEIRIZAÇÃO:**

**Origens e desdobramentos de uma racionalidade perversa**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Dra. Denise Lobato Gentil

**Rio de Janeiro - RJ**

**2021**

LEONARDO DANTAS DOS SANTOS

FINANCEIRIZAÇÃO: ORIGENS E DESDOBRAMENTOS DE UMA RACIONALIDADE  
PERVERSA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao  
Instituto de Economia da Universidade Federal do  
Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do  
título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 5/7/2021.

---

DENISE LOBATO GENTIL - Presidente

Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

---

NORBERTO MONTANI MARTINS

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

---

LUCAS BRESSAN DE ANDRADE

Mestre em Desenvolvimento Econômico pela UNICAMP

Agradeço a Deus por ter me dado forças para seguir em frente com este trabalho, mesmo com todos os contratempos e responsabilidades que a vida impõe, à minha família pela minha formação e, em especial, à minha filhinha Luna, que chegou e se tornou a minha maior motivação.

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.*

## RESUMO

DANTAS, Leonardo. **FINANCEIRIZAÇÃO: Origens e desdobramentos de uma racionalidade perversa.** Monografia – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2021.

Nas últimas duas décadas, parece ter entrado de vez nos estudos acadêmicos econômicos o tema da financeirização. De fato, é um assunto contemporâneo, e que tem ganho cada vez mais adeptos mas, pelo que indicam os principais trabalhos, suas origens remontam a meados dos anos de 1970, onde a Crise do Fordismo, juntamente com paradigmas específicos daquele período, construíram o arcabouço perfeito para que o reinado das finanças emanasse com força no capitalismo dos países centrais. Não obstante todos os avanços da Era de Ouro do Capitalismo do pós Segunda Guerra Mundial, em termos de crescimento econômico consistente e ganhos de bem-estar social, venceram a batalha as teorias neoliberais baseadas na extrema liquidez e rentabilidade por meio de ativos financeiros, em detrimento do investimento direto em ativos produtivos. Assim, neste cenário instável e contraproducente, o mundo se encontra imerso até os dias atuais. Desta forma, este trabalho se propõe a apresentar as principais definições de financeirização, de acordo com alguns dos mais notáveis e recentes textos sobre o assunto, explicando suas principais características, formação e dinâmica, e como seus efeitos danosos já podem ser evidenciados nas economias de muitos países. Para melhor entendimento do fenômeno há, de início, uma exposição de como as teorias das Finanças evoluíram ao longo do tempo até serem intensamente “absorvidas” pela Ciência Econômica no início do século XX, onde terminaram anexadas ao arcabouço teórico da Economia e implantadas no capitalismo moderno pelas décadas seguintes, influenciando no cálculo do capitalista e em suas tomadas de decisão.

**Palavras-chave:** Financeirização. Dominância Financeira. Neoliberalismo. Especulação Financeira. Capital Improdutivo.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	6
1. FINANÇAS, ECONOMIA FINANCEIRA E A ESCOLHA DO CAPITALISTA .....	11
2. LIBERALIZAÇÃO, ENDIVIDAMENTO E CRISES.....	31
3. FINANCEIRIZAÇÃO: BUSCANDO DEFINIR O FENÔMENO.....	43
3.1.A emergência do novo regime de acumulação, o <i>shareholder value</i> e a financeirização do cotidiano .....	43
3.2.Financeirização como um setor desproporcional na economia.....	55
3.3.Dominância financeira: duas interpretações possíveis .....	57
4. O TAMANHO DO PROBLEMA .....	60
5. INFLUÊNCIAS E EFEITOS DANOSOS DA FINANCEIRIZAÇÃO .....	71
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	84
REFERÊNCIAS .....	88

## INTRODUÇÃO

Este trabalho busca oferecer uma visão crítica da financeirização. Almeja-se compreender as origens do fenômeno por meio de evoluções no pensamento econômico, na racionalidade dos capitalistas e de suas escolhas, e do arcabouço estrutural que permitiu a ascensão do setor financeiro a níveis prejudiciais à economia. O enfoque será nos países centrais, os primeiros a experimentar um quadro de financeirização. Serão apresentados dados que demonstrem o desproporcional crescimento do setor financeiro nas economias, e elencados alguns dos mais graves efeitos danosos que assolam estas nações desde meados dos anos de 1970.

Até o último terço do século XIX, os bancos e detentores dos capitais monetários emprestáveis possuíam duas funções primordiais: fornecer crédito de curto-prazo como sendo o capital de giro que mantinha em funcionamento indústria e comércio da época, e capital de longo-prazo, que seria o investimento por parte de governos, concessionárias de serviços públicos e privados, e também para as grandes seguradoras (SWEEZY, 1994).

Conforme lembra Sweezy (1994, p. 1), o capital especulativo é “um fenômeno tão antigo quanto o próprio capitalismo”. A humanidade sempre buscou formas de elevar sua riqueza e, desde o início do século XX, o rápido avanço do arcabouço teórico das Finanças e da Economia permitiu ao capitalista, progressivamente, uma maior compreensão de suas opções de investimento. Assim, poderia tomar uma melhor escolha na reprodução de seu capital, sob o dilema do risco-retorno.

Desta forma, o detentor da riqueza passa a ter, gradualmente, mais escolhas para esta reprodução, não só fortemente concentrada na esfera produtiva como antes, porém agora também na esfera financeira. Mesmo a racionalidade por detrás do investimento produtivo foi pouco a pouco evoluindo conjuntamente, passando a incorporar o custo de oportunidade de um *trade off* de uma aplicação financeira, em detrimento da produção.

Após a Segunda Guerra Mundial, ficou claro que o pensamento neoclássico (mais precisamente a chamada “síntese neoclássica”) havia ganhado a “batalha pelos corações e mentes” nas faculdades de Economia. Com seu aludido apelo à alocação eficiente dos recursos, o entendimento é que os mercados financeiros, via de regra, não influenciariam na macroeconomia e em suas variáveis reais, muito menos seriam geradores de crises econômicas (EPSTEIN, 2015).

A partir dos anos 1950, o avanço teórico da Economia Financeira e o operacional dos mercados financeiros explodiram tal como nunca, oferecendo um aumento exponencial nas oportunidades de aplicação em ativos financeiros ao capitalista, o desviando, muitas vezes, da atividade produtiva. Desta forma, houve uma reorientação vigorosa do setor financeiro (e também do setor não-financeiro) ao longo da segunda metade do século XX, quando seus objetivos e intenções sofreram grande mudança. Não só o setor financeiro se alterou intensamente neste período, mas também o próprio pensamento do capitalista e da Ciência Econômica.

Já a década de 1970 apresentou grandes mudanças no contexto histórico, indo desde a queda na rentabilidade das grandes corporações ao colapso de *Bretton Woods*, o que desencadeou uma grande liberalização do regimento cambial e de capitais por todo o mundo capitalista. Este novo cenário internacional criou as bases (intencionalmente) sobre as quais se fundou a financeirização. As novas tecnologias computacionais, aliadas aos novos paradigmas econômicos daquele período, geraram mudanças intensas no campo financeiro, propiciando forte crescimento do volume de transações financeiras, com seus respectivos instrumentos e serviços cada vez mais numerosos a partir de então (SAWYER, 2013).

Como exemplo, tem-se a securitização, as obrigações com garantia de recompra, e os derivativos. Os lançamentos e negociações destes e outros inúmeros instrumentos tiveram exponencial crescimento nas últimas décadas, todos se utilizando de complexos arranjos de garantias, também ancoradas no próprio mercado financeiro (EPSTEIN, 2015).

Desde então, o capital, mais do que nunca, buscou valorizar-se diretamente sobre si próprio (valorização autônoma), e sucedeu-se a subserviência do capital produtivo ao financeiro. A mais-valia de Marx parece ter se esvaído e, sob uma

economia financeirizada, o lucro dos capitalistas intenta seguir um padrão de acumulação que busca fluir cada vez mais dos canais financeiros, ao invés da produção de bens e do comércio (KRIPPNER, 2005; LAPAVITSAS, 2011).

Desta forma, a financeirização se coloca como um tema relativamente moderno, sendo estudado com maior atenção nas três últimas décadas. A partir dos anos 1980, alguns economistas heterodoxos já conseguiam perceber o fenômeno. Mas foi somente na transição dos anos 1990 para 2000 que a questão se tornou mais clara. Observa-se um *boom* no número de publicações que usam o termo como seu argumento central a partir dos anos 2000 (FELIPINI, 2018).

Ainda não se tem uma resposta satisfatória do porquê de tal fenômeno ter sido pouco percebido ao longo do último quarto do século XX, mas é possível que avanços tecnológicos (sobretudo na computação e nas comunicações) tenham exacerbado seus efeitos nocivos na economia, chamando a atenção dos estudiosos de que “algo diferente” estava acontecendo no capitalismo (EPSTEIN, 2015).

O assunto está na fronteira do conhecimento das Ciências Econômicas e, conforme Van der Zwan (2014), é ainda “estado da arte” na Economia. Assim, “financeirização é um pouco como ‘globalização’ — uma palavra conveniente para um conjunto de mudanças estruturais mais ou menos discretas nas economias do mundo industrializado” (VAN DER ZWAN, 2014 apud DORE, 2008, p. 1097).

Como normalmente ocorre com abordagens heterodoxas, existe grande dispersão de ideias e textos pela bibliografia, tornando o assunto complexo. De modo geral, os autores são críticos à escola neoclássica, enxergando nas relações de mercado ortodoxas campo fértil para a criação e disseminação dos ideais neoliberais que dominaram o debate principal da Economia desde meados dos anos 1970.

Alerte-se que não há um consenso na literatura sobre o que é financeirização. É um termo ainda em construção, com muitas interpretações, usado em paradigmas diversos no campo econômico mas, de certa forma, comparáveis entre si. A palavra financeirização parece ter se originado no início dos anos 1990, onde começava a aparecer crescentemente nos textos correlatos. Segundo Sawyer (2013), o termo foi cunhado pelo escritor americano Kevin Phillips nesta época. Em geral, o assunto não

está presente na literatura econômica tradicional<sup>1</sup>. Por conta disso, as diversas interpretações acabam por definir financeirização de acordo com cada escola de pensamento e cada ponto de vista dos autores.

Existem muitos esforços no sentido de definir financeirização. Epstein (2005), sem dúvidas, dá uma das mais eloquentes definições, significando “o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras no funcionamento da economia nacional e internacional” (EPSTEIN, 2005, p. 3). Esta definição deixa claro o cenário, porém não determina se financeirização é causa ou efeito, sendo esta uma das questões que cercam o tema.

Sua importância é especialmente relevante, pois o fenômeno é tratado, na maioria dos casos, como uma nova lógica de funcionamento do capitalismo, e não como um estado transitório. É, portanto, um novo modo de ser do capitalismo contemporâneo, uma nova forma de seu funcionamento, já em pleno vigor (BRAGA, 1985). O que há é uma mudança disruptiva dentro do próprio capitalismo, terminando por sobrepujar os demais setores, que do financeiro passam a ser submissos (SWEEZY, 1994).

A financeirização traz consigo uma série de implicações econômicas e sociais impactantes. Na maioria das vezes, os estudos concluem que elas são negativas, e vêm moldando o novo capitalismo como uma força destrutiva (SWEEZY, 1994). Suas atividades subjacentes alteram o funcionamento tradicional da economia industrial, com transformações nas sociedades democráticas em diversos campos, como o político, o cultural, o social e, é claro, o econômico.

Este trabalho levanta alguns questionamentos importantes para a economia atual: por que o objetivo histórico das finanças se subverteu, saindo da irrigação da produção de bens e serviços para a canalização em ativos financeiros não produtivos? O que motiva os investidores modernos a buscarem ganhos de curto prazo na volatilidade dos ativos financeiros? Como tais investimentos não produtivos muitas vezes vão de encontro aos objetivos primordiais da economia real, como o

---

<sup>1</sup> Embora existam cada vez mais publicações sobre financeirização em revistas e jornais do *mainstream economics*.

crescimento da renda, distribuição da riqueza, pleno emprego e bem-estar social? Como a financeirização de uma economia pode levá-la a uma profunda desindustrialização? Porque os preceitos neoliberais estão desencadeando crises em maior frequência, e talvez mais profundas?

Serão examinadas algumas respostas para as questões anteriores, seguindo uma linha de raciocínio que permita entender o caminho que muitas economias percorreram até que chegassem aos seus estágios atuais, vale dizer, financeirizadas.

No capítulo 1, busca-se dar uma visão de como a teoria das Finanças evoluiu de certa forma à parte da Ciência Econômica, se incorporando nela posteriormente como um especialidade denominada Economia Financeira, que incitou alterações no comportamento do capitalista ao longo do século XX. O capítulo 2 versa sobre o contexto histórico e o arcabouço que permitiu ao setor financeiro despontar como aquele que intenta liderar o capitalismo moderno. No capítulo 3, são elencadas as principais definições e interpretações sobre financeirização que encontramos na literatura, objetivando seu entendimento. No capítulo 4 são apresentados dados financeiros e econômicos recentes e de especial relevância, que dão uma ideia da grandiosidade do fenômeno. O capítulo 5 apresenta alguns canais de influência que promovem o processo de financeirização, bem como seus principais efeitos danosos nas maiores economias a partir dos anos 1970. Por fim, nas considerações finais, relacionam-se as conclusões e sugestões de atuação na economia e nos mercados, que poderiam minimizar os problemas e promover uma economia novamente produtiva e saudável.

## 1. FINANÇAS, ECONOMIA FINANCEIRA E A ESCOLHA DO CAPITALISTA

Em primeiro lugar, deixa-se claro ao leitor que a evolução das teorias de Finanças, e sua subsequente incorporação pela Ciência Econômica, não estão entre as causas principais da financeirização. O objetivo principal deste capítulo é dar um melhor entendimento sobre as transformações pelas quais passou o capitalista, no que tange à racionalidade de suas motivações e escolhas (decisões) econômicas.

Busca-se traçar um breve histórico dos momentos chaves no desenvolvimento das Finanças, principalmente aquele em que há o encontro com a Economia, em fins do século XIX. Em seguida, por todo século XX, Finanças e Economia se entremearam ainda mais, influenciando-se mutuamente num sistema único econômico-financeiro que se reforça a cada dia.

Segundo Epstein (2015), o *mainstream* da Ciência Econômica geralmente assumia que as movimentações no campo das Finanças não produziam efeito na parte real da economia, sendo seus efeitos pontuais e localizados, não restando, assim, efeitos “macro”. Entretanto, este autor aponta que, mesmo nas décadas de 1920 e 1930, importantes economistas já trabalhavam com hipóteses de que as funções financeiras poderiam, sim, interferir fortemente nas variáveis reais do agregado econômico.

O rápido desenvolvimento teórico e operacional das Finanças a partir da segunda metade do século XX causou grandes transformações no mundo sob diversos aspectos e agiu, sem dúvidas, como um facilitador da financeirização das economias. Hoje, o que se entende como “Finanças Pura” cobre uma série de especialidades, como finanças corporativas, precificação de ativos, teoria de portfólio, gerenciamento de risco, derivativos, finanças internacionais, finanças públicas, finanças pessoais, dentre outras (HENS; RIEGER, 2016).

O ferramental da teoria das Finanças permitiu ao capitalista fazer uma melhor escolha para a destinação de sua riqueza, ou seja, aquela que faria seu capital se reproduzir mais. Afinal, para o detentor da riqueza, muito mais importante que os meios, são os fins, e os fins maiores se resumem na reprodução de seu capital. Ressalte-se, entretanto, que este conhecimento facilitou ao agilizar e embasar suas decisões, inclusive tornando-as mais seguras, porém não é uma das causas primárias da financeirização.

Já a Economia Financeira é considerada um ramo dentro da própria Ciência Econômica, e pressupõe a relação do ferramental das teorias de Finanças e suas variáveis mais importantes com os modelos e variáveis da Economia Tradicional. O enfoque convencional da Economia é nas trocas, em que, via de regra, o dinheiro é um dos itens negociados (versus um bem ou serviço). Na Economia Financeira, o dinheiro (ou o “quase dinheiro”) regularmente aparece em ambas as partes da negociação, e seu *link* com a Economia se deu por meio da microfundamentação das modernas teorias de Finanças<sup>2</sup>, além de incorporar, também, teorias de tomada de decisão (JOVANOVIĆ, 2008).

Da interação entre Finanças e Economia Financeira, tem-se a estratégia de direcionamento da poupança do agente racional, que usa a dualidade risco e retorno de forma a escolher entre um investimento produtivo (ou real) ou uma aplicação em ativo financeiro. Do ponto de vista do poupador, seja investindo ou aplicando, o que lhe convém é o maior retorno dado o nível de risco.

O problema essencial das Finanças é o de analisar o chamado “valor do dinheiro no tempo”. Dado que o mundo vive no arcabouço de economias monetárias, saber o valor do dinheiro no tempo significa determinar o poder de compra do dinheiro a cada momento. A decisão será a de trocar o dinheiro agora pelo dinheiro no futuro, e vice-versa.

---

<sup>2</sup> Para uma melhor compreensão sobre a evolução da Economia Financeira na ciência econômica, ver Jovanovic (2008).

Além do tempo, a incerteza (que leva ao risco), as opções disponíveis (custos de oportunidade), e as informações, também são fatores que frequentemente entram no cálculo financeiro do agente, e o subsidiam em sua tomada de decisão. Em geral, o economista financeiro se debruça sobre estas quatro variáveis para desempenhar seus cálculos, que sempre estão expostos em termos monetários. No mercado financeiro, o agente negocia uma ou mais destas quatro variáveis em forma de ativos financeiros.

Pode-se traçar, de forma resumida, um caminho que permita entender como a questão das finanças ganha grande relevância no campo econômico, vale dizer, da economia real. Isto é proveitoso para o entendimento da financeirização pois, ao longo do tempo, modelos matemáticos e equações das teorias de Finanças passaram a subsidiar as tomadas de decisão dos agentes, tanto no que se refere aos investimentos em ativos reais quanto nas aplicações financeiras.

Embora seja um tema um tanto quanto nebuloso, importantes historiadores das teorias das Finanças afirmam que este campo do conhecimento teve origem e traçou caminhos completamente distintos da teoria econômica. Algumas considerações a seguir, de cunho filosófico e histórico, permitirão refletir brevemente sobre questões que serão importantes mais adiante.

A preocupação com o uso do dinheiro como forma de gerar mais dinheiro a partir somente de si próprio já vem de muitos e muitos séculos. Aristóteles, já no século quarto antes de Cristo, e muito antes dos economistas tradicionais, acreditava ser impossível a vida humana social justa sem o uso do dinheiro, que defende ser fundamental como unidade de comensurabilidade e meio intermediário nas trocas. Entretanto, criticou o acúmulo ilimitado de riqueza, quando desconectado da real necessidade derivada dos gastos do orçamento, ou seja, condenou a prática do enriquecimento monetário. Para Aristóteles, o dinheiro não poderia ser capital, vale dizer, não poderia ser usado como forma de armazenar riqueza (ANTUNES, 2015).

Para o filósofo grego, a moeda deve ser utilizada para permitir a justiça nas trocas, e não para ser acumulada por si só. Então, “a prática do entesouramento e do

empilhamento da riqueza aparece, assim, aos olhos de Aristóteles, como uma prática contrária aos princípios originais da troca e da invenção do próprio dinheiro” (ANTUNES, 2015, p. 94). Aristóteles foi muito além, e já visualizava, lá na antiguidade, a irracionalidade do “comércio de dinheiro por dinheiro, em vista de um ganho chamado juro” (ANTUNES, 2015, p. 95), o qual é, portanto, a própria definição da prática de usura, ato por ele entendido como abominável, e que explicita vícios e desejos vis dos seres humanos. Por óbvio, os limites da época deram a Aristóteles um tom radical em relação ao dinheiro como forma de reserva de valor.

Como visto, o problema central da percepção sobre o que é o dinheiro na sua mais profunda essência, e como ele deve ser utilizado pelas sociedades, é tão antigo quanto a própria história humana, e isso trouxe inúmeras consequências tanto no campo das Finanças quanto no campo da Economia ao longo dos séculos.

Rubinstein (2006) divide a história do pensamento das Finanças em três períodos: período antigo (pré-1950); período clássico (de 1950 a 1980); e período moderno (pós 1980). Pode-se dizer que o encontro entre Economia e Finanças se deu ainda no período antigo, tendo o casamento definitivo ocorrido no período seguinte.

A história conhecida e registrada das Finanças começa com o matemático italiano Fibonacci, que trouxe em sua lendária obra “Liber Abaci”, do ano de 1202, exemplos de problemas envolvendo dinheiro, como o cálculo de lucros de uma sequência de investimentos com retiradas intermediárias, o cálculo do valor futuro e o cálculo do valor presente, além de operações com juros simples e compostos (RUBINSTEIN, 2006).

Já em 1478, o mais antigo livro de aritmética conhecido, com data e impresso, o livro de autoria desconhecida “Aritmética de Treviso”, ampliou o uso dos conceitos colocados em “Liber Abaci”. Nesta época, os grandes investimentos se davam, em geral, na forma de parcerias, por conta de restrições a empréstimos de usura, fortemente reprimidos no período. Também com presença nesta obra e em algumas outras da mesma época, cálculos de anuidades vitalícias eram fundamentais para

equilibrar receitas e despesas de rudimentares sistemas de pensão, os quais já eram conhecidos pelo menos desde os tempos do Império Romano (RUBINSTEIN, 2006).

De um modo geral, o conhecimento sobre finanças no período anterior ao século XIX se desenvolveu de modo a atender às necessidades da ciência atuarial, à aritmética do comércio, e aos investimentos por meio de parcerias (RUBINSTEIN, 2006).

Ao adentrar no século XIX, a humanidade já possuía domínio sobre conceitos fundamentais de Finanças e Matemática Financeira, como o cálculo de juros simples, juros compostos, valor presente, valor futuro, fluxos de pagamento e recebimento, prestações, financiamento, capitalização e noções de *valuation*, permitindo, assim, o cálculo do valor do dinheiro no tempo sob diversas circunstâncias e necessidades práticas. Muito importante, também já possuía alguma compreensão sobre incerteza e risco, além de domínios sobre probabilidade e estatística.

A partir de meados do século XIX, com o acelerado desenvolvimento da sociedade por ações, surgem evidências de que, dentre as diversas possíveis medidas de rentabilidade que já vinham sendo usadas por alguns séculos, é o fluxo de rendimento futuro descontado (fluxo de caixa descontado) que passa a adquirir importância crescente no cálculo capitalista concreto (TOMS, 2010).

Correndo em paralelo nesta mesma época, a Ciência Econômica também acelerava seu desenvolvimento formal. Embora a matemática já ocupasse algum lugar nas teorias econômicas desde o engenheiro e matemático Giovanni Ceva, que publicou seu livro econômico-matemático “De re numária quoad geometrice tractata potest” em 1711, foi de fato no século XIX que a “matematização” da Economia começou pra valer (LIMA, 2001).

Um grupo habilidoso de estudiosos intencionou aplicar na Economia os métodos matemáticos sofisticados da época, os quais já eram usados nas Ciências Físicas de forma altamente frutífera, dentre eles, o cálculo diferencial e integral. Augustin Cournot é geralmente reconhecido como o primeiro economista a aplicar

consistentemente as técnicas matemáticas às teorias econômicas, dando início ao que foi chamado de Economia Matemática. Isto ocorreu em 1838 com a publicação de seu livro “Pesquisas sobre os Princípios Matemáticos da Teoria da Riqueza”, e seria o embrião da “revolução marginalista” (LIMA, 2001; RUBINSTEIN, 2006).

Os neoclássicos então se fundam perante um uso inovador da matemática no pensamento econômico ao fim do século XIX. Uma nova invasão matemática na Economia seria mais uma vez vista anos mais tarde, especialmente nos dez anos entre 1925 e 1935, quando muitos físicos, engenheiros e matemáticos foram atraídos pelos pensamentos econômicos, como Kenneth Arrow e John von Neumann, dentre outros. Após a Segunda Guerra Mundial, a chamada “revolução formalista” trouxe consigo o rigor exigido pelos critérios de cientificidade do positivismo lógico, o que consagrou a Economia Matemática na notoriedade do pensamento desde então (LIMA, 2001).

É possível encontrar, no fundamento de algumas teorias clássicas, certo entendimento sobre noções primitivas de finanças, sobretudo aquelas relacionadas à possível variação do valor do capital no tempo. Podemos trazer a obra de Marx como exemplo, dada a riqueza de detalhes e a revolução gerada por sua teoria de valor econômico. Sempre bom lembrar, o próprio conceito de “capital” não é assunto pacificado no debate econômico desde sua fundação (FELIPINI, 2018).

Em meados do século XIX, Marx conseguia distinguir diferentes tipos de capital nas economias e, dentre eles, estava o que chamou de “capital fictício”. Este tipo de capital, em particular, é importante no presente estudo, pois é a ponte que liga a teoria marxista ao mundo financeiro. A seguir, uma breve explanação do que Marx depreendia deste tipo particular de capital<sup>3</sup>.

É comum na literatura marxista identificar o capital fictício quanto à separação, em maior ou menor grau, do valor de um ativo não real em relação ao valor de um ativo real subjacente ao primeiro. De modo geral, é usado para representar ativos

---

<sup>3</sup> Assim como muitos dos pensamentos de Marx, a interpretação sobre seu “capital fictício” é amplamente sujeita a controvérsias na literatura econômica.

financeiros. Por esta corrente, o capital fictício seria, então, aquela parte do capital financeiro ou monetário que excede, em valor, a representação dos ativos reais aos quais está ligado. Para algumas interpretações ainda mais restritas, o capital fictício é todo capital não real, ou seja, todo ativo financeiro seria capital fictício (PALLUDETO, 2018).

Embora esta interpretação seja amplamente difundida, não é a interpretação considerada neste texto. Aqui interpreta-se o capital fictício como um desdobramento do entendimento de Marx em relação ao “capital portador de juros”.

O capital portador de juros foi descrito por Marx como o dinheiro como capital em potencial, que dá ao seu detentor a possibilidade de um fluxo de renda futura, onde estão contidos o próprio montante original do capital, acrescido dos juros. Assim, o proprietário do dinheiro define-o como capital com o intuito de reproduzi-lo. Em seguida, colocando o capital à disposição de outrem, reproduz o dinheiro somente por ele mesmo, ou seja, a mais valia surge sem capital produtivo ou comercial (surge por D-D’ nos termos de Marx). Logo, se um montante inicial de capital pode dar origem a um fluxo de rendas futuras acrescido de juros, o mesmo fluxo de rendas futuras deve equivaler ao mesmo montante inicial de capital, mesmo que ele seja fictício (PALLUDETO, 2018; LAPAVITSAS, 2011).

Assim, a partir do capital portador de juros tem-se, no sentido temporal contrário, a origem do capital fictício. Então, “toda soma de dinheiro, enquanto capital, potencialmente produz uma renda, e toda renda pode se apresentar como fruto de uma soma de dinheiro inicial, enquanto capital” (PALLUDETO, 2018, p. 7). Por conseguinte, o capital fictício de Marx tem sua formação na “conversão de um fluxo de renda futura em um valor capital no presente” (PALLUDETO, 2018, p. 8). Segundo Palludeto (2018, p. 8),

Pode-se definir o capital fictício, de forma geral, como direitos contratuais transacionáveis sobre um fluxo de renda futuro, e destacar três atributos que

perfazem sua constituição: a renda futura, os mercados secundários e a inexistência real<sup>4</sup>.

Usando uma empresa como exemplo, seus proprietários detém os direitos contratuais sobre a mesma pois, oficialmente, ela está registrada em seus nomes, lhes dando o direito de transacioná-la em mercados secundários, onde se dá a precificação da empresa pelos demais capitalistas. Ao colocar a empresa à venda, o que se oferece, na verdade, é um fluxo de renda futura, originado dos ativos da empresa, tanto os tangíveis quanto os intangíveis. Este fluxo é “o elemento que assume a condição de mercadoria-capital” (PALLUDETO, 2018, p. 8), e que constitui o capital fictício (“valor presente”, nos termos das finanças).

Palludeto (2018) e Lapavitsas (2011) lembram que Rudolf Hilferding seguiu as mesmas conclusões marxistas em sua clássica obra “O Capital Financeiro” de 1910, identificando uma nova classe de lucros para o capitalista com a consolidação dos sistemas financeiros.

Portanto, “capital fictício [...] é tudo que não é capital, não foi capital e não será capital, mas funciona como tal. Funciona dessa forma devido ao princípio de capitalização<sup>5</sup>” (PALLUDETO, 2018 apud PAULANI, 2014, p. 791).

Assim, o capital fictício não deve, obrigatoriamente, guardar relação direta com o capital real ao qual está ligado, pois sua formação se dá por meio de uma expectativa de fluxos de renda futuros, que podem ou não ocorrer, e que são precificados pelos participantes do mercado ao qual o capital fictício está inserido (LAPAVITSAS, 2011). A partir deste raciocínio, entende-se que a competição capitalista se dá exatamente na busca dos melhores e mais rentáveis fluxos de renda futuros, não importando qual seja a forma de capital original. É por isso que o capital

---

<sup>4</sup> Ou seja, por definição, não pode ser um ativo real de fato. Marx define capital real como “capital-mercadoria” e “capital produtivo”.

<sup>5</sup> Em geral, os métodos de finanças adotam os termos “capitalização” e “desconto”. Capitalização é a composição dos valores futuros levando em consideração uma dada “taxa de juros” ou “taxa de capitalização”. Já o desconto, é a composição de valores atuais trazendo valores futuros ao período presente por uma dada “taxa de desconto”, processo este conhecido como “descontar os fluxos futuros”.

fictício tem relevante autonomia em relação ao seu valor, não tendo relação direta com o valor de quaisquer ativos reais que sejam a ele subjacentes.

Tanto ações de empresas quanto títulos de dívida pública são capital fictício, e não se deve atribuir grau de mais ou menos fictício dentre eles, pois ambos “são simples direitos sobre rendimento e ambos se definem, enquanto valor-capital, pela capitalização de um fluxo de rendimentos futuros” (PALLUDETO, 2018, p. 11).

Por fim, ressalte-se o alerta de Palludeto (2018) sobre as operações de empréstimo em Marx. Tais operações de crédito, em geral, não tomam forma de capital fictício, pois surgem diretamente do capital portador de juros. Não se transformam em capital fictício pois só atendem à primeira condição, qual seja, a de se associar a uma renda futura, mas podem se aproximar do capital fictício conforme são colocadas à venda em mercados secundários, o que modernamente é conhecido como “securitização”. Logo, o capital portador de juros habita o mercado de crédito, enquanto o capital fictício habita o mercado de capitais.

Então, “o processo de valorização no capital fictício [e também no portador de juros] (D-D´) aparenta não ser mediado pelo processo produtivo, e o capital aparece como fonte de sua própria capacidade de expansão, valor que se valoriza” (PALLUDETO, 2018, p. 11; LAPAVITSAS, 2011).

A partir da explicação anterior, e para um melhor entendimento, podemos fazer um *link* com variáveis presentes na contabilidade empresarial moderna. Na ciência contábil, existe a figura do *goodwill*, um ativo intangível não-identificável que representa “o valor pago excedente ao valor de mercado dos ativos e passivos identificáveis da empresa” (MARTINS et al., 2010, p. 3). Ou seja, o *goodwill* representa o valor que é pago (ou tem potencial de ser pago) pelo conjunto da empresa como um todo menos o valor de mercado de seu patrimônio líquido, entendendo-se que a empresa é um organismo que não somente possui máquinas, equipamentos e terrenos que podem ser recomprados, mas que também possui um valor adicional por conta de outros ativos, como pessoal, *market share*, *know-how*, dentre muitos outros, e que esta sinergia entre todos os ativos possui também um valor adicional. Em suma, “o *goodwill* pode ser considerado como resíduo existente entre a soma dos itens

patrimoniais mensurados individualmente e o valor global da empresa” (MARTINS et al., 2010, p. 4)

Desta forma, o capital fictício de Marx incorpora sutilmente em sua ideia o moderno conceito contábil de *goodwill*, fazendo com que este tipo de capital leve em consideração não somente o capital real (ativos fixos, nos termos da contabilidade), mas também uma gama de outros fatores mais ou menos subjetivos, que fazem com que o capital fictício não tenha que guardar, obrigatoriamente, paridade de valor com quaisquer capitais reais a que esteja ligado. Na verdade, o *goodwill* pode surgir independentemente do método que se use na precificação da empresa, bastando para isso, simplesmente, que o valor de mercado exceda o somatório dos valores do seu patrimônio.

Como frequentemente ocorre na evolução das ciências, estudiosos de escolas diferentes muitas vezes chegam a conclusões iguais ou semelhantes percorrendo caminhos distintos. Neste sentido, Fisher chega a resultados similares aos de Marx sobre a formação do valor de seu capital fictício, porém percorrendo o caminho dos neoclássicos: “Capital, no sentido de capital-valor, é simplesmente a renda futura descontada ou, em outras palavras, capitalizada” (FISHER, 1930, p. 12). Para Fisher, o valor do capital gerador do fluxo de renda não definiria a renda em si, mas ao contrário, sendo as rendas futuras descontadas no tempo que definiriam o valor do capital.

Embora o cálculo do valor presente já fosse conhecido, e tenha sido usado por muitos séculos antes, Fisher é geralmente citado como o primeiro a documentar seu uso quando da avaliação comparativa de quaisquer projetos de capital concorrentes entre si, em seu livro “A Taxa de Juros”, de 1907. Em seu trabalho, “usando um argumento de arbitragem, ele comparou fluxos de caixa de um projeto com fluxos de caixa de uma carteira de títulos construída para coincidir com aquele projeto” (RUBINSTEIN, 2006, p. 7).

Nas palavras de Rubinstein (2006, p. 55),

Fisher desenvolve o primeiro modelo de equilíbrio formal de uma economia contendo escolha intertemporal e produção simultaneamente. Ao fazer isso,

de uma só vez, ele não apenas deriva cálculos de valor presente como um resultado econômico natural no cálculo da riqueza, como também justifica a maximização do valor presente como o objetivo de produção, e deriva determinantes das taxas de juros que são usadas para calcular o valor presente.

De fato, as publicações de Fisher na transição entre os séculos XIX e XX são consideradas os trabalhos seminais para a maior parte da teoria financeira de investimentos que se desenvolveu por todo século XX<sup>6</sup>. A maioria dos trabalhos sobre teoria financeira de investimentos após Fisher usou o núcleo de suas ideias como ponto de partida e, desta forma, aperfeiçoando-as, inclusive adicionando componentes relacionados à incerteza e outros instrumentos financeiros mais avançados que viriam a surgir (RUBINSTEIN, 2006; WESTON, 1994).

A fórmula do valor presente das rendas futuras de Fisher passou a ser usada tanto para precificação de investimentos reais quanto para precificação de ativos financeiros, como os títulos de dívida e as ações. Sua formulação era o embrião do modelo CAPM, que seria criado anos mais tarde. Apesar disso, o uso do valor presente na avaliação de projetos no orçamento de capital das empresas só foi popularizado significativamente a partir do livro “Orçamento de Capital” de Joel Dean, em 1951 (RUBINSTEIN, 2006).

Segundo Fisher, “a ponte ou ligação entre renda e capital é a taxa de juros. Podemos definir a taxa de juros como o prêmio percentual pago sobre um dinheiro em determinada data em termos do dinheiro que estará em mãos um ano depois” (FISHER, 1930, p. 13).

Fisher também é o primeiro economista a fazer uma clara distinção entre taxa de juros nominal e real, sendo a nominal a que define obrigações contratuais, enquanto que a real representa o ganho em aumento de poder de compra de fato, e a diferença entre as duas correspondendo à taxa de inflação. Apesar de a relação matemática entre taxas de juros nominais, reais e de inflação já existirem anteriormente a Fisher, seu êxito foi o de explicitar o conceito por meio de uma fórmula

---

<sup>6</sup> Para uma análise exaustiva da evolução das teorias financeiras e de investimentos ao longo da história, sugerimos a leitura de Rubinstein (2006).

matemática própria, que ficou conhecida como “equação de Fisher”, a qual foi usada em profusão nos cálculos financeiros desde então, além de passar ser também amplamente usada em Economia.

A inflação tem elevado destaque nas obras de Fisher. Em seu tempo, de modo geral, as pessoas não tinham uma clara percepção de sua existência e, assim, não consideravam o valor do dinheiro no tempo, sofrendo do que Fisher chamou de “ilusão monetária”. Entretanto, como sabemos, a inflação é uma variável central na matemática financeira, pois o que se busca, via de regra, é determinar o valor do capital em momentos distintos no tempo, e este valor só faz sentido se levamos em consideração o poder de compra do dinheiro a cada momento.

Além da questão inflacionária, de grande relevância é a “escolha intertemporal” de Fisher, que leva em conta questões psicológicas dos indivíduos. Para ele, via de regra, as pessoas preferem ter dinheiro hoje do que no futuro, dada a situação de impaciência e imprevisibilidade. Porém, existem também as que preferem o contrário. A partir daí, Fisher conclui que a taxa de juros não é ditada pela interação entre oferta e demanda por capital (que ele considera um efeito, e não a causa primária), mas sim pela oferta e demanda por renda futura (FISHER, 1930).

Também muito importante na teoria de Fisher é o rol de oportunidades de investimento que o detentor de riqueza possui. Este investimento pode ser tanto em bens de capital quanto em aplicações financeiras, sendo que, o que realmente importa, é que o caminho escolhido para a destinação do capital seja aquele que lhe fornece o maior valor presente. A escolha se dá na taxa de retorno do investimento real quando comparada a taxa de juros do mercado, sendo aquela que remunera a aplicação financeira. Incluindo o componente de incerteza e risco nas decisões dos diversos agentes (bem como outros fatores), Fisher deduz que não existe uma taxa de juros na economia, mas sim uma grande variedade delas (FISHER, 1930).

O “teorema da separação de Fisher” começa então a ditar as regras da seleção dos investimentos, e a decisão de produção nas empresas passa a ser função da maximização do valor presente dos possíveis fluxos futuros, minimizando preferências e direcionamentos dos acionistas nestas questões. Além disso, separava as decisões de financiamento e produção da empresa, as quais modernamente referenciamos

como estrutura de capital e orçamento de capital, respectivamente. Em síntese, o objetivo soberano de toda empresa é a maximização de seu valor presente e, com este propósito, a empresa determina suas decisões de investimento (RUBINSTEIN, 2006).

Hoje, sabe-se que as ideias de Fisher influenciaram não somente a alocação de capital das empresas, mas também de qualquer indivíduo dotado de capital para investir. Porém, embora as teorias de Fisher tenham sido um marco abrangente no desenvolvimento das teorias financeiras no escopo da Economia, restou a estudiosos subsequentes a explicação de

uma ampla variedade de fenômenos econômicos, como seguros, o uso de dívida e patrimônio líquido, a demanda por liquidez, o uso de carteiras diversificadas e a extrema diversidade de tipos de títulos com retornos diferentes, todos os quais dependentes em grande parte da incerteza para sua existência (RUBINSTEIN, 2006, p. 63).

Estas lacunas na teoria das Finanças, e também na Economia, foram preenchidas por mentes brilhantes que se seguiram a Fisher por todo o século XX, quase sempre englobando muita matemática, probabilidade e estatística.

Em 1921, a publicação do livro "*Risk, Uncertainty and Profit*" de Frank Knight colocou o entendimento sobre incerteza e risco num novo patamar. Knight consegue fazer uma distinção clara entre estas duas concepções. Para ele, o risco poderia ser mensurado por meio de cálculos probabilísticos, enquanto que a incerteza não.

Como não poderia deixar de ser, Keynes também deu expressiva contribuição ao desenvolvimento das Finanças. Sua teoria da "preferência pela liquidez" surge como uma resposta dos indivíduos ao aumento do grau de incerteza quanto ao futuro. Quanto mais incertezas as pessoas experimentam, mais risco percebem, e então buscam transferir sua riqueza cada vez mais para ativos mais líquidos, mesmo que a rentabilidade caia. Desta forma, as taxas de rentabilidade dos ativos precisam ter um componente que remunere crescentemente a iliquidez dos investimentos (KEYNES, 1936; RUBINSTEIN; 2006).

Além disso, Keynes descreve, de forma crítica, a racionalidade por trás dos agentes do mercado, em especial o de ações. Para ele, os operadores do mercado teriam se tornado majoritariamente especuladores (já bem antes de Keynes, diga-se de passagem), migrando de investimentos de longo prazo (baseados em fundamentos de valor via dados econômico-financeiros) para aplicações de curto prazo, tentando antever e captar os movimentos de ruído da volatilidade dos ativos (KEYNES, 1936; RUBINSTEIN; 2006). Tal forma de operar o mercado abarcaria na Economia Financeira ampla fundamentação em Econometria, e seria amplamente aceita como legítima nos próximos anos, tanto pelos financistas quanto pelos próprios economistas.

Por meio de sua macroeconomia embrionária, Keynes (1930) conseguiu fazer a perfeita distinção do que definiu como esfera industrial (ou produtiva) e esfera financeira. Como ele já argumentava em sua teoria da preferência especulativa pela liquidez dos agentes, parte da canalização monetária migrará da esfera produtiva para a financeira, caso lhe seja mais vantajosa. De fato, foi um dos primeiros economistas a compreender que reverberações no campo financeiro poderiam sim gerar fortes reações no campo econômico.

Com sua teoria do investimento (apresentada na “Teoria Geral”), Keynes consegue dar um importante passo na descrição do íntimo relacionamento entre o comportamento flutuante do investimento (o produtivo) e variáveis que são determinadas nos mercados financeiros, sendo que, para Keynes, a chave estaria na taxa de juros (MINSKY, 1975), tal como Fisher identificara.

Outro marco no desenvolvimento da avaliação de investimentos foi o livro “*Theory of Investment Value*” de John Burr Willians, publicado em 1938. Ele foi um dos pioneiros na avaliação dos preços das ações como contendo um “valor intrínseco”, que seria formado pelo desconto de seus dividendos, sob condições de certeza. Harry M. Markowitz posteriormente reconheceu que sua teoria foi em muito inspirada na obra de Willians e, além disso, seu livro também contém o que provavelmente seja a primeira apresentação daquilo que mais tarde seria conhecido como “princípio da irrelevância da estrutura de capital”, de Modigliani e Miller.

Entretanto, Willians entendeu errado a questão do risco, alegando que o prêmio pelo risco nas taxas de retorno deveria ser zero (RUBINSTEIN, 2006).

A partir dos anos de 1950, as teorias de Finanças avançam rapidamente, incluindo um nível de complexidade lógica e matemática nunca visto. Alguns trabalhos neste período ganham grande destaque acadêmico e causam verdadeiras revoluções, tanto nas Finanças quanto na Ciência Econômica, rendendo também muitos Prêmios Nobel. A esta altura, Finanças e Economia estavam, nos níveis acadêmicos mais altos, intimamente relacionadas por meio da Economia Financeira. As teorias financeiras passaram a ser muito bem microfundamentadas, como requisito para que fizessem parte do arcabouço da Economia e, por outro lado, uma vez que faziam parte, passavam a influenciar fortemente as teorias econômicas tradicionais. Estes novos conhecimentos, de alto nível de formalização matemática, criaram as bases teóricas sob as quais se apoiaram os agentes catalisadores da financeirização alguns anos depois.

Merecem destaque a “Teoria da Estrutura de Capital” de Modigliani e Miller, a “Teoria de Seleção de Portfólio” de Markowitz, o “Modelo de Precificação de Ativos de Capital” (em inglês, CAPM) de Sharpe e Lintner, e o CAPM sem ativo “*risk-free*” de Black, a “Teoria de Precificação por Arbitragem” (em inglês, ATP) de Ross, os “Modelos de Precificação de Opções” de Black e Scholes, Cox, Ross e Rubinstein, e de Merton, a “Hipótese do Mercado Eficiente” de Fama, além de outros trabalhos nas áreas de decisões de investimentos e *valuation*, estrutura de capital, teorias sobre risco e retorno, derivativos financeiros, *takeover* e gestão corporativa, teoria dos jogos, teorias de informação, fusões e aquisições, teorias sobre crises financeiras, gestão de ativos sob risco e, mais recentemente, as finanças comportamentais (WESTON, 1994; SAITO; SAVOIA; FAMÁ, 2006).

A pequena lista anterior é somente ilustrativa, pois a enorme extensão da literatura financeira, com toda a sua complexidade, não é escopo deste trabalho. O que se pretende neste capítulo é somente dar algum nível de conhecimento em relação ao período temporal onde as atividades no campo financeiro começam a influenciar com relevância a atividade econômica, bem como o próprio pensamento econômico.

Muitos autores tratam a década de 1950 como o momento em que ideias e teorias oriundas das Finanças invadem definitivamente o campo de estudo da Ciência Econômica. Palley (2007) alega que os estudos de Arrow e Debreu a partir de 1954 buscaram dar formalidade teórica no argumento de que a expansão dos mercados financeiros aumenta a eficiência econômica, pois

a expansão do escopo dos mercados financeiros e a gama de ativos financeiros aumenta a eficiência ao expandir os estados da natureza abrangidos por instrumentos financeiros. Isso permite que os mercados avaliem melhor os resultados econômicos futuros, melhorando a alocação ex-ante de recursos em condições econômicas contingentes no futuro, e ajuda os agentes a montar portfólios que proporcionem melhores retornos e cobertura de risco (PALLEY, 2007, p. 5).

O autor ainda sustenta que o movimento especulativo não seria problemático para os defensores do desregramento financeiro pois, conforme Milton Friedman teria arguido em seu livro *“Essays in Positive Economics”* de 1953, os preços são definidos no mercado de acordo com a teoria fundamental econômica, e isto valeria também no caso dos ativos financeiros. Logo, quando os preços dos ativos se movem para longe do preço justo (baseado em fundamentos econômicos), surgem oportunidades de arbitragem por compra ou venda, que rapidamente trazem o preço de volta à sua “cotação correta” (PALLEY, 2007; FRIEDMAN, 1953).

Eugene Fama foi outro economista vigoroso na defesa da liberalidade nos mercados financeiros. Seus resultados formam um dos pilares dos avanços nas teorias de Finanças e Economia Financeira, sobretudo em relação à sua “Hipótese do Mercado Eficiente”, proposta em 1970. Seus trabalhos buscam demonstrar que os mercados financeiros são eficientes em relação à informação, dado que os preços sempre refletem o conjunto de todas as informações que afetam o ativo, com o ajuste se dando de forma mais ou menos rápida a depender da situação das informações (FAMA, 1970).

Desta forma, reduz-se as chances de qualquer agente isoladamente conseguir ganhos constantes acima da média de mercado. Os preços seguiriam um caminho aleatório, totalmente imprevisível a qualquer investidor, e nele sempre estará

representado o valor do ativo, sob quaisquer circunstâncias. Logo, considera que o preço e o valor (justo) “andem juntos”, embora aceite que tais variáveis possam “descolar” uma da outra momentaneamente, nos períodos de ineficiência do mercado.

Em tais períodos, a arbitragem de um grupo de agentes seria suficiente para trazer o preço para andar junto novamente com o valor fundamental (FAMA, 1970). Assim, uma gestão passiva da carteira de investimentos seria preferível a uma gestão ativa, pois reduziria os custos para se obter os mesmos resultados.

Os trabalhos de Friedman e Fama sustentam a tese da irrelevância dos investidores irracionais na formação dos preços de mercado. Segundo os autores, tais investidores têm suas interferências nos preços anuladas pelos arbitradores que estão baseados em valor fundamental, atuando na outra ponta da operação, não permitindo, portanto, que o preço de mercado descole do “preço justo” por muito tempo. Além do mais, os especuladores tenderiam a sair do mercado em pouco tempo, já que estariam repetidamente perdendo dinheiro para os investidores fundamentalistas.

Para os autores, os especuladores só poderiam desestabilizar os preços do mercado de seu “valor justo” se mantivessem por muito tempo operações em que compram “na alta” e “vendem na baixa”, o que os faria perder dinheiro consistentemente. Em suma, partindo destas hipóteses, os especuladores de curto prazo não poderiam desestabilizar os preços de mercado e, mesmo que consigam, não seria por muito tempo (DE LONG et al., 1990).

Apesar disso, De Long et al. (1990) e Palley (2007) argumentam que especuladores neutros ao risco, e que operam nas volatilidades de curto prazo, podem causar ineficiências num mercado de agentes avessos ao risco. Hoje, inúmeros estudos empíricos parecem demonstrar que tais estados de ineficiência de mercado podem subsistir por longos períodos.

Tais ineficiências também ocorreriam por conta do que Keynes chamou de “psicologia de massas do mercado”, e que opera essencialmente no curto prazo. O especulador (nos termos de Keynes) não deseja que o preço do ativo se mova em direção à “sua verdade”, mas que se mova em direção ao que ele acredita ser a “convenção de mercado”, pois nela colocou suas apostas (KEYNES, 1936). Palley

(2007) lembra que este comportamento foi previsto na “Teoria das Expectativas Racionais”, onde agentes sábios podem identificar movimentos erráticos antecipadamente e, mesmo assim, podem preferir surfar nas bolhas do mercado. Teorias modernas de Economia Comportamental também buscam estudar estes fenômenos.

Logo, mesmo supondo que o investidor esteja correto em sua análise do “valor justo”, ainda assim só terá incentivos a vender tal papel quando perceber que o sentimento geral do mercado está mudando, e que a cotação da ação apresenta um vislumbre de queda. Muitas técnicas são utilizadas no mercado financeiro para definir o *timing* das operações. As análises gráficas são um exemplo e, em sua forma original, não assumem nenhum tipo de *input* que não seja as de grafismo. Keynes (1936) passou a chamar este agente não mais de investidor (“profissional”, como Keynes o chamava), mas sim de especulador.

Assim como a assimetria de informação, outra fonte de ruídos nos mercados financeiros é a chamada “racionalidade limitada”, prevista inicialmente pelo economista Herbert Simon, segundo a qual “o indivíduo é limitado em apurar e interpretar informações ao tomar decisões e, como desdobramento desse princípio, o autor acreditava que o indivíduo não conseguia maximizar seus objetivos” (STEINGRABER; FERNANDEZ, 2013). De fato, no mundo atual, a quantidade de variáveis que afetam a todo instante cada ativo financeiro é enorme.

Não se espera que a racionalidade substantiva dos neoclássicos seja aplicada de modo a defender a eficiência de um mercado tão caótico quanto o mercado de capitais. Assim, para muitos economistas, aumentar o número de agentes e o volume de negócios é uma forma de melhorar os resultados e a eficiência dos mercados financeiros pois, com o aumento da liquidez, os preços ficam menos sujeitos a manipulações unilaterais e perturbações aleatórias, tornando-se mais estáveis no médio e longo prazos (PALLEY, 2007).

Com efeito, o mercado financeiro pode se tornar ineficiente na medida em que temos um grande número de especuladores buscando resultados na volatilidade de ruído, quando comparados aos investidores baseados em fundamentos e “valor real”.

A aplicação nos ativos se torna então tal qual uma aposta, e daí se começa a perder as vantagens sociais que o mercado de capitais deveria gerar, em teoria.

Este uso do mercado de capitais como um “jogo de apostas” consome recursos econômicos valiosos, sem com isto gerar riqueza nova nenhuma em contrapartida (PALLEY, 2007). No final das contas, o investidor de longo prazo, o que busca ações que julga realmente valerem tal quantia de dinheiro, fica prejudicado, e acaba por correr mais risco que o próprio especulador de curto prazo (KEYNES, 1936).

Porém, apesar de muitas críticas da academia, o paradigma que reina soberano nos últimos 40 anos ou mais é o da desregulamentação total e expansão dos mercados financeiros, tal qual a teoria ortodoxa preconiza, alegando que, desta forma, se consegue o melhor dos caminhos para se chegar num profuso estado de bem-estar social (PALLEY, 2007).

Minsky (1994) adverte sobre o quão complexa se tornou a economia moderna, a qual chamou de “economia capitalista financeiramente sofisticada”, possuindo “dois níveis de preços<sup>7</sup>, um complexo de instituições financeiras, e múltiplas ligações entre mercados financeiros, de trabalho, de produtos, e dos fluxos de renda” (MINSKY, 1994, p. 22). Com tal complexidade, o ótimo de mercado preconizado pela mão invisível de Adam Smith restaria invalidado (MINSKY, 1994).

Faz muito tempo que ilustres economistas acendem o alerta para a questão da interferência financeira no campo econômico. Hoje, sabe-se que a dinâmica das atividades financeiras não só influencia a atividade econômica como, ao que parece, vem ditando as regras de seu funcionamento, já que é por meio do seu ferramental que o capital define sua destinação.

Em outras palavras, para o capitalista, detentor da riqueza pronta a ser reinvestida, não importa o veículo que leve seu capital de um ponto inicial a outro final, desde que o resultado final apresente aumento de seu patrimônio. Tampouco importa se o investimento será de fato em atividade produtiva real, ou em aplicações no mercado financeiro, só importando que saia mais rico ao final do processo. Seu capital

---

<sup>7</sup> Um sendo um índice de preços da produção ao consumidor e o outro como um nível de preços de ativos financeiros (MINSKY, 1994)

pode agora transitar quase que livremente entre os capitais produtivos, os comerciais, os portadores de juros e os fictícios, e usar do que lhe for mais conveniente para se reproduzir. Esta é a principal escolha que o capitalista deve fazer.

Palludeto (2018, p. 15) explica com elegância a mudança que passou a ocorrer com a interseção crescente entre os mundos financeiro e econômico:

Nesse contexto, o capital fictício impõe uma mudança na forma de gestão da riqueza capitalista. A diversidade concreta, qualitativa, entre as várias atividades econômicas se converte, efetivamente, nos mercados financeiros, por meio do capital fictício, em simples diversidade quantitativa nos preços dos títulos.

Aplicando os conhecimentos da matemática na Economia, os capitalistas puderam ter melhores ferramentas que lhes permitiam fazer as escolhas maximizadoras no direcionamento do capital, as quais lhes ofereceriam maiores rentabilidades. Entre tais técnicas, além da matemática de base e do cálculo infinitesimal, estavam a matemática financeira, a matemática avançada, a probabilidade e a estatística.

Na esteira das evoluções no campo das Finanças, o cálculo capitalista seguiu o seguinte roteiro:

Comparação lucro-juros, uma vez que o capitalista tem a possibilidade de investir os recursos na produção ou de auferir um rendimento sob a forma de juros. Já com o desenvolvimento do capital fictício, o cálculo capitalista passa a responder à possibilidade de que o fluxo de rendimento esperado de qualquer empreendimento seja capitalizado, trazido a valor presente e liquidado no mercado financeiro (PALLUDETO, 2018, p. 12).

Ainda de acordo com Palludeto (2018, p. 13), esta escolha do capitalista “orienta potencialmente toda a alocação do trabalho social”, e isto então promove profundas alterações em variáveis da economia real, conforme será visto nos próximos capítulos.

## 2. LIBERALIZAÇÃO, ENDIVIDAMENTO E CRISES

Este capítulo objetiva contextualizar com os principais acontecimentos no mundo capitalista desenvolvido no último terço do século XX, os quais sustentaram a emergência da financeirização. Epstein (2005) assim afirma:

Em algum momento de meados da década de 1970 ou início de 1980, mudanças estruturais de proporções dramáticas ocorreram em vários países, o que levou a aumentos significativos nas transações financeiras, taxas de juros reais, a lucratividade das empresas financeiras e as participações na renda nacional acumulada dos titulares de ativos financeiros. Este conjunto de fenômenos reflete o processo de financeirização da economia mundial (EPSTEIN, 2005, p. 4).

A financeirização conduziu o capitalismo a um novo regime de acumulação com dominância da valorização financeira (CHESNAIS, 1997; VAN DER ZWAN, 2014). Ao hipertrofiar a esfera financeira, transformou as estruturas dos sistemas econômicos, tanto a nível macro quanto a nível micro (PALLEY, 2007).

Muitos autores associam a financeirização ao movimento econômico neoliberal, havendo discordância sobre quem causa o que, ou seja, se o neoliberalismo acaba por gerar a financeirização como sua consequência, ou se o neoliberalismo deriva de práticas primordiais de financeirização de uma economia<sup>8</sup>.

O fato é que o fenômeno surge e se levanta juntamente com o neoliberalismo e a globalização em fins dos anos de 1970, se acentuando na década seguinte com a chegada de Ronald Reagan, Margaret Thatcher e Helmut Kohl nos EUA, Reino Unido e Alemanha, respectivamente, onde se torna marcante a mudança abrupta nas políticas monetárias a partir de então (SAWYER, 2013; STOCKHAMMER, 2008; EPSTEIN, 2005).

Com o desregramento acelerado no pós *Bretton Woods*, o capital se transfigurou velozmente para um capital financeiro, sem correspondência no lado real das economias. Muito daquela riqueza não se lastreava concretamente, e isto trouxe

---

<sup>8</sup> Para maiores detalhes desta discussão, ver Sawyer (2016).

grande parte dos problemas que o capitalismo enfrenta reiteradamente nas últimas quatro décadas.

O Consenso de Washington, de 1989, marcou a fortaleza sobre a qual se debruçava a artilharia neoliberal e todos os seus preceitos para o resto do mundo, impondo as condicionalidades a serem seguidas pelos países que desejassem obter recursos do FMI, BIRD e Banco Mundial.

Gentil (2020, p. 2) reforça que “é preciso identificar esse processo [da financeirização] como parte integrante do aprofundamento da dinâmica neoliberal”. Segundo a autora, dentre as políticas neoliberais de apoio à financeirização, estão a “desregulamentação dos fluxos de capital externo, taxas de juros elevadas e austeridade fiscal” (GENTIL, 2020, p. 4).

Uma questão importante no estudo da financeirização é interpretar as suas possíveis causas. Uma linha de pensamento é a que coloca no afrouxamento das regulamentações do setor financeiro (entendido aqui como tendo ocorrido de forma proposital) o canal por onde o fenômeno pôde se desenvolver. Há uma outra linha de interpretação que aponta para os problemas estruturais da economia real (produção de bens e serviços e o comércio) como o ponto de partida para o avanço da financeirização (EPSTEIN, 2015).

Stockhammer (2008) fundamenta seu argumento na alegação de que mudanças no sistema financeiro afetaram os componentes da demanda agregada. O autor utiliza fatos estilizados para identificação de uma economia financeirizada:

A desregulamentação do setor financeiro e a proliferação de novos instrumentos financeiros, a liberalização de fluxos internacionais de capital e crescente instabilidade nos mercados de taxas de câmbio, uma mudança para sistemas financeiros baseados no mercado, o surgimento de investidores institucionais como grandes jogadores nos mercados financeiros e nos mercados de ativos de alta (e baixa), orientação para o valor do acionista e mudanças na governança corporativa (de negócios não financeiros), maior acesso a crédito por grupos anteriormente sem bancos ou mudanças no nível das taxas de juros (reais) (STOCKHAMMER, 2008, p. 184).

A exacerbação dos métodos, culturas e operacionalidades trazidas pela financeirização das últimas décadas está tornando o capitalismo cada vez mais frágil e instável, com seus momentos de expansão e crise cada vez mais frequentes e impactantes (STOCKHAMMER, 2012). Pode-se dizer que uma crise financeira existe quando os setores produtivos e financeiros de um país apresentam elevado grau de endividamento e inadimplência, com empresas experimentando dificuldades na quitação de seus contratos (VALENCIA; LAEVEN, 2008).

Há uma crescente no número de crises econômicas mundiais da década de 1980 em diante, chegando ao ponto que não se consegue mais distinguir onde e quando termina uma crise e, respectivamente, onde e quando começa a próxima. Elas vêm trazendo danos a uma parcela gigantesca de pessoas ao redor do planeta, por conta de redução da produção e do emprego (EPSTEIN, 2005; SAWYER, 2016). Entretanto, como sugere Epstein (2005), alguns grupos específicos se beneficiam das crises, enquanto a maior parte da população é quem paga a conta.

É possível citar inúmeras crises que ocorreram no mundo nos últimos 40 anos: as crises das dívidas dos países latino-americanos durante a década de 1980, a bolha imobiliária e de ações no Japão a partir de 1985, a “segunda-feira negra” iniciada nos EUA em 1987, a crise mexicana da euforia de investimentos de 1994, a crise das bolhas de crédito dos “tigres asiáticos” em 1997, a crise do rublo na Rússia em 1998, a crise do câmbio no Brasil em 1999, a crise da bolha das empresas “ponto com” no ano 2000 nos EUA, a crise da Argentina em 2001/2002, a crise do *subprime* americano em 2008, e a crise das dívidas dos países europeus a partir de 2009/2010 na Grécia, que se alastrou em seguida por vários outros da Comunidade Europeia, como Portugal, Espanha, Irlanda e Itália. Esta pequena lista está longe de esgotar as dezenas de crises que o mundo desenvolvido sofreu nas últimas quatro décadas.

Em um planeta amplamente globalizado, a financeirização – também globalizada – cria condições para que crises locais se alastrem e se amplifiquem mundo afora, como numa reverberação que retroalimenta a própria crise. A crise do *subprime* nos EUA em 2008 se iniciou no mercado imobiliário americano com excesso de renegociações de títulos de dívida imobiliária podres, se alastrou para todos os setores econômicos ainda dentro dos EUA e, de lá, para toda a economia mundial,

deixando um rastro de destruição econômica e de empobrecimento que levaria alguns anos para ser consertada.

Tanto o problema que gerou a crise localmente nos EUA, quanto sua disseminação e amplificação pelo mundo, só foram possíveis pela situação de financeirização ampliada que existe hoje em muitas das principais economias do planeta, que se encontram profundamente entrelaçadas e interdependentes umas das outras. Com as modernas tecnologias, isto tende a provocar um efeito dominó e se espalhar rapidamente por todos os setores, tanto produtivos quanto financeiros. A crise de 2008 explicitou como as economias capitalistas se tornaram demasiadamente vulneráveis aos sistemas de financiamento nacionais e internacionais.

Um outro retrato que vem sendo visto ao longo das últimas décadas é o do aumento nas dívidas soberanas e setoriais nas economias. Palley (2007) mostra como a dívida de todos os setores aumentou expressivamente nos EUA a partir de final dos anos de 1970. As dívidas públicas dos países se tornam cada vez mais altas, chegando a ultrapassar seus PIBs em muitos momentos.

Este endividamento gerado pelo Estado, muitas vezes, acaba aterrissando nos mercados financeiros como forma de crédito. Daí em diante, os agentes financeiros se apropriam de tais recursos, o que acaba por gerar bolhas de crédito. Muitas vezes, este dinheiro impulsiona estratégias de especulação com ativos financeiros, ou com investimentos afoitos, não perenes, buscando retornos rápidos de curto prazo, e prejuízos no médio e longo prazos (EPSTEIN, 2005; PALLEY, 2007).

Na década de 1980, a política americana terminou por atrair os principais bancos mundiais para os EUA, aumentando enormemente o influxo monetário de todo o mundo para aquele país. Tal estratégia vem financiando o enorme déficit fiscal americano desde então (TAVARES, 1985).

Se o mundo inteiro financia a dívida americana, na outra ponta o dólar jorra para fora dos EUA, financiando, concomitantemente, os mercados financeiros dos capitalismos desenvolvidos e também dos emergentes. O mundo capitalista atual opera completamente endividado, com o endividamento das famílias explodindo

(STOCKHAMMER, 2008), e o de muitas nações atingindo patamares históricos altíssimos.

A expansão da liquidez no mercado global e suas consequências especulativas parece um jogo onde todos sabem os riscos, porém todos querem jogar e retirar seus lucros tentando prever o momento anterior aos colapsos, ou seja, o momento anterior às crises. Para os EUA e alguns poucos países de moeda forte, isto não gera necessariamente uma preocupação. Não há risco de liquidez nem de solvência, já que seus tesouros nacionais podem, a qualquer momento, emitir moeda para remunerar seus credores, o que efetivamente tem ocorrido ao longo de muitas décadas.

O problema maior destes esquemas de endividamento público crescente é com relação à dívida dos países em desenvolvimento, que muitas vezes possuem parcela preponderante de dívida externa, isto é, dívida denominada em dólar. Já que estes países não são emissores desta moeda, haverá risco de inadimplência a cada flutuação especulativa do dólar. Diversos países periféricos vêm experimentando graves problemas em suas economias, com destaques para o pagamento de juros, a desindustrialização e a reorientação na direção da produção de *commodities*<sup>9</sup>.

Frequentemente, um efeito último das crises é gerar acentuada queda no preço dos ativos (tanto reais quanto financeiros), precedidos por súbitas elevações de seus preços. Juntamente com a brusca queda de preços dos ativos, costuma-se ver elevações da taxa de juros real e desaceleração ou reversão nos fluxos de capital (VALENCIA; LAEVEN, 2008). Tal velocidade e severidade nas flutuações de preço e transações dos ativos não poderia ser observada não fosse a pulverização de seu valor em fragmentos diminutos que o representam, vale dizer, em “papéis”. Tais papéis representam títulos de dívida ou de propriedade, ou derivam destes (derivativos).

Ocorre que, em geral, um papel tem um objeto (ou um conjunto de objetos) real e material subjacente<sup>10</sup> que, em tese, define o seu “valor justo”. Porém, conforme visto

---

<sup>9</sup> A desindustrialização com reorientação às commodities é tratada em parte da literatura como um caso de financeirização muito particular, a qual não é discutida neste trabalho. Para um melhor entendimento, ver Felipini (2018).

<sup>10</sup> Pode ocorrer também de um ativo não estar lastreado de forma direta em nada concreto, como um título de dívida. Porém, geralmente uma dívida se faz com o intuito último de aplicação dos recursos em algo real ou

no capítulo 1, nada impede que o valor de mercado destes papéis esteja acima ou abaixo deste valor teórico<sup>11</sup> e, mais ainda, que deixem de ter qualquer lastro com o lado real, adquirindo autonomia própria.<sup>12</sup> Esta facilidade de flutuação dos valores de mercado em relação ao valor que lastreia, de certa forma, o papel, ou o seu descolamento total de qualquer lastro material, é o que dá maior instabilidade aos ativos do mercado financeiro. O problema então se torna grande quando vemos parcela cada vez maior dos ativos do mundo real representados por papéis transacionados nos mercados financeiros, e foi justamente isso que ocorreu a partir de fins da década de 1970, com o crescimento exponencial do processo de securitização.

De certa forma, o mundo real e material se transfigurou sensacionalmente em ativos voláteis, que o representa virtualmente. Tais ativos podem ser facilmente transacionados no mercado financeiro (ou seja, possuem elevada liquidez). Quando há um grande descolamento entre os dois níveis de preço, temos uma situação potencialmente perigosa que, se perdurada por muito tempo, pode levar a uma crise. A etapa do desenvolvimento econômico atual encontra-se num patamar onde tudo pode ser convertido em papel e transacionado no mercado financeiro como um ativo financeiro. Ou seja, qualquer fluxo de renda pode se tornar potencialmente capital que se materializa num título financeiro precificado pelo mercado (PALLUDETTO; ROSSI, 2018).

O processo de fragmentação há muito saltou dos títulos de propriedade e chegou até os títulos de dívida, que hoje se somam ao amplo espectro de ativos

---

material. Neste sentido, pode-se dizer que, em geral, a cadeia de negociações de um ativo financeiro quase sempre terminará num lastro dado por um objeto real e/ou material.

<sup>11</sup> O leitor deve lembrar o exposto no capítulo 1. Este valor teórico é o valor calculado trazendo a valor presente os retornos futuros do ativo, a uma dada taxa de atratividade, tal como forma o capital fictício. Porém, cada agente forma seu valor por diferentes e particulares pressupostos, o que faz com que cada agente tenha “seu próprio valor teórico”. Grande parte do “descolamento” entre o preço e valor referencial “justo” se dá por conta deste mecanismo, causando as volatilidades.

<sup>12</sup> Para Paulani (2010), “Em todos esses casos, a valorização verdadeira dessa riqueza fictícia depende da efetivação de processos de valorização produtiva e extração de mais-valia; em outras palavras, da contínua produção de excedente e da alocação de parte desse excedente para valorizar o capital fictício. Alguns elementos, porém, permitem que essa riqueza fictícia crie valorização fictícia e liberte a valorização dessa riqueza das restrições e limitações impostas pela acumulação produtiva. O primeiro deles é o fato de esses ativos serem comercializáveis em bolsas, ou nos mercados secundários de títulos, o que faz com que sua ‘valorização’ decorra do puro jogo da circulação, descolando-se de qualquer pressuposto vinculado à acumulação produtiva” (PAULANI, 2010, p.3).

transacionados no mercado financeiro. Até mesmo direitos autorais de obras de arte podem hoje ser convertidos em títulos e transacionados no mercado.

Com relação aos bancos, estes também ampliaram sobremaneira o escopo de suas atividades dentro do setor financeiro, ao ponto de hoje possuírem, dentro de suas enormes estruturas, um completo aparato de instituições financeiras das mais diversas (SAWYER, 2016). A função histórica dos bancos e demais instituições financeiras de canalizar recursos para irrigar o setor produtivo parece ter sido substituída por nova atividade, que encontra objetivo primordial na transação diária de altos volumes de ativos financeiros.

Assim, os bancos comerciais, cada vez mais, começaram a atuar também como bancos de investimento (LAPAVITSAS, 2011). A lógica da remuneração por meio do *spread* contido nos empréstimos concorre hoje com a lógica da valorização patrimonial. Segundo esta lógica, o objetivo é o de buscar valorizar o patrimônio por meio de aumentos de seu preço no mercado financeiro, ou seja, aumento do preço dos papéis que compõem a carteira do patrimônio (valorização do portfólio).

Note-se que, em nenhum momento, se levanta a questão de ser este aumento de preços fundamentado em algo concreto e material, ou em um evento real e de efeitos líquidos e certos. Isto tampouco importa, pois interessa somente que os papéis subam seus preços. Esta é a lógica da valorização patrimonial que, no fim das contas, independe de geração de riqueza real, inclusive valorizando-se de forma espúria se preciso for.

Infelizmente, esta lógica ultrapassa a própria fronteira do setor financeiro e, no capitalismo contemporâneo, empresas não-financeiras, e até mesmo famílias e indivíduos, se transformaram em negociantes do mercado financeiro (VAN DER ZWAN, 2014). Hoje, grandes empresas não-financeiras operam todos os dias no mercado financeiro, mantendo alto volume de ativos financeiros em seus balanços patrimoniais de forma permanente. Até mesmo mudanças estruturais psicológicas e ideológicas dos agentes do capitalismo contemporâneo são identificadas como sintomas de uma economia financeirizada (STOCKHAMMER, 2008).

A nova marcha do capitalismo gerou um ambiente macroeconômico onde os ativos de elevada liquidez foram preferidos em relação aos ativos produtivos, pois seriam superiores em termos de risco e rentabilidade (GENTIL, 2020). Historicamente, a forma convencional de administração de investimentos empresariais fornece o fluxo tradicional do capital financeiro, o qual tem como objetivo primordial ser o provedor de recursos para que os projetos de produção constantes do orçamento possam sair do papel, sejam eles produção de bens ou serviços (SWEEZY, 1994).

Para Stockhammer (2008), as empresas não-financeiras parecem ter saído de uma posição de devedoras para uma posição de credoras ou neutra, indicando que a forma tradicional de empresas produtivas se financiarem em bancos mudou, e as tornou, na verdade, competidoras com os bancos. O autor apresenta dados que confirmam a queda do percentual de investimentos em relação aos lucros, indicando que eles estariam vindo cada vez mais de outras fontes, além da atividade fim da empresa (STOCKHAMMER, 2008).

Por muito tempo, quando a poupança crescia, cresciam também os depósitos bancários, pois eram sua principal destinação. O que fazer com tamanha poupança em depósitos das famílias nos bancos proporcionou terreno fértil para o crescimento do setor financeiro. A riqueza acumulada em forma monetária clamava por destinações mais sofisticadas e de rentabilidade superior. O crescimento das poupanças familiares, resultado do desenvolvimento econômico anterior (Era de Ouro do Capitalismo), alavancou o setor financeiro. Porém o fenômeno gradativamente começou a inflar ativos e passivos dos balanços, mesmo não havendo paralelamente um crescimento econômico (SAWYER, 2013). Tal descolamento é um importante indicativo do inchaço monetário das economias.

Também as famílias e indivíduos foram ficando mais enredados com o setor financeiro em suas atividades cotidianas ano após ano, seja aplicando em ativos financeiros diretamente como forma de investimento, financiando um carro ou uma casa, tomando empréstimos consignados num banco comercial, um financiamento estudantil, e outros.

Aqui entra um agravante: as modernas tecnologias. Com o exponencial crescimento das tecnologias informáticas e de comunicação populares dos anos 1990

em diante, as transações destes ativos financeiros tornaram-se cada vez mais fáceis e rápidas, e seu acesso foi ampliado a praticamente qualquer pessoa que possua um mínimo de dinheiro (STOCKHAMMER, 2008; LAPAVITSAS, 2011).

Nos dias atuais, qualquer empresa ou indivíduo têm, à sua disposição, uma infinidade de ativos financeiros prontos para serem comprados e colocados em suas carteiras, de todos os tipos e tamanhos de bolsos. Não é exagero afirmar que qualquer pessoa pode hoje, por meio de seu smartphone, e de qualquer lugar que esteja no planeta, acessar à internet e comprar e vender, num mesmo dia, dezenas de vezes um mesmo papel, que por sua vez pode oscilar seu preço dezenas por cento para cima e para baixo, neste mesmo único dia.

A gama de opções oferecida atualmente pelas corretoras de títulos mobiliários assusta, e parece não deixar dúvidas de que grande parte da instabilidade verificada na economia pode estar partindo deste “abuso” de liquidez<sup>13</sup>. As carteiras dos agentes variam em seu valor incessantemente, dia após dia, variando assim seu patrimônio na mesma intensidade. Questiona-se se estas novas tecnologias que trouxeram os *traders* de alta frequência não poderiam, em verdade, estar reduzindo o bem-estar da sociedade ao invés de aumentando, ao consumir recursos valiosos da economia (STIGLITZ, 1994). Como dito no capítulo 1, alguns estudos já apontam nesta direção.

Por outro lado, uma grande corrente contrária avalia que, quanto maior a liberdade dos agentes, melhor para a economia. Argumentam que a financeirização não é um problema, e sim uma nova fase do capitalismo, que se torna muito mais moderno e dinâmico, de altíssima liquidez, e que este capital aparente, gerado eventualmente, é prontamente corrigido pelo próprio mercado, quando do estouro das “bolhas”.

A questão fundamental que se coloca, entretanto, não diz respeito ao desenvolvimento do setor financeiro em abstrato, como algo bom ou ruim. Há extensa comprovação científica e muitas evidências de que um mercado financeiro desenvolvido é fundamental para o crescimento de uma economia no longo prazo

---

<sup>13</sup> Liquidez entendida aqui em seu conceito contábil, como sendo a facilidade e rapidez em transformar ativos reais em financeiros, e estes últimos em dinheiro, com pouca ou nenhuma perda.

(SAWYER, 2013). Portanto, o problema central está relacionado com a verdadeira funcionalidade do mercado financeiro para fins de desenvolvimento econômico e atendimento das necessidades da sociedade como um todo, e não para o único benefício de uma elite financeira rentista.

Neste sentido, a financeirização apresenta dois pontos de vista conflitantes no pensamento econômico. Se, por um lado, os mais liberais observam na expansão financeira desregulada a chave para o crescimento econômico liderado pelos mercados eficientes, cada vez mais livres da tutela do Estado, por outro, os defensores da intervenção estatal alegam que uma flexibilização exagerada dos fluxos de capitais gera uma instabilidade muito grande no capitalismo, tornando-o ainda mais susceptível a crises e danos na economia, com o prejuízo do agravamento do problema distributivo.

Entretanto, diferentemente de outros setores, as falhas de mercado no setor financeiro têm maior facilidade de difusão, sendo, portanto, necessárias intervenções governamentais a nível consideravelmente maior que o atual, de forma a fazer com que este mercado e, por conseguinte a economia, funcionem melhor. Não somente a quantidade de intervenção deve ser corretamente ajustada, mas sobretudo a qualidade dela. Políticas e incentivos de governo mal planejados são tão ruins quanto a falta deles (STIGLITZ, 1994).

Em contrapartida, é preciso admitir que o fenômeno da disseminação financeira trouxe consigo possibilidades de acesso a produtos e serviços financeiros que antes estavam totalmente restritos às classes sociais mais altas, gerando inclusão social e de consumo. Afinal, esta inclusão tornou as finanças “uma conquista para grandes segmentos da população, que foram anteriormente excluídos do mundo das hipotecas residenciais e dos cartões de crédito” (VAN DER ZWAN, 2014, p. 121).

Porém, não é este salutar desenvolvimento que aqui se identifica por financeirização, mas sim um extrapolado nível do setor financeiro, além de um teórico ponto ótimo, e que causaria, portanto, os distúrbios ora discutidos, como os prejuízos ao crescimento econômico e o sobre-endividamento das famílias e das nações, ao ponto de inviabilizar o bem-estar coletivo e comprometer os níveis vitais mínimos de indivíduos.

Parte deste poder das instituições financeiras se deu graças à concentração em grandes grupos multinacionais, proporcionada por meio de um sistemático processo de fusões e aquisições que se acelerou a partir da década de 1990. As grandes organizações financeiras que já existiam se tornaram ainda maiores e, desta forma, conseguiram impor a quebra das últimas barreiras existentes entre os diferentes segmentos de negócios constantes do setor financeiro, fazendo com que alcançasse um grau de concentração ainda maior (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008).

O que se observa nas últimas décadas é que o mercado, sozinho, não consegue se recuperar e sair de um terreno pantanoso gerado por ele próprio, tendo o Estado recursivamente como cúmplice, e depois sendo chamado a intervir e evitar maiores danos às economias e às populações em geral, sobretudo aos menos abastados. O mercado não é tão eficiente como quer fazer crer a teoria ortodoxa do livre mercado. Nem haveria de ser, pois os que dominam o mercado (ou os mercados) não têm interesse nesta eficiência, somente em maximizar os seus próprios retornos. Diante disso, o mecanismo da “mão invisível” não parece estar funcionando adequadamente.

Por fim, Stiglitz (1994) esclarece que esta liberalização histórica dos mercados financeiros não se apoia em teorização econômica sólida de seu funcionamento, incluindo seu objetivo principal de alocação eficiente do capital escasso. Os eventos históricos e forças políticas que levaram a este paradigma muitas vezes são negligenciados na abordagem do tema, restando por vezes somente arcabouço ideológico de base rasa e fraca.

Observa-se também que, frequentemente, as próprias instituições (principalmente as do setor financeiro) se colocam em posição de elevado risco e proporcional rentabilidades, sabedores que são que, numa eventual crise, prontamente estará o Estado a lhes socorrer e evitar colapsos econômicos (HELLWIG, 2014). Tal ponto será melhor aprofundado no próximo capítulo.

Diante de todo este quadro, é possível contestar criticamente este paradigma que se instalou por todo o mundo capitalista, que busca uma valorização de patrimônio

degenerada, sem qualquer preocupação com a criação de riqueza, que deveria, por certo, preencher este inchaço monetário (LAPAVITSAS, 2011).

Em alinhamento com a maior parte dos autores citados nesta pesquisa, constata-se que este excesso de liquidez (facilidade em se desfazer do ativo) e avidez por lucros fáceis está colocando o sistema capitalista num patamar de instabilidade jamais visto em toda história, e que tal instabilidade traz consigo efeitos prejudiciais diretos que se colocam sobre a economia real (EPSTEIN, 2005).

### 3. FINANCEIRIZAÇÃO: BUSCANDO DEFINIR O FENÔMENO

A financeirização possui perspectivas mais ou menos amplas, de acordo com a forma como se busca compreendê-la. Uma perspectiva ampla é a que enxerga a financeirização como um estágio último de desenvolvimento do capitalismo, onde o capital se fragmenta e se torna altamente líquido de forma generalizada. Outras perspectivas, menos amplas, são as que tratam do fenômeno como gerador de um cenário onde o setor financeiro se agiganta perante a economia e, ainda, o de financeirização como “dominância financeira”, a qual prevalece diante das políticas econômicas do Estado. Seja qual for a interpretação assumida, um ponto em comum entre elas é a identificação do setor financeiro como principal protagonista das regras políticas, econômicas e sociais no ordenamento estabelecido (SAWYER, 2013).

É possível tentar definir o que é financeirização de diferentes formas, o que, alerte-se, está longe de ser uma tarefa simples e mesmo acabada, dado que o tema se encontra ainda na fronteira do conhecimento econômico.

#### 3.1. A emergência do novo regime de acumulação, o *shareholder value* e a financeirização do cotidiano

Analisando a financeirização como um “padrão sistêmico de riqueza” (BRAGA, 1985), tem-se o trabalho fundamental de Van der Zwan (2014), que buscou sintetizar as principais concepções sobre o assunto no *mainstream*, considerando a perspectiva que conota o fenômeno como uma mudança estrutural no capitalismo.

A autora classifica financeirização como uma “ciência em estado da arte” mas, apesar de seu fronteiro conhecimento, consegue elencar três abordagens diferentes na tentativa de explicar os seus conceitos, segundo três aproximações presentes em mais de uma década de estudos acadêmicos recentes: (1) a emergência de um novo regime de acumulação; (2) a ascendência da orientação para o valor do acionista (*shareholder value*); e (3) a financeirização do cotidiano. Estas três abordagens

referem-se a manifestações distintas de um mesmo fenômeno, embora interpretadas a partir de campos teóricos e empíricos distintos.

Sobre a primeira abordagem, Van der Zwan (2014) relata que foram os Regulacionistas Franceses (como Robert Boyer, Michel Aglietta e outros) os primeiros<sup>14</sup> a identificar a financeirização como um regime de acumulação substituto ao regime Fordista, o qual teria sua produtividade declinante ao final dos anos de 1960 (STOCKHAMMER, 2008). Como resultado do fim do ciclo virtuoso entre aumento real de salários e aumento da demanda subjacente, teria se desenvolvido um regime de crescimento baseado em expansão do crédito para manter a demanda aquecida, além de uma flexibilização nas relações trabalhistas. Stockhammer (2008) ressalta, ainda, a forte interdependência entre um regime de acumulação “dominado”<sup>15</sup> por finanças e um orientado aparato regulatório aquiescente, por intermédio da política e do alinhamento neoliberal.

Para Sweezy (1994), os capitalistas industriais oligopolistas começaram a perceber que não havia mais espaço para reinvestimento na capacidade produtiva pois, àquela altura, as tensões estruturais internas do capitalismo provocavam queda na demanda e no lucro. Desta forma, sem oportunidades de perpetuar seus níveis de lucros sustentados nas últimas duas décadas, os capitalistas industriais optaram por investir seus lucros em ativos financeiros, em detrimento dos ativos produtivos reais.

Assim, empresas não-financeiras teriam enveredado suas atividades principais para atividades financeiras, em detrimento de sua atividade produtiva central. Os pagamentos destas empresas por serviços financeiros às empresas financeiras também cresce exponencialmente, por meio de juros, dividendos, e

---

<sup>14</sup> Van der Zwan (2014) ressalta que, além dos regulacionistas franceses, outras escolas também seguiram o mesmo raciocínio, como os economistas pós-keynesianos, os da Sociologia Econômica, dentre outros economistas críticos da Economia Política Internacional. De fato, ressalta ela, há vasto envolvimento da escola marxista nesta abordagem, citando ainda economistas dos EUA como Paul Sweezy and Harry Magdoff como alguns dos primeiros a explicitar o explosivo crescimento dos mercados financeiros daquele período, e relacioná-los com a Crise do Fordismo.

<sup>15</sup> Stockhammer (2008) usa o termo “dominado por finanças”, em vez de “liderado (ou conduzido) por finanças”. Segundo o autor, é para destacar que a financeirização está moldando o padrão de acumulação à sua maneira, afetando diretamente, positivamente ou negativamente, o crescimento. Um outro termo citado por Stockhammer é “conduzido por finanças”, que ele atribui a Robert Boyer. Neste caso, seria um aumento do crescimento gerado pelo aumento do investimento, que por sua vez deveria ter sua taxa maior que a taxa mínima que é definida nos mercados financeiros.

operações de recompra de ações. As empresas financeiras e não-financeiras se tornam então relacionadas, e ocorre uma falta de recursos para irrigar as atividades produtivas, mesmo com os crescentes lucros nas operações financeiras (VAN DER ZWAN, 2014)

Logo, a partir dos anos de 1970, estudos apontam que empresas americanas não-financeiras já apresentavam lucros oriundos de investimentos em ativos financeiros superiores aos próprios lucros de suas atividades fim, promovendo uma reorientação. Desta forma, “não somente as empresas do setor financeiro aumentam sua participação no PIB, mas os juros, dividendos e ganhos de capital das empresas não-financeiras superam aqueles provenientes dos investimentos produtivos”. (GENTIL, 2020, p. 4).

Alguns autores deste pensamento argumentam que isto seria recorrente na história do capitalismo. Em dados momentos de competição acirrada, o capital tenderia a migrar da esfera produtiva para a esfera financeira. Sawyer (2016) lembra que o movimento “aparentemente natural” do curso do capitalismo em direção à financeirização foi muitas vezes reprimido pelas sociedades ao longo da história.

De fato, motivos como religião, ética e política muitas vezes frearam o impulso do lucro oriundo do capital dinheiro. A usura foi tida como pecado e crime em incontáveis ocasiões ao longo da história. Apesar destes momentos de arrefecimento, a financeirização parece ser uma tendência no avançar do capitalismo. Além da financeirização iniciada em fins dos anos 1970 (a qual nos encontramos), destaca-se na história recente também a que ocorreu entre último terço do século XIX e a Grande Depressão (SAWYER, 2016). Obviamente, dado todo o desenvolvimento do século XX, qualquer financeirização do passado é apenas uma sombra perto da atual.

Ainda que empresas americanas tenham tido ganhos de produtividade na migração de suas plantas produtivas para outras nações<sup>16</sup> (na busca por redução de custos), os retornos daí decorrentes não teriam sido reinvestidos na produção, mas sim distribuído aos acionistas ou aplicados em ativos financeiros.

---

<sup>16</sup> Van der Zwan (2014) explicita aqui o íntimo relacionamento entre globalização e financeirização.

A autora aponta ainda a figura do “rentista”, que seria “o investidor sem função [...] no palco central de um sistema financeiro inerentemente instável” (VAN DER ZWAN, 2014, p. 102). Com efeito, muitos indivíduos e instituições passaram a obter suas rendas e viver do mercado financeiro a partir das décadas de 1980 e 1990, canalizando o dinheiro advindo de salários estagnados e juros dos agentes endividados, como famílias e governos. Estes proprietários de ativos financeiros apareceram nas últimas três décadas com uma participação cada vez maior na renda nacional (EPSTEIN, 2005).

Isto, por sua vez, teria trazido instabilidades cada vez maiores às economias, devido aos seus altos níveis de endividamento e à alta volatilidade dos preços dos ativos financeiros, tal como Minsky (1992) explica em sua “Hipótese da Instabilidade Financeira”. O segundo teorema desta hipótese diz que, após um prolongado período de prosperidade, a economia tende a transitar de um cenário estável, com relações financeiras saudáveis, para um instável, provocado pelas degenerações nas relações de financiamento (MINSKY, 1992). Os últimos 20 anos têm visto um rápido crescimento do estoque da dívida tanto das famílias quanto das empresas (PALLEY, 2007), que se somam às dívidas dos governos, aumentando ainda mais a susceptibilidade às crises.

Outro ponto crítico desta abordagem diz respeito à balança comercial. A maior liberdade de mobilidade de capitais levou graves problemas aos países com déficit, com ciclos econômicos mais impactantes e altas oscilações nas taxas de câmbio (VAN DER ZWAN, 2014). A maior volatilidade das taxas de câmbio aumentou a incerteza, levando a uma maior frequência e profundidade dos desequilíbrios cambiais, resultando em crises importadas de mercados financeiros internacionais que chegam velozmente, ou são até mesmo geradas domesticamente durante o desequilíbrio. A situação foi especialmente dramática nas economias emergentes (STOCKHAMMER, 2008).

Van der Zwan (2014) também busca explicar esta linha teórica por uma perspectiva histórica. Segundo ela, o processo de internacionalização das instituições financeiras americanas pelo mundo foi posto em prática após o colapso de *Bretton Woods*, no início dos anos de 1970, como parte de uma política de expansionismo e

retomada de hegemonia por parte dos Estados Unidos, a chamada “diplomacia do dólar forte” (TAVARES, 1985).

Como resultado, os EUA conseguiram a retomada do controle do sistema bancário internacional juntamente com a valorização do dólar. A partir daí, buscou-se compensar a perda de lucratividade e competitividade de suas empresas em relação às empresas das demais das nações capitalistas e, para isso, contaram com vasto volume monetário dos mercados de eurodólar. Isto foi possível levando em conta também o processo de externalização da produção das empresas americanas, num mundo em avançado processo de globalização.

Cabe salientar, porém, que um grupo de estudiosos desta abordagem defende que a financeirização nasceu de bases não determinísticas, tendo sido resultado de esforços do governo americano e de suas grandes empresas na busca pela retomada da competitividade e lucratividade perdidas a partir dos anos de 1970, sem que o objetivo final fosse de fato uma prevalência financeira global.

Seja como for, ressalte-se, novamente, que grande parte dos ganhos das corporações americanas não foi reinvestida na atividade produtiva, mas sim distribuída aos acionistas ou aplicada em operações financeiras (VAN DER ZWAN, 2014).

A segunda abordagem apontada por Van der Zwan (2014) tem conexão com a “teoria da agência” de Jensen e Meckling dos anos 1970, colocando o acionista das corporações modernas como o ator principal. O interesse eminente dos proprietários sobre os demais interessados é formalmente comprovado por diversos modelos teóricos no campo das Finanças. Além disso, a ampla e frequente divulgação pública de notícias, resultados e façanhas dos gestores, muitas vezes de forma contabilmente padronizada e por força de lei, leva a que empresas possam ser comparadas entre si e, assim, também comparados seus retornos aos respectivos acionistas.

Com a exorbitante mobilidade encontrada no mercado de capitais, os gestores empresariais e os investidores institucionais que gerenciam grandes portfólios se encontram em posição de busca por valorização patrimonial constante (AGLIETTA, 2000). Como resultado, emerge a chamada “governança corporativa”, sendo “o

conjunto de comportamentos que induzem a firma para maximizar o valor para o acionista” (AGLIETTA, 2000, p. 149).

Segundo esta teoria, a orientação de maximização do valor do acionista (ou seja, a busca pelo máximo lucro a ser entregue aos acionistas) em detrimento dos demais *stakeholders* se tornou o padrão do capitalismo moderno, levando as corporações a atuarem com práticas e políticas que nem sempre constituem os melhores caminhos para a perenidade da companhia. Como um resultado natural da teoria da agência, a maximização do *shareholder value* traria consequências distributivas tanto de poder como de riqueza na sociedade.

Esta busca desenfreada por lucro e poder dentro das corporações por seus proprietários e executivos causaria instabilidades aos sistemas financeiros e econômicos das modernas economias capitalistas. Também aqui ocorrem pressões que levam corporações não-financeiras a orientarem-se para o setor financeiro, atuando fortemente sobre dirigentes no sentido de maximização do valor dos acionistas, não importando a forma como isto se dê (PALLEY, 2007).

Sobre o investimento (produtivo), não há evidências de que a financeirização tenha contribuído para o seu crescimento (STOCKHAMMER, 2008), segundo o receituário neoliberal costuma pregar como resultado do livre mercado de capitais. A orientação para o acionista e a instabilidade causada pela maior incerteza contribuiu justamente no sentido oposto, reduzindo proporcionalmente o investimento empresarial no decorrer dos anos, e isto também independentemente do valor das ações em bolsa. A dedução a que se chega é que não foi o investimento que manteve a demanda aquecida nos períodos de crescimento das últimas três décadas (STOCKHAMMER, 2008).

Segundo Van der Zwan (2014), esta abordagem, assim como a primeira, é também um processo distributivo, na medida em que move riqueza de setores da sociedade, como o dos assalariados, em direção a outros setores, como dos dirigentes e dos acionistas (ou seja, dos executivos e dos proprietários das empresas).

A causalidade se inicia já no dilema agente-principal<sup>17</sup>. Conforme se movem na defesa de seus interesses, os acionistas buscam vincular a remuneração dos gestores de acordo com critérios que levam em consideração sua própria rentabilidade, como na maximização de dividendos e na manutenção do preço das ações da companhia em patamares elevados. Assim, os gestores podem tomar decisões que joguem contra a própria sustentabilidade e perenidade da empresa, conquanto mantenham alta a rentabilidade dos proprietários e que, ao fim, manterão altos também os seus rendimentos.

A certa altura, como forma de resolução dos chamados “conflitos de agência”, a própria remuneração dos altos gestores começou a incorporar aos salários bônus na forma de ações da corporação (ou opções de compra) e seus respectivos dividendos, sendo esta política mais um forte incentivo ao gestor para tomar atitudes duvidosas, já que ele mesmo começa a se tornar um grande acionista da corporação. De fato, esta forma de remuneração proporcionou rendas nunca antes vistas por parte dos administradores, e foi adotada em grande parte dos países capitalistas avançados da época, e assim é até os dias atuais.

Além da distribuição por meio de dividendos, a recompra de ações é também muitas vezes usada como um artifício para aumentar o seu valor, novamente visando remuneração indireta de acionistas e gestores, o que muitas vezes acaba por reduzir a taxa de acumulação de capital fixo das empresas (GENTIL, 2020). Este movimento de reorientação ao *shareholder value* foi visto de forma acentuada nas décadas de 1970 e 1980, quando houve forte reformulação do quadro acionário das grandes corporações com a entrada de grandes investidores com verdadeiras fortunas, e que levou, forçosamente, a uma nova mentalidade dentro da própria alta administração, com pressões por resultados mais imediatos e de alta rentabilidade, dado por meio de controle empresarial mantido com “rédeas curtas”.

---

<sup>17</sup> De acordo com a teoria do agente-principal, o agente representa os gestores da empresa, enquanto o principal representa os acionistas. O principal define o agente, e o agente deve agir na empresa no melhor interesse do principal. Porém há assimetria de informações de ambos os lados, sobretudo no agente que se encontra na gestão cotidiana da firma, possuindo assim mais informações que o principal. Para maiores detalhes, ver Jensen e Meckling (1976).

Multiplicaram-se, então, os movimentos de fusões e aquisições, bem como a internacionalização da produção, sempre no objetivo claro de elevar rapidamente os retornos sobre os investimentos. Uma questão importante é a mudança de mentalidade dos gestores e proprietários empresariais, que começaram a ver uma empresa sólida como um castelo somente como um amontoado de “papéis”<sup>18</sup>, que lhes serve unicamente para trazer um retorno financeiro sobre o montante inicialmente aplicado.

Como alerta Gentil (2020), “a financeirização submete os setores diretamente produtivos, como a indústria, às pressões e exigências de rentabilidade do setor bancário-financeiro” (GENTIL, 2020, p. 4). A partir da presença de alternativa de aplicações financeiras que puxam a rentabilidade do capital para cima, os mercados produtivos não encontram paralelo de retorno nas atividades empresariais não-financeiras. A partir da escolha do capitalista (tal como apresentado no capítulo 1), os mercados financeiros exigem, então, lucros cada vez maiores das corporações, porém tal resultado não é encontrado na prática por limitações estruturais nos mercados de bens e serviços (CROTTY, 2005; EPSTEIN, 2005).

Sob tal mentalidade, os termos e jargões utilizados mudam, as reflexões empresariais se alteram, e o apego por determinada corporação desaparece completamente. O que se busca é o máximo retorno em termos monetários (forma mais líquida do capital), não importa o mercado e o mecanismo que se use.

Lazonick e O’Sullivan (2000) traçam um ótimo panorama da transformação por que passaram as empresas americanas, com suas respectivas governanças corporativas visando a maximização dos valores para os acionistas. Observando de forma macro, isto trouxe reflexos negativos sobre os trabalhadores assalariados e a prosperidade econômica naquele país.

Segundo os autores, o paradigma passou a ser o de “enxugar e distribuir” os lucros, no lugar de “reter e reinvestir” na atividade produtiva<sup>19</sup>. As empresas então teriam adotado métodos visando reduzir seus tamanhos, inclusive por meio da venda

---

<sup>18</sup> O termo “papel” usado aqui é novamente naquele mesmo sentido do mercado de capitais.

<sup>19</sup> Os autores apresentam uma elevação da taxa de *pay-out* média nas empresas americanas. A taxa de *pay-out* é o percentual do lucro líquido que a empresa decide distribuir como dividendos aos seus acionistas.

de seus ativos, além de cortar sua força de trabalho, como formas de garantir a constância de altos retornos sobre o patrimônio líquido a qualquer custo. Com isto, lucros maiores não eram mais garantia de maiores investimentos, conforme Stockhammer (2008). Uma das explicações centra-se no fato de serem as próprias instituições financeiras as principais acionistas das grandes empresas (SAWYER, 2016).

O mercado de trabalho se tornou instável e com queda de salários. Os trabalhadores americanos tiveram que trabalhar mais tempo para tentar conseguir manter seu padrão de vida, e um aumento da desigualdade social pôde ser observado desde então naquele país.

Ainda não está claro se esta estratégia de drenar os recursos das empresas em direção aos acionistas (no lugar de reinvesti-los gerando mais valor na esfera produtiva) manterá as empresas e as próprias economias de pé num ciclo virtuoso (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Este foco no curto prazo não atingiu somente as empresas, mas também se tornou a orientação mestra nos fundos de pensão e demais investidores institucionais de peso (EPSTEIN, 2005). Quando todos olham para o lado e enxergam opções de retorno em curto prazo, não existe incentivo ao investimento de longo prazo, senão por uma taxa de retorno excepcionalmente (e duvidosamente) alta.

Van der Zwan (2014), no entanto, alerta que esta relação entre orientação para o valor do acionista e a depreciação do mercado de trabalho não parece tão clara em território europeu. O próprio argumento da financeirização por *shareholder value* nas complexas economias mundo afora não forma um consenso, dadas as grandes particularidades de política econômica de cada país. A autora lembra, ainda, que vem ocorrendo rapidamente uma inclusão de camadas mais baixas da pirâmide social no mundo dos investimentos financeiros por meio do mercado de ações, tornando “a propriedade do capital mais generalizada, onde os próprios assalariados ficam enredados em uma complicada teia de inter-relações financeiras” (VAN DER ZWAN, 2014, p. 110; LAPAVITSAS, 2011).

A terceira e última abordagem avaliada por Van der Zwan (2014) refere-se à financeirização do cotidiano. Os autores desta abordagem focaram seus estudos nos movimentos de financeirização e bancarização<sup>20</sup> das famílias e indivíduos em suas mais diversas atividades do dia a dia, tirando assim o foco das operações das grandes corporações.

A principal captura do mercado financeiro aqui se dá por meio de fundos de aposentadoria privados, hipotecas residenciais, planos de saúde, seguros de vida, desemprego e acidentes, e financiamentos de bens de consumos não duráveis e duráveis dos mais variados, como automóveis, por exemplo, e ainda financiamentos de serviços dispendiosos, como os estudantis e de viagens. Desta forma, pessoas comuns se veem cercadas de produtos oriundos do mercado financeiro e lá comercializados, apresentando-lhes sempre os juros como mola mestra das operações (VAN DER ZWAN, 2014, p. 110; LAPAVITSAS, 2011).

Stockhammer (2008) destaca que o consumo com habitação pode acelerar com uma expansão do crédito habitacional, gerando crescimento do produto. Porém, isto também leva a instabilidades pelos altos níveis de endividamento em momentos de recessão. De forma mais ampla, o autor usa o “efeito riqueza”<sup>21</sup> como sendo o maior canal para o crescimento do consumo, geralmente o maior componente da demanda agregada.

Na medida em que há um *boom* no valor dos ativos financeiros detidos diretamente pelas famílias<sup>22</sup>, o maior patrimônio induz ao aumento de consumo, pela elevação da propensão marginal a consumir. Também a forte valorização imobiliária se soma aos ativos financeiros na elevação do patrimônio, sendo muito utilizada conjuntamente como colateral de empréstimos. Somado a isto, temos a forte

---

<sup>20</sup> Bancarização é um termo usado em economia para se referir ao grande movimento de novos correntistas nos bancos comerciais, geralmente nas camadas sociais mais baixas, as quais, historicamente, não faziam uso de serviços bancários. Uma concepção mais ampla do termo inclui todas as pessoas que fazem uso de serviços bancários como sendo as “bancarizadas”, mesmo que não tenham uma conta corrente própria em nenhum banco.

<sup>21</sup> O chamado “efeito riqueza” propõe que, a partir de um nível de renda e proporção de gastos, quando o patrimônio das famílias (riqueza) aumenta, aumenta também o nível dos gastos (propensão a consumir). Isto ocorre tanto pelo lado psicológico das pessoas ao se sentirem mais ricas, quanto pelo lado da expansão de crédito devido ao aumento de garantias provido pela riqueza.

<sup>22</sup> Algo muito comum nos EUA, mas não em muitos outros países.

expansão e penetração de formas de crédito bancário usuais, como cartões de crédito, crédito rotativo, crédito consignado e cheque especial. Ainda que a participação dos salários na renda venha declinando, a expansão do crédito pode ter mantido aquecido o consumo (STOCKHAMMER, 2008).

Mesmo no momento da ajuda aos mais desafortunados, o poder financeiro se mostra presente, muitas vezes obrigando aquele que não tem renda e vive no limiar da pobreza a abrir uma conta num banco comercial, como única forma de receber sua pensão ou auxílio governamental de subsistência. Desta forma o canal entre o universo financeiro e o cidadão estará para sempre aberto, permitindo que o fluxo de produtos e serviços financeiros seja a ele oferecido paulatinamente, sendo necessário somente ajustes à sua realidade social. É importante destacar que os próprios governos “têm moldado ativamente a financeirização do cotidiano” (VAN DER ZWAN, 2014, p. 114).

Uma outra forma de cooptar o cidadão comum é trazê-lo para o círculo dos investidores financeiros. O avanço tecnológico das últimas três décadas barateou e ampliou enormemente o acesso das pessoas e famílias de classes sociais mais baixas aos serviços e produtos financeiros, democratizando seu acesso. Mesmo aos mais afortunados, se permitiu uma aproximação e autonomia nunca antes vista nas relações e operações financeiras de suas riquezas.

A simplificação dos investimentos de pessoas físicas fez o público em geral buscar produtos cada vez mais sofisticados, destinando uma parte cada vez maior de sua poupança para este propósito. Na continuidade dos avanços, os chamados *internet banking* e *home broker* deram a liberdade se conseguir acessar bancos e investimentos a qualquer hora e de qualquer lugar, bastando um celular ou computador conectado à internet.

Nota-se, portanto, uma “identidade dividida” no trabalhador. Se, por um lado, ele sofre com políticas empresariais que pressionam seu salário para baixo, e muitas vezes o leva ao desemprego como forma rápida de redução de custo, por outro, as oportunidades de investimento, inclusive na própria corporação em que trabalha (caso seja de capital aberto) lhe dá a oportunidade de obter os ganhos do proprietário, mesmo que sem poder de decisão algum no destino da firma (BOYER, 2010).

Outra forma disto ocorrer é por meio dos fundos de pensão, que usam recursos do trabalhador para, na outra ponta, investi-los no mercado financeiro, quase sempre com decisões totalmente alheias do participante.

A individualização do trabalho então se eleva com a precarização, onde o coletivo perde espaço e poder de barganha. Obviamente estas alternativas não se apresentam de modo uniforme, e são maiores quanto maior é o nível de capacitação intelectual do trabalhador, se tornando “empresário de si mesmo” (BOYER, 2010).

Desta forma, o preço cobrado por tal disseminação das atividades financeiras no cotidiano é a suposição imposta pela ideologia neoclássica de que cada indivíduo é plenamente capaz de bem identificar riscos e oportunidades e, assim, se responsabilizar completamente por seus atos, conquistas e insucessos, promovendo sua autodisciplina. Como sabido, esta não é a realidade na grande maioria dos países, sobretudo naqueles onde há baixa escolaridade e cultura investidora.

Não à toa, grande parte dos serviços públicos universais (saúde, educação, habitação popular, cultura, saneamento básico) que resguardavam o estado de bem-estar social era fornecido pelo Estado e, em muitos casos, em parceria com trabalhadores e empregadores, através de fundos públicos. No entanto, a pressão que há no atual momento é para que o indivíduo tenha agora que selecionar ele mesmo e comprar no mercado seus “pacotes de proteção” (social) contra infortúnios (VAN DER ZWAN, 2014). Há o estímulo à individualização do risco quando o Estado reduz e degrada a oferta de serviços públicos universais e, assim, provoca o avanço da mercantilização da reprodução social.

Por fim, destaca-se um ponto em comum levantado por Van der Zwan nas três abordagens apresentadas: nestes modelos, a alocação de capital não é neutra, mas sim “uma expressão de classes, um mecanismo de controle, ou mesmo uma racionalidade associada ao capitalismo tardio do século XX” (VAN DER ZWAN, 2014, p. 102), explicitando o poder dos agentes financeiros sobre as instituições e sociedades.

### **3.2. Financeirização como um setor desproporcional na economia**

Uma acepção lato sensu de financeirização é a que trata do agigantamento do setor financeiro frente aos demais setores da economia, a partir do final dos anos 1970. É uma perspectiva que reduz a definição do fenômeno. Financeirização simplesmente ocorre quando o setor financeiro fica “grande demais”. Nas palavras de Stockhammer (2012, p. 40), é possível perceber uma “onipresença e difusão da financeirização”.

Em geral, autores das escolas marxista e pós-keynesiana identificam um exagerado crescimento do setor financeiro, percebendo seu tamanho relativo como um problema. Ressalte-se, porém, que existem diferenças relevantes neste movimento entre os países, por exemplo, no tamanho dos mercados de capitais, do setor bancário e dos investidores institucionais (STOCKHAMMER, 2012).

Conforme Epstein (2005), são características distintivas desta conjuntura o aumento de agentes, instituições, instrumentos e serviços financeiros, expressiva participação do setor financeiro no PIB e nos lucros, além da elevação do emprego e salários médios neste mercado (o financeiro), em um contexto de instabilidade econômica crescente (EPSTEIN, 2005, 2015; DÜNHaupt, 2016; STOCKHAMMER, 2012).

A financeirização pode ser evidenciada pela medição de sua participação no PIB, quando comparada com a atividade econômica real. Argumenta-se que este padrão permite a ocorrência de “lucros sem investimento” (DÜNHaupt, 2016; STOCKHAMMER, 2012). No campo macroeconômico, “as economias são cada vez mais impulsionadas por movimentos nos preços imobiliários e ativos financeiros, e pelo ônus do serviço das obrigações financeiras (dívidas) (STOCKHAMMER, 2012, p. 40). Percebe-se, então, que não se trata de um crescimento sustentável do ponto de vista econômico. Há “ampla evidência de que a atividade financeira cresceu mais rápido do que a atividade real” (STOCKHAMMER, 2012, p. 60), situação difícil de ser sustentada indefinidamente.

Neste crescimento generalizado das finanças, todo agente do sistema econômico busca atuar como uma instituição financeira. Isto faz com que tenham a tendência a consumir risco nos mercados financeiros, por meio de operações que levem a uma possível maximização de suas carteiras de ativos. Desta forma, “eles comparam as taxas de retorno relativas e querem ser capazes de negociar ativos líquidos. Isso representa uma mercantilização crescente das relações sociais” (STOCKHAMMER, 2012, p. 46). Se empresas não-financeiras, famílias e até mesmo órgãos ligados ao governo intentam negociar (investindo e especulando) no mercado financeiro, é provável se consumir um “inchaço” do setor.

Estimativas diversas indicam que quase dois terços de toda movimentação no setor financeiro seja entre os próprios agentes financeiros. Isto é, o volume de operações com os ativos é incompatível com a atividade de intermediação entre os financiadores e os tomadores de recursos, o que indica que a maior parte do dinheiro permanece “girando” dentro do próprio circuito financeiro. Desta forma, os mais favorecidos pelo crescimento do setor são as próprias instituições financeiras (BAER, 1990).

O setor financeiro se tornou tão grande frente aos demais setores da economia que muitos economistas já questionam se o atual modelo de medição do PIB é realmente adequado. Em geral, parte das despesas financeiras nos setores da indústria, comércio e serviços (não-financeiros) se tornam lucros do setor financeiro. Tal lucro é contabilizado como parte do PIB. A questão central é que, para os manuais de contas nacionais, toda a renda é gerada no circuito da produção.

A partir da metodologia de contas nacionais<sup>23</sup> SNA 1993, os gastos financeiros na produção de bens e serviços passam a integrar totalmente no valor adicionado, fazendo parte do PIB por completo. O problema surge conforme a proporção da renda gerada no setor financeiro passa a ser uma expressiva fatia da renda total gerada. De fato, é um debate pertinente se tal vulto do PIB pode surgir a partir de uma atividade que não coloca à disposição da população bens e serviços como aqueles de que a sociedade mais necessita. O PIB de muitos países vêm apresentando um crescimento

---

<sup>23</sup> O *System of National Accounts* 1993 (SNA 1993) foi difundido em 1993 pela ONU como o novo padrão internacional para compilação de estatísticas de contas nacionais a partir daquele ano.

robusto, muitas vezes, graças aos lucros dos intermediários financeiros, o que pode dar uma falsa sensação de prosperidade econômica.

### **3.3. Dominância financeira: duas interpretações possíveis**

É aberto aqui um espaço para que se possa explicar o que se entende por “dominância financeira”. Este também é um termo comumente associado à financeirização. Levanta-se aqui duas interpretações distintas. A primeira é a que busca interpretar a dominância financeira como o predomínio das finanças em processos econômicos e mudanças no capitalismo contemporâneo (CARNEIRO et al., 2011). Segundo Carneiro et. al. (2011, p. 16)

A dominância financeira, como regime de acumulação, se refere ao momento histórico em que a desregulamentação de mercados e a liberalização financeira no nível nacional e internacional – sob a égide do que se convencionou por “neoliberalismo”, após o colapso de *Bretton Woods* – promoveu um crescimento dos mercados financeiros e de sua importância em relação ao setor “real”.

Esta primeira interpretação de dominância financeira é a mesma que foi exposta anteriormente com base em três visões distintas, conforme enumeradas no trabalho de Van der Zwan (2014). Ademais, muitas vezes o termo dominância financeira é usado como sinônimo de financeirização, porém esta interpretação e definição dos dois termos como sendo a mesma coisa não é uniforme.

Se encontra na literatura uma segunda interpretação para o termo dominância financeira, a qual o distingue do termo financeirização, ainda que esteja intimamente relacionado. Esta interpretação distinta de dominância financeira é aquela que a coloca como uma terceira dominância nas teorias econômicas, ao lado das dominâncias fiscal e monetária.

Segundo esta abordagem, a dominância financeira surge quando os agentes primários do sistema financeiro (as instituições financeiras), já excessivos em sua representatividade na economia de uma nação, se colocam em situação de vulnerabilidade, impondo aos agentes do governo (do âmbito fiscal e monetário)

atuação favorável a eles, no sentido de salvar a economia de uma “quebradeira geral” (DIESSNER; LISI, 2019).

Por esta interpretação, a dominância financeira seria uma nova dominância entremeada nas tradicionais dominâncias monetária e fiscal. Aqui, o foco é na política econômica, em quem dita as regras de fato. Na dominância monetária, a autoridade monetária (geralmente um banco central) toma suas decisões de forma independente, enquanto que a autoridade fiscal se adequa ao resultado destas decisões. O contrário ocorre na dominância fiscal, quando o governo usa total discricionariedade para formular sua política fiscal, cabendo à autoridade monetária se adequar ao resultado gerado para perseguir seus objetivos.

Porém, neste contexto, há uma dominância que é financeira, ou seja, emerge do mercado financeiro. Nesta situação, observa-se que instituições financeiras relevantes podem sistematicamente ser estrategicamente fracas, de forma proposital ou não, e de modo negligente ou não, podendo se recusar, ou até mesmo serem incapazes, de responder a perdas, na busca de recuperar seu patrimônio perdido. Este “poder de inação” no intuito de recompor suas perdas pode levar governos ou autoridades monetárias a agirem de modo a recapitalizar estas instituições, objetivando evitar uma crise sistêmica no mercado financeiro (DIESSNER; LISI, 2019).

Ou seja, de maneira intencional ou, pelo menos, de forma astuta, bancos de variados tipos e demais atores do mercado financeiro se alavancariam e se aventurariam consumindo riscos elevados, pois saberiam que, numa eventual crise, os governos correriam para lhes salvar e evitar um colapso do sistema econômico-financeiro. Assim, os governos se tornam compelidos pelo sistema a agir no sentido de recompor as perdas dos agentes do sistema financeiro, de forma a evitar danos maiores na economia, como desemprego, inflação e queda da atividade econômica (BRUNNERMEIER, 2015). Obviamente, trata-se de um problema de Risco Moral. Conforme adverte Braga (2009),

A grande novidade do liberalismo atual é que as crises são administradas [pelo Estado] com o propósito específico de defender os patrimônios privados, numa postura cúmplice com a especulação e a riqueza financeira fictícia (BRAGA, 2009, p. 92).

Paradoxalmente, este processo exige um Estado grande, e não um Estado mínimo, como preconizado na teoria neoliberal. Este Estado é o garantidor do processo de valorização contínua da riqueza fictícia, criando assim um “liberalismo das elites” (BRAGA, 2009, p. 93).

Neste sentido, Stockhammer (2008) apresenta dados das maiores economias que demonstram como a narrativa do Estado mínimo neoliberal não passou, na verdade, de falácia. Ainda que o Estado tenha se apequenado no que diz respeito às suas principais atribuições e fornecimento de serviços públicos, pode-se ver que, desde a década de 1970, o nível de desembolsos governamentais se manteve estável.

A composição destes gastos varia muito de país para país, variando também de acordo com o período, geralmente sobressaindo as despesas de manutenção da máquina estatal, transferências diretas de renda e gastos militares. Um forte componente do gasto é o montante com os juros da dívida pública, que teve expressivo aumento durante a década de 1980, permanecendo alto até meados dos anos 1990 nas economias centrais, quando então começou a se reduzir nestes países (STOCKHAMMER, 2008).

A financeirização torna cúmplices os principais agentes a nível nacional, num pacto em que todos devem se salvar e se proteger simultaneamente. As grandes crises das últimas décadas mostraram o poder dos bancos em seu argumento central de serem “*too big to fail*”, tornando reféns os governos que vão ao seu socorro em nome de uma pretensa “estabilidade financeira”.

Apesar do apetite voraz do mercado financeiro, cabe salientar que, durante a última década, um conjunto de políticas macroprudenciais<sup>24</sup> tem sido recomendado por diversas instituições a nível global, como forma de atenuar volatilidades e prevenir crises sistêmicas.

---

<sup>24</sup> As medidas macroprudenciais são políticas que visam reduzir os riscos a que estão expostos os sistemas financeiros e bancários, como forma de prevenir crises generalizadas nestes setores. De modo geral, colocam algum freio nas liberdades de atuação das instituições dos mercados financeiro e de crédito.

#### 4. O TAMANHO DO PROBLEMA

Para que se tenha uma boa noção do impacto do fenômeno, é interessante se colocar, neste ponto, alguns dados que buscam evidenciar a questão e algumas de suas circunstâncias<sup>25</sup>.

A partir de dados do *Bank for International Settlements* (BIS), o valor de mercado do estoque da riqueza financeira (valor de mercado dos ativos financeiros negociados nos mercados de capitais) saltou de US\$ 5 trilhões para US\$ 35 trilhões entre o início da década de 1980 e o ano de 1995, crescendo 800% em apenas 15 anos. O ritmo de crescimento ao ano foi de, no mínimo, 15%, bem acima da taxa de crescimento da produção e acumulação de ativos fixos para o mesmo período (COUTINHO; BELLUZZO, 1998). A riqueza financeira, neste período, subiu muito mais rápido que a riqueza real.

Dito de outra forma, o valor de mercado dos ativos financeiros aumentou muito mais que o valor de mercado dos ativos reais que eles representam. De qualquer jeito, este valor contido nos ativos financeiros parece “real” aos seus detentores, já que podem ser vendidos (realizados) a qualquer momento, transformando-se em dinheiro, dada sua alta liquidez de mercado (COUTINHO; BELLUZZO, 1998).

Uma outra forma de se interpretar o fato é a seguinte: supondo que todos os agentes vendessem seus ativos financeiros, os transformando em dinheiro de fato, com este montante se conseguiria comprar um volume muito maior de ativos reais do que o existente naquele momento no agregado da economia.

Também é relevante o fato de as transações atingirem patamares altíssimos de internacionalização. Em 1985, o volume de transações transfronteiriças de ativos financeiros correspondia a 35% do PIB do G-7, em termos nominais. Já em 1995, somente uma década após, esta proporção já alcançava 140% (COUTINHO;

---

<sup>25</sup> Como informa Chandrasekhar (2008), medir o tamanho absoluto do capital financeiro disperso pelo mundo é um objetivo extremamente difícil, principalmente quando se leva em consideração a diversidade de agentes, a enorme quantidade de instrumentos financeiros e praças, e até mesmo a falta de transparência nos registros, mesmo nos chamados “livres mercados”.

BELLUZZO, 1996). Tal panorama foi fortemente influenciado pelas medidas de alinhamento neoliberal a partir de fins dos anos de 1970, como a generalização dos câmbios flutuantes, e o acelerado crescimento na mobilidade de capitais.

Até mesmo os instrumentos derivativos, criados para reduzir a volatilidade dos ativos financeiros e reduzir os efeitos prejudiciais dela decorrentes, terminaram por ser, eles próprios, utilizados no mercado como forma de investimento especulativo, descaracterizando completamente seu próprio objetivo conceitual. Hoje, os contratos em aberto de derivativos correspondem à maior composição do valor em risco do mercado financeiro mundial.

Em abril de 1995, de acordo com dados do BIS, o valor nocional<sup>26</sup> do estoque de contratos de derivativos no mundo todo somava US\$ 40 trilhões (COUTINHO; BELLUZZO, 1996). Este valor corresponde a aproximadamente 129% do PIB mundial nominal do mesmo ano (sendo todos os valores correntes do ano de 1995). Já em junho de 2003, tal soma alcançava US\$ 169,7 trilhões, e impressionantes US\$ 516,4 trilhões em junho de 2017.

Também a partir de estimativas do BIS, verificou-se um volume diário de transações totais<sup>27</sup> de derivativos da ordem de US\$ 8,2 trilhões em meados de 2007, considerando valores nominais (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008). A partir de dados estatísticos disponibilizados pelo BIS<sup>28</sup>, tem-se que o valor nocional dos contratos em aberto em meados de 2020 alcançava aproximadamente US\$ 700 trilhões, com a ressalva de que tal medição é feita somente nos principais mercados financeiros mundiais, e somente com as principais categorias de derivativos negociados organizadamente em bolsa ou balcão, que são razoavelmente passíveis de serem somados ou estimados. Na verdade, é muito possível que tal valor já ultrapasse hoje a estratosférica soma de um quatrilhão de dólares, conforme se discute nos noticiários econômicos e na mídia especializada.

Tal escalonamento de ativos financeiros globais também fez majorar rapidamente o fluxo assimétrico de capitais entre as nações desenvolvidas e as em

---

<sup>26</sup> Valor nocional é o valor da soma total em ativos subjacentes que estão sendo controlados pelo derivativo.

<sup>27</sup> Soma das negociações em bolsa e nos mercados de balcão.

<sup>28</sup> Disponível para consulta pública em: <https://stats.bis.org/statx/toc/DER.html>.

desenvolvimento, sendo o volume geralmente ditado muito mais por fatores presentes nas primeiras.

A partir do fim da década de 1990, o fluxo de capitais entrantes nos países menos desenvolvidos cresceu enormemente, em grande parte de carona com os grandes bancos multinacionais dos países centrais, que se expandiram rapidamente em direção aos países periféricos, levando consigo, e sendo eles próprios, o canal transmissor de vultosos volumes de ativos. A posição em ativos estrangeiros nos balanços destes bancos cresceu fortemente a partir do ano 2000 (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008).

Na esteira dos grandes bancos, chegaram também os investimentos internacionais dos poupadores por meio das seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimento, além de fundos de *hedge* e fundos de *equity*. Os aportes empresariais estrangeiros muitas vezes não tinham como objetivo o investimento de longo prazo, mas sim a busca de retorno por meio de uma rápida valorização patrimonial (“*hot money*”), seja por aquisição de ações em bolsa, ou por compra de participação direta no patrimônio líquido. Mesmo assim, foram categorizados como investimento estrangeiro direto, por conta da metodologia apregoada. Tal natureza de foco no curto prazo, também nos mercados emergentes, trouxe sistematicamente grande instabilidade e aumento do risco para muitos deles, prejudicando a viabilidade de suas políticas macroeconômicas (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008).

Para se ter uma ideia da grandiosidade atingida pelos fluxos financeiros internacionais, a média diária do volume de negócios em moeda estrangeira no mundo subiu de US\$ 570 bilhões em 1989 para US\$ 800 bilhões em 1992, e para US\$ 1,5 trilhão 1998, chegando em seguida a US\$ 1,9 trilhão em 2004 e US\$ 3,2 trilhões em 2007. Como comparação, em todo o ano 2006, as exportações mundiais somaram US\$ 11,8 trilhões, sendo US\$ 2,7 trilhões em exportações de serviços. Assim, o volume global ao dia das transações nos mercados de câmbio foi maior que a totalidade da exportação de serviços em todo o ano de 2006, e perto de um terço de todo o comércio de bens para o mesmo período (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008).

Sob uma outra perspectiva, observa-se que, em 1950, os fundos levantados nos mercados financeiros internacionais representavam 0,5% das exportações mundiais, enquanto que em 1996 este percentual já ultrapassava os 20% (EPSTEIN, 2005).

Se for tomado meados do ano de 2007 como ponto focal, é possível somar os US\$ 3,2 trilhões diários transacionados nos mercados de câmbio com os US\$ 8,2 trilhões diários em derivativos naquele mesmo período, e se chegará à exorbitante cifra de US\$ 11,4 trilhões movimentados todos os dias somente com estas duas classes de ativos financeiros. Às vésperas da crise financeira de 2008, tal soma representava todo o volume anual de exportações de bens e serviços do planeta (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008).

Atualizando o panorama, tem-se que, desde a segunda maior crise econômica que o mundo já viu<sup>29</sup> (a crise de 2008), os gestores globais não só parecem não ter aprendido a lição, como continuam repetindo os mesmos erros, e de forma ainda mais intensa do que antes da crise. Talvez, e isto é somente uma suposição, estejam os bancos centrais atuando permanentemente como forma de evitar os efeitos da chamada “teoria da deflação da dívida” de Fisher<sup>30</sup>, tentando desesperadamente manter o preço dos ativos num patamar seguro indefinidamente.

Seja como for, houve enorme injeção de liquidez dos bancos centrais mundo afora como forma de preservar o valor dos ativos financeiros. Sem prejuízo de algumas medidas visando reestabelecer parte da estabilidade macroeconômica que foram adotadas a partir de 2009<sup>31</sup>, o fato é que o crescimento de ativos globais se acelerou desde então num nível sem precedentes. Infelizmente não se nota fluir estes

---

<sup>29</sup> Embora esteja ocorrendo no momento em que este texto é redigido, ao que parece, a crise mundial de 2020 provocada pela pandemia do COVID-19 se tornou a maior crise econômica da história.

<sup>30</sup> A teoria da deflação da dívida de Fisher inicia pondo em cheque o equilíbrio preconizado pelos neoclássicos, destacando o efeito dos ciclos de negócios contra a estabilidade. As causas primárias que levariam as variáveis econômicas para acima ou abaixo dos seus respectivos pontos de equilíbrio poderiam ser reduzidas em duas: excesso de endividamento (por excesso de crédito); e deflação dos preços dos ativos e bens por conta de um movimento generalizado de liquidação das dívidas. Para maiores detalhes, ver Fisher (1933). Esta teoria foi recentemente atualizada por Ben Bernanke, como explicação para a crise de 2008.

<sup>31</sup> Por exemplo, instituições internacionais estabilizadoras e políticas macroprudenciais.

valiosos recursos para o setor produtivo, que continua apresentando alta capacidade ociosa e proporcionando fraco crescimento.

Um consenso parece haver entre os economistas: o de que a financeirização depende, em última instância, da anuência dos bancos centrais. Já que a alavanca do fenômeno é o crédito, exige liquidez suficientemente grande para ter êxito. Na ocorrência de choques que puxem para baixo a confiança dos investidores no “valor justo” dos ativos, cabe aos bancos centrais, e somente a eles, o poder de salvar a economia do derretimento de seus preços (AGLIETTA, 2000).

Assim, o resultado foi não somente a preservação do valor dos ativos financeiros a nível global, mas sim uma elevação de seus preços em escala nunca antes vista, o que muitos acreditam ser uma nova bolha prestes a estourar a qualquer momento, embora uma boa parte dos especialistas afirme que o sistema financeiro global está com saúde consideravelmente superior ao período pré-crise de 2008.

Com relação ao estoque global de ativos financeiros<sup>32</sup> existentes na economia, ao se analisar as últimas duas décadas, o que se vê é um crescimento constante desde o início dos anos 2000, mesmo após a crise de 2008. Ao final do ano de 2019, o planeta<sup>33</sup> possuía aproximadamente US\$ 404,14 trilhões de ativos financeiros, o que representa 542% do PIB daquele ano (FSB<sup>34</sup> - Financial Stability Board, 2020). Deste valor, 50,5% dos ativos pertencem ao setor bancário, aí incluídos os bancos, os bancos centrais e as instituições financeiras públicas. Os demais 49,5% dos ativos estão nas mãos das instituições financeiras não bancárias (IFNB), sendo as principais

---

<sup>32</sup> Aqui não se considera o valor nocional dos derivativos, mas o valor registrado nos balanços (“*gross market value*”).

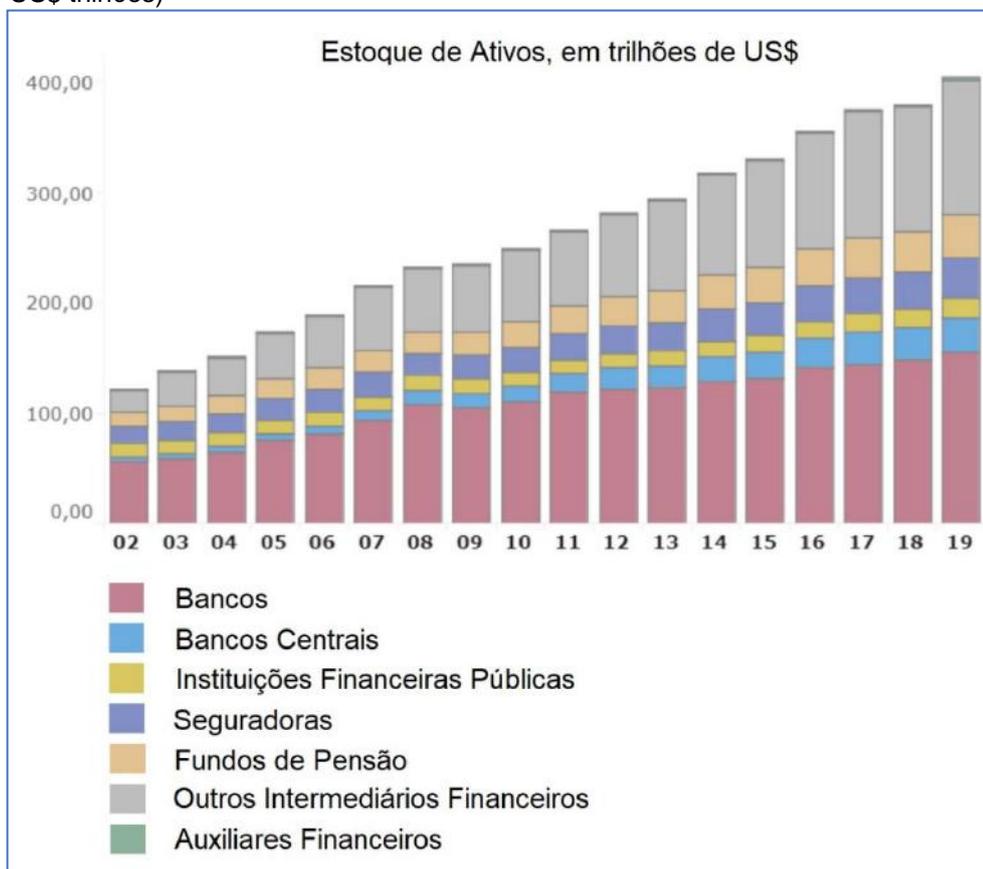
<sup>33</sup> A medição foi feita considerando um grupo com os 19 membros da Zona do Euro e mais 21 países. Este conjunto de 40 nações representa pouco mais de 80% do PIB do planeta. São eles: Áustria, Bélgica, Chipre, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Holanda, Portugal, Eslováquia, Eslovênia e Espanha na Zona do Euro, e mais Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, Ilhas Cayman, Chile, China, Hong Kong, Índia, Indonésia, Japão, Coréia do Sul, México, Rússia, Arábia Saudita, Singapura, África do Sul, Suíça, Turquia, Reino Unido e EUA.

<sup>34</sup> O Financial Stability Board (FSB) é um órgão internacional que monitora e coordena projetos que visam a estabilidade do sistema financeiro internacional. Foi criado em 2009 como o sucessor do Fórum de Estabilidade Financeira (FSF), na esteira dos acontecimentos pós crise de 2008. Possui conexão com o BIS para sua gestão, e com o G-20 e mais diversos outros países como membros. Os representantes de cada país membro estão entre os de mais alto escalão na estrutura econômica de seus países, sendo executivos e ministros de estado de bancos centrais e órgãos econômicos de cada nação. É hoje um dos principais órgãos financeiros e econômicos do planeta, embora sua atuação se dê somente por meio de estudos e recomendações.

os fundos de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras, além de todas as outras instituições não bancárias de menor participação<sup>35</sup>.

O Gráfico 1 apresenta a evolução do estoque global de ativos financeiros a partir do século XXI<sup>36</sup>. Em 2002, a soma total era de US\$ 122,39 trilhões e, desde então, não parou de crescer. Em 2008 este valor já era de US\$ 233,11 trilhões. Mesmo com a crise daquele ano, a partir de 2010, o total de ativos volta a crescer fortemente ano após ano, atingindo uma taxa de 5,2% ao ano entre 2013 e 2018.

**Gráfico 1** — Evolução do estoque global de ativos financeiros (2002 – 2019) (Em US\$ trilhões)



Fonte: FSB (Disponível em: <https://data.fsb.org/dashboard/Time%20Series%20View> Data da consulta: 03/03/2021). Elaboração própria.

Embora o setor bancário tenha crescido, as instituições financeiras não bancárias apresentaram o maior crescimento deste período, com taxa de 5,9% ao

<sup>35</sup> Para maiores detalhes, consultar o relatório *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020*, do *Financial Stability Board*.

<sup>36</sup> Disponível para consulta pública em: <https://data.fsb.org/dashboard/Time%20Series%20View>.

ano. Os US\$ 404,14 trilhões de ativos financeiros atingidos ao fim de 2019 estavam distribuídos conforme a Tabela 1. Nesta classificação do FSB, “Outros Intermediários Financeiros” incluem, por exemplo, os fundos de investimento de todos os tipos, instituições financeiras cativas de grandes corporações empresariais, corretoras, financeiras, contrapartes centrais (CCPs), sociedades fiduciárias e veículos de financiamento estruturado.

Já o Gráfico 2 mostra o avanço do estoque de ativos financeiros como percentual do PIB para cada ano<sup>37</sup> desde 2002. Naquele ano, o total de ativos representava 379% do PIB global, e cresceu fortemente ano após ano até 2009, quando alcançou incríveis 526% do PIB.

Embora o PIB do planeta também tenha crescido fortemente a partir dos anos 2000, quando saiu de US\$ 33,43 trilhões em 2001 para US\$ 87,80 trilhões em 2019<sup>38</sup>, o crescimento de ativos financeiros parece ter ocorrido num ritmo ainda maior para o período de 2002 a 2009.

**Tabela 1 – Distribuição dos ativos financeiros globais em dezembro de 2019**

Grupo	Total de Ativos Financeiros (US\$ trilhões)	Percentual em Relação ao Total	Percentual em Relação ao PIB Global
<b>Total</b>	<b>404,14</b>	<b>100,0</b>	<b>541,7</b>
<b>Setor Bancário</b>	<b>203,99</b>	<b>50,5</b>	<b>273,4</b>
Bancos	155,44	38,5	208,3
Bancos Centrais	30,48	7,5	40,9
Instituições Financeiras Públicas	18,07	4,5	24,2
<b>Setor Não Bancário (IFNB)</b>	<b>200,15</b>	<b>49,5</b>	<b>268,3</b>
Outros Intermediários Financeiros	122,78	30,4	164,6
Fundos de Pensão	39,58	9,8	53,1
Seguradoras	36,26	9,0	48,6
Auxiliares Financeiros	1,53	0,4	2,0

Fonte: Elaboração própria com base em FSB (2020).

Isto pode ser visto quando se observa o rápido crescimento do percentual de ativos financeiros em relação ao PIB entre 2002 e 2009, saltando de 379% para 526%. A partir de 2009, este percentual se estabiliza, porém num patamar bem alto, acima dos 520%, tendo atingido o recorde de 562% do PIB no ano 2016. Isto significa que

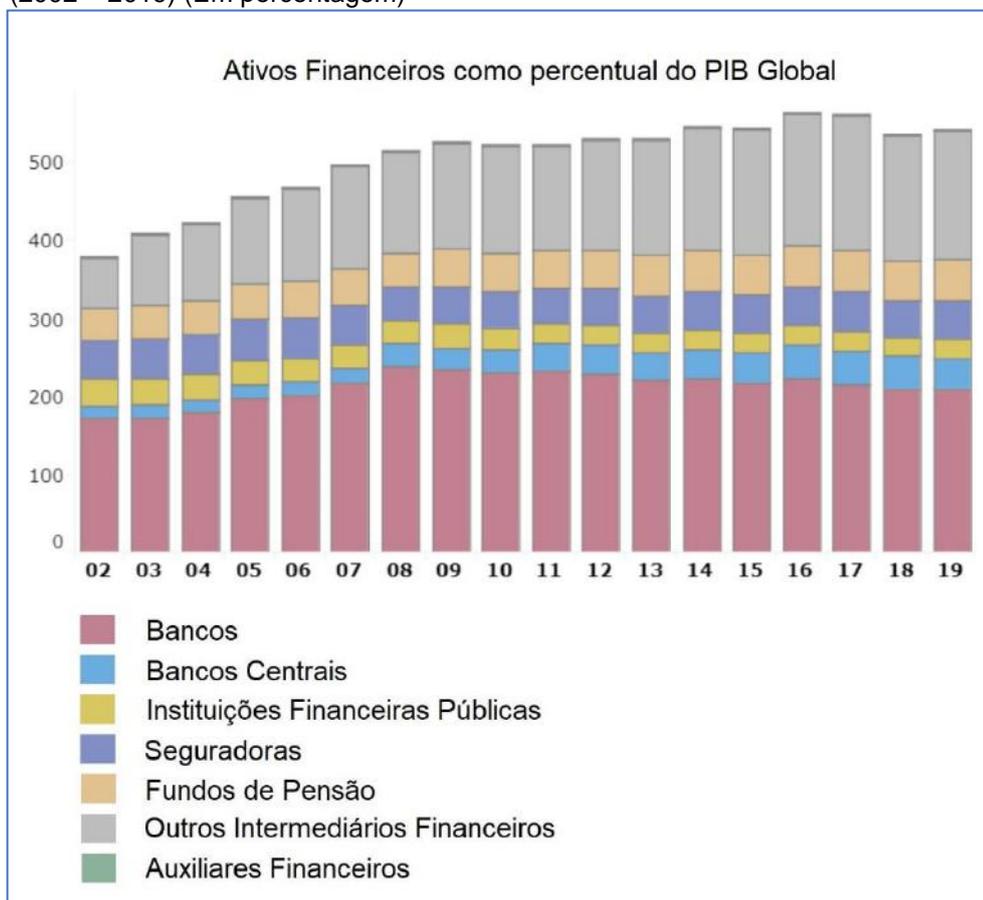
<sup>37</sup> Disponível para consulta pública em: <https://data.fsb.org/dashboard/Time%20Series%20View>.

<sup>38</sup> De acordo com dados públicos do Banco Mundial, disponíveis em: <https://data.worldbank.org/>.

há um estoque de ativos financeiros no planeta que representa mais do que cinco vezes toda a riqueza real que o mundo inteiro consegue produzir, a cada ano.

Este nível de “descolamento” dos ativos financeiros em relação à riqueza subjacente que eles conseguem gerar nunca foi tão alto em toda história, pelo menos desde que passou a ser possível efetuar avaliações deste tipo. Desde a crise mundial de 2008, o aumento do PIB foi de 37,8% até 2019, enquanto que o aumento do estoque de ativos financeiros no mesmo período foi de 73,4%, praticamente o dobro.

**Gráfico 2** — Evolução do estoque de ativos financeiros como percentual do PIB (2002 – 2019) (Em porcentagem)



Fonte: FSB (Disponível em: <https://data.fsb.org/dashboard/Time%20Series%20View>  
Data da consulta: 03/03/2021). Elaboração própria.

O que se vem observando durante a última década, é que a riqueza em forma de ativos financeiros tem se valorizado muito mais por conta da forte elevação dos seus preços de mercado do que devido à reprodução da riqueza real subjacente ao capital produtivo que esses ativos possam representar.

A partir do exposto no capítulo 1, pode-se entender o PIB global como a renda mundial, e o estoque de ativos financeiros como o valor dos PIB-rendas futuros (esperados) descontados ao valor presente a uma determinada taxa, ou seja, seria o valor que todos os capitalistas do mundo, em conjunto, determinam para o conjunto econômico produtivo do planeta<sup>39</sup>.

Assim, é preciso uma reflexão com relação ao fato de fazer ou não sentido um montante de ativos financeiros que é mais do que cinco vezes maior que o atual PIB global. Evidentemente, é sabido que, quanto mais o mercado financeiro se desenvolve, mais ativos financeiros estarão em circulação e, juntamente com a forte entrada dos países periféricos na economia financeira mundial, isto explica parte desta explosão.

Porém, é preciso entender o que de fato significa esta proporção de ativos financeiros em relação ao PIB e, mais importante ainda, qual a proporção mais adequada para o bom e estável funcionamento da economia mundial. Tal questão ainda é objeto de muita investigação na Ciência Econômica e em vários outros campos das Ciências Sociais. A financeirização é, definitivamente, um fenômeno ainda inacabado e dinâmico, isto é, uma realidade em progresso no mundo capitalista.

Estima-se que dois terços do aumento da riqueza global a partir de 2008 tenha ocorrido somente por conta da valorização dos ativos no mercado. Isto induz a uma falsa sensação de maior prosperidade econômica, além de amplificar o problema das crises financeiras, do baixo crescimento e da desigualdade social.

A grande preocupação atual reside no grupo não bancário, onde cresce rapidamente um subgrupo de instituições financeiras<sup>40</sup> que conseguem gerar crédito a nível tal que movimente fortemente a atividade econômica, mas que não possuem a regulamentação robusta a qual está sujeito o setor bancário. Tal grupo é conhecido como *shadow banking*, e carece cada vez mais de atenção das autoridades regulatórias, pois são hoje considerados potenciais fontes de desestabilizações nos

---

<sup>39</sup> Este exercício mental exige uma extrapolação fundamental, que é a de supor que todo o conjunto produtivo global se encontra representado por ativos financeiros com marcação a mercado.

<sup>40</sup> Dentre outros, considera-se no *shadow banking* os bancos de investimento, credores hipotecários, fundos do mercado monetário, veículos de securitização, fundos de *hedge*, fundos de *private equity*, *Fintechs* e intermediadoras de pagamentos digitais.

sistemas financeiros. O *shadow banking* é tido como o principal causador da crise de 2008, por conta da securitização em larga escala da dívida imobiliária *subprime*. Em 2019, o FSB selecionou US\$ 57,1 trilhões de ativos financeiros como sendo potencialmente geradores de instabilidade econômica, devido à sua origem no *shadow banking*, os quais deveriam ter suas movimentações acompanhadas de perto. Este valor representou 28,5% dos ativos financeiros em poder das IFNB daquele ano, e 14,1% dos ativos totais do planeta.

Em 2019, os ativos financeiros brutos globais nas mãos das famílias<sup>41</sup> atingiram a soma de aproximadamente US\$ 226 trilhões<sup>42</sup>, tendo crescido naquele ano 9,7% em relação ao anterior, o maior crescimento desde 2005. Este crescimento deveu-se, novamente, às políticas de expansão de liquidez dos bancos centrais que vingaram fortemente em 2019 (ALLIANZ<sup>43</sup> RESEARCH, 2020). O destaque deste expressivo crescimento ficou com o mercado de ações, que gerou enorme aumento no patrimônio das famílias naquele ano, sobretudo nos EUA (CREDIT SUISSE<sup>44</sup> RESEARCH INSTITUTE, 2020). Saliente-se que tais números devem ser vistos com cautela, dado que são muito recentes e, algumas vezes, têm parte obtida de fontes não oficiais (fontes não governamentais).

Para completar este ciclo vicioso, a pandemia mundial do novo coronavírus de 2020 colocou mais uma vez os bancos centrais de todo o planeta a “rodarem as máquinas de dinheiro” em escala monumental, e se vê, novamente, os recursos fluírem quase que totalmente para os mercados financeiros, sem vazamento para o setor produtivo. Somente nos primeiros seis meses de 2020, estima-se que os ativos financeiros globais em poder das famílias tenham aumentado em 1,5%, no auge da pandemia, embora de forma bem desigual entre os países (ALLIANZ RESEARCH, 2020).

---

<sup>41</sup> Pesquisa feita em 57 países dentre as principais economias do globo.

<sup>42</sup> Os ativos não necessariamente estão diretamente sob controle das famílias, mas também por meio de intermediários, como fundos de pensão e de investimento.

<sup>43</sup> A Allianz SE é a maior seguradora do mundo, e uma das primeiras colocadas dentre as maiores gestoras financeiras do planeta, sediada na Alemanha.

<sup>44</sup> O Credit Suisse Group AG é um dos maiores bancos de investimento multinacionais do mundo, sediado na Suíça.

Além da elevada expansão de liquidez pelos bancos centrais, contribuiu para isto a restrição do consumo na pandemia, que aumentou a poupança e os recursos disponíveis para aplicações financeiras, além das baixas taxas de juros e facilitação governamental pelo crédito, que terminaram por aumentar o apetite pelo capital de risco (CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE, 2020).

De outro lado, estima-se que a dívida pública mundial atingirá 130% do PIB de 2020, nível acima até mesmo do período da segunda grande guerra (ALLIANZ RESEARCH, 2020). Mais uma vez, alerte-se que tais números devem ser vistos com cautela.

Se o mundo realmente estava em uma bolha antes de 2020, ela agora tenderá a se agigantar. Alguns fatos parecem indicar que este é realmente o cenário. De outra forma, como se pode explicar que, em plena pandemia mundial que gerou a maior crise econômica da história do planeta, algumas das principais bolsas de valores do mundo estejam apresentando recordes históricos de valorização sucessivamente? O tempo dirá se o planeta verdadeiramente está, neste momento, imerso na maior das bolhas financeiras.

## 5. INFLUÊNCIAS E EFEITOS DANOSOS DA FINANCEIRIZAÇÃO

Segundo Palley (2007), a financeirização se dá por meio de três canais usuais: na estrutura e operação dos mercados financeiros, no comportamento das corporações não-financeiras, e nas condutas dos formuladores de políticas econômicas. O autor observa que os agentes dos três canais interagem entre si na busca dos seus interesses.

Os mercados financeiros impõem suas demandas às empresas produtivas à medida em que se tornam seus proprietários, e a matemática (arcabouço) do setor financeiro passa a ser obrigatoriamente adotada naquela corporação. Agentes financeiros também atuam com forte *lobby* na busca de obter, dos formuladores de política, um alinhamento à agenda do mercado. Tal agenda é perfeitamente ajustada ao projeto neoliberal, tendo quatro pilares, que são: globalização, Estado mínimo, flexibilidade do mercado de trabalho e abandono da busca pelo pleno emprego<sup>45</sup> (PALLEY, 2007).

Como relata Sweezy (1994, p. 5), “todas as decisões devem passar no teste de aceitabilidade dos mercados financeiros”. Ou seja, no atual panorama, qualquer decisão econômica relevante, seja ela pública ou privada, deve hoje passar pelo “crivo do mercado”.

Com total liberdade, o mercado financeiro conduz a economia à sua maneira. Um estudo econométrico de Cieslak e Vissing-Jorgensen (2020) demonstra como o retorno das ações nos EUA influencia mais as taxas do FED<sup>46</sup> do que os próprios indicadores macroeconômicos americanos<sup>47</sup>. Segundo as autoras, desde meados dos

---

<sup>45</sup> Contudo, Stockhammer (2008) comenta que a participação do Estado nos PIBs permanece estagnada e ainda em altos patamares. Já sobre a busca pelo pleno emprego, é possível ver seu abandono em prol da intocável estabilidade de preços, que parece ser o único objetivo da política monetária e seu ferramental do regime de metas de inflação.

<sup>46</sup> Federal Reserve System (FED) é o sistema de bancos centrais norte-americanos.

<sup>47</sup> Existe atualmente um debate no ambiente econômico que envolve a aceitação ou não de que os indicadores do mercado financeiro (sobretudo o nível de preços das ações) devam ser utilizados como entrada em modelos de política econômica. A polêmica reside justamente no fato de que as variáveis que definem os ativos financeiros, em muitos momentos, se descolam de seus ativos reais subjacentes e seus preços teóricos. Assim,

anos de 1990, períodos de retornos negativos das ações americanas levaram a uma queda nas perspectivas de crescimento vislumbradas pelo FED. Isto ocorre por meio da redução do efeito riqueza e, principalmente, do consumo agregado, e conduz a políticas monetárias de reação que consideram muito mais o valor dos ativos do que os dados econômicos. O retorno do mercado acionário seria um forte componente da Regra de Taylor<sup>48</sup> tal como particularmente utilizada pelo FED (CIESLAK; VISSING-JORGENSEN, 2020).

Em um outro canal de influência, os agentes do mercado possuem expectativas que são claramente e explicitamente capturadas pelos governos por meio de pesquisas e formulários. Tais expectativas se refletem diretamente e rapidamente no preço dos ativos financeiros, que carregam em si os sentimentos e informações que predominam no agregado dos agentes. Os órgãos de governo então se utilizam de tal painel para formular suas políticas que, desta forma, constituem-se carregadas de vieses dados pelo próprio mercado financeiro (KAJANOJA, 2004).

Como numa profecia autorrealizável, o mecanismo objetiva justamente ancorar as expectativas. Sucede então que grande parte das expectativas e juízos do mercado financeiro terminam mesmo por ocorrer, e o movimento se perpetua ciclo após ciclo, colocando de forma sutil e progressiva muitos dos interesses implícitos do mercado financeiro na agenda dos formuladores de política econômica. Ocorre que os demais setores não-financeiros não têm muita influência nos resultados, pois estão fora do conjunto dos respondentes, ou tem fraca participação. Não por acaso, é possível extrair previsões de variáveis como inflação, taxa de juros, crescimento e outras a partir de dados disponíveis nos ativos financeiros.

O capital financeiro coloca sob sua submissão as políticas macroeconômicas do Estado. Em primeiro lugar, é de interesse do setor financeiro manter uma pressão deflacionária, que não corra o retorno real sobre seus ativos. A partir daí, são adotados cortes de impostos mas, de outro lado, também se opõem ao financiamento do déficit por dívida pública, já que este poderia aumentar a liquidez numa velocidade

---

utilizar indicadores financeiros como input pode não ser uma boa base para aproximações e previsões de variáveis reais.

<sup>48</sup> Regra de política macroeconômica que determina exogenamente a taxa de juros a se utilizar em um dado período, e que foi formulada por John Brian Taylor em 1993. Para maiores detalhes, ver Taylor (1993).

tal que geraria inflação. Outra razão é que, sendo o gasto do governo autônomo em sua essência, altas flutuações na taxa de juros para financiar a dívida gerariam maior imprevisibilidade nas estimativas de lucros ex-ante dos mercados financeiros.

Em essência, assumir que o Estado tem autonomia total em seus gastos, podendo recorrer ao artifício do déficit financiado, significa um Estado intervencionista, o que vai de encontro ao mito da “economia de mercado”. Com a contenção do déficit, se estrangulam as despesas sociais e de investimento governamental a todo momento. Desta forma, o mercado financeiro busca deslegitimar o Estado em seu nome, privatizando seu aparato e desmanchando seus propósitos sociais. Esta pressão pela austeridade fiscal é imposta de forma institucional pelos grandes *players* do mercado financeiro, com alterações legais e até mesmo constitucionais (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008).

A tese da “liberalização financeira” argumenta que restrições do governo ao sistema bancário causam má alocação no investimento. Assim, defende a remoção dos tetos das taxas de juros, redução de depósitos compulsórios, e o fim do direcionamento do crédito. Ou seja, busca dar total liberdade de crédito para que o mercado, sozinho, defina sua melhor alocação, por meio do ajuste automático da taxa real de juros, expurgando da economia os projetos de investimento menos eficientes, elevando a produtividade média do capital (SAWYER, 2016). Infelizmente, é notório que a história real não é bem essa preconizada maravilhosamente bem pela teoria.

Um outro pilar do neoliberalismo e do empoderamento do mercado financeiro é o do banco central independente. Desta forma, a política macroeconômica se torna precipuamente uma política monetária (e de câmbio flutuante, o que favorece a especulação), relegando à política fiscal a posição de mera coadjuvante. O objetivo é eliminar o déficit fiscal financiado, pois só assim se dará a autonomia concreta que o banco central e o sistema financeiro privado almejam, na trilha pelo “Estado mínimo” (CHANDRASEKHAR; G-24; UNCTAD, 2008).

Pelo lado real da economia, da mesma forma, os efeitos da financeirização compreendem muitas dimensões, com prejuízos para países, governos, empresas, famílias e indivíduos. Segundo Palley (2007), a partir dos anos 1980, um novo ciclo

de negócios teve início nos EUA, perpassando diferentes presidentes. São características marcantes do período nos EUA:

Dólar supervalorizado, déficits comerciais, deflação ou inflação baixa, perda de empregos na indústria, inflação nos preços de ativos (ações e habitação), aumento da desigualdade de renda, descolamento dos salários dos trabalhadores do crescimento da produtividade, e aumento do endividamento das famílias e das empresas (PALLEY, 2007, p. 24).

Com relação ao crescimento econômico, muitos trabalhos científicos apontam que existe uma relação em forma de “U invertido” entre o crescimento do setor financeiro e o crescimento do PIB. O desenvolvimento financeiro é questão resolvida na economia, e não há dúvidas de que um setor financeiro maduro é condição fundamental para o crescimento. Em geral, se encontra uma correlação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Porém, ao passar do ponto ótimo, migra-se para um cenário desfavorável, e que tende a provocar decréscimo da riqueza (EPSTEIN, 2015).

Diversos estudos recentes demonstram que, a partir deste ponto, continuar crescendo o tamanho do setor financeiro acaba trazendo prejuízos ao avanço econômico (SAWYER, 2016). A questão central que segue é, portanto, calibrar o tamanho deste setor, para que não se torne predatório sobre os demais. À medida que o setor financeiro se torna excessivo, parece razoável supor que o capital se esteriliza, quando demasiadamente desviado dos setores reais da economia.

O fato é que a financeirização vem sendo associada a um “crescimento econômico morno” (PALLEY, 2007, p. 3; STOCKHAMMER, 2008). O autor expõe esta tendência arguindo que o crescimento médio do grupo contendo EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá na década de 1980 foi maior que o da década de 1990, que por sua vez foi maior que o da década seguinte (PALLEY, 2007). A década de 2010 apresentou uma leve melhora para este grupo. A Tabela 2 apresenta os dados. Já sobre o investimento fixo bruto, Palley chega à mesma conclusão, de que houve fraco desempenho no período, bem como desaceleração nos últimos 30 anos. O Gráfico 3 mostra claramente a queda da formação bruta de capital (fixo mais estoques) como percentual do PIB, para o grupo de países contendo

EUA, Canadá, Japão, Reino Unido, e os da zona do Euro, no período entre 1970 e 2019.

Stockhammer (2008) faz um recorte da situação na zona do Euro a partir dos anos de 1970, e apresenta dados que demonstram que o crescimento real do PIB veio caindo significativamente desde então. O PIB real saiu de um crescimento médio de 3,27% nos anos 70 para 1,49% na década de 2000. Analisando-se o grupo contendo EUA, Canadá, Japão, Reino Unido e os países da zona do Euro, nota-se claramente a mesma queda acentuada no crescimento médio do PIB real a partir de 1960, conforme o Gráfico 4.

**Tabela 2** – Crescimento médio do PIB real do grupo de países contendo EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá

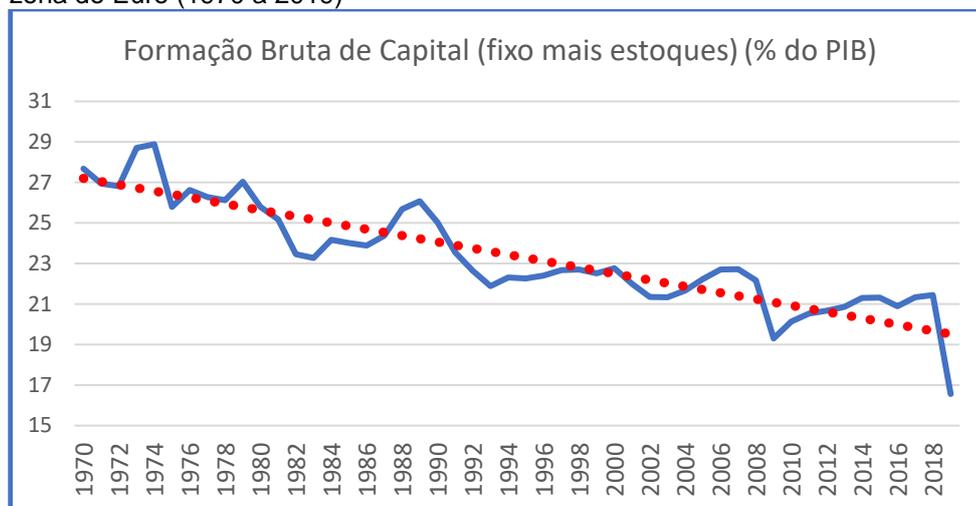
<b>Década</b>	<b>Média de Crescimento (PIB real)</b>
Década de 70	3,70%
Década de 80	2,83%
Década de 90	2,00%
Década de 2000	1,46%
Década de 2010	1,60%

Fonte: Banco Mundial (<https://data.worldbank.org/>). Data da consulta: 06/05/2021) Elaboração própria.

Na outra ponta, as taxas de juros reais de longo prazo cresceram fortemente no mesmo período. Como ponto positivo, temos a inflação caindo de 9,21% em média nos anos 70 para 2,41% nos anos 90, e em seguida 2,01% na década de 2000 (STOCKHAMMER, 2008). Isto parece explicitar o foco da política neoliberal na estabilização monetária, seja a que custo for.

Uma questão também importante é quando o crédito se desloca do investimento produtivo para as aplicações em ativos financeiros, o que leva a pouco ou nenhum efeito de crescimento. A verdade é que apenas uma pequena parte do gigantesco volume de transações nos mercados financeiros com títulos e ações termina, de fato, por financiar investimentos reais (SAWYER, 2016).

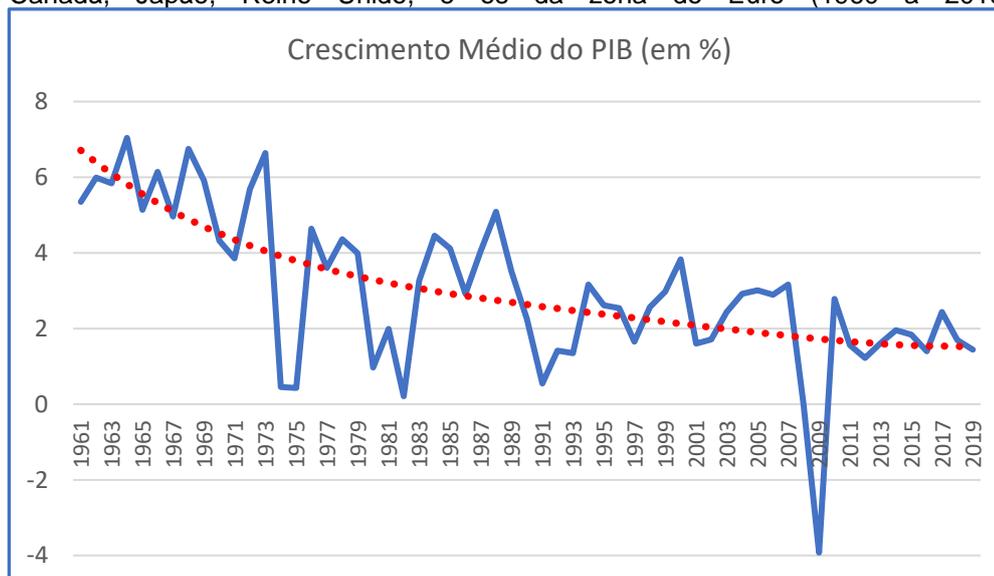
**Gráfico 3** – Formação bruta de capital (fixo mais estoques) como percentual do PIB, para o grupo de países contendo EUA, Canadá, Japão, Reino Unido, e os da zona do Euro (1970 a 2019)



Fonte: Banco Mundial (<https://data.worldbank.org/>). Data da consulta: 06/05/2021).  
Elaboração própria.

Para Stiglitz (1994), o mercado de ações, na prática, funciona como “um fórum no qual os indivíduos podem trocar riscos” (STIGLITZ, 1994, p. 21). Aliás, as bolsas de valores funcionam como um jogo de soma zero no curto prazo quando se considera o mercado secundário, de proporções esmagadoramente maiores que o primário.

**Gráfico 4** – Crescimento médio do PIB real, para o grupo de países contendo EUA, Canadá, Japão, Reino Unido, e os da zona do Euro (1960 a 2019)



Fonte: Banco Mundial (<https://data.worldbank.org/>). Data da consulta: 06/05/2021).  
Elaboração própria.

Lá, o dinheiro somente troca de mãos na mesma medida entre perdedores e ganhadores em cada operação<sup>49</sup>. Há aquele que aposta na subida do ativo, e por isso o compra daquele que aposta na queda. Ao final de certo período, um ganhará exatamente a mesma quantia que o outro perderá.

No longo prazo, as bolsas de valores deveriam sim angariar recursos e canalizá-los aos investimentos, porém o longo prazo tem se tornado somente uma repetição infinda de curtos prazos, com exatamente as mesmas estruturas. Em suma, a bolsa de valores “é talvez mais um cassino de jogo do que um local em que os fundos estão sendo levantados para financiar novos empreendimentos e expandir as atividades existentes” (STIGLITZ, 1994, p. 21).

Com frequência observa-se as tentativas inócuas de governos em ampliar o crédito para retomada de produção e emprego. Geralmente, este crédito usa a rede de bancos privados para se espriar pelas empresas não-financeiras. Ocorre que os bancos conseguiram normatização tal, que hoje lhes confere grau extenso de discricionariedade na destinação deste dinheiro novo. Está nas mãos dos bancos escolher como, e até mesmo se, este crédito será colocado à disposição das empresas.

Muitas vezes, é justamente nas situações de crise, quando o crédito é mais necessário, que os bancos resolvem restringi-lo e destinar as reservas disponíveis para aplicações no mercado financeiro, inclusive aplicações remuneradas pelo próprio governo.

Epstein (2005) ressalta a relutância dos economistas<sup>50</sup> e formuladores de política econômica no enfrentamento de repercussões nítidas:

Fluxos financeiros especulativos e excessivamente líquidos, e que criam balanços carregados de dívida, perspectivas excessivamente de curto prazo, volatilidade e erro de precificação de ativos importantes, incluindo taxas de

---

<sup>49</sup> No mercado primário, as empresas de fato conseguem levantar recursos na venda de suas ações ao mercado. Já no mercado secundário, os lucros e prejuízos nas transações pertencem aos negociantes dos papéis, e a empresa, via de regra, não ganha e nem perde recursos nestas operações.

<sup>50</sup> Epstein (2005) sugere que esta relutância se deve a fatores como a dependência de modelos econômicos e recursos de países desenvolvidos, apoiadores da financeirização, neoliberalismo e globalização, o poder de elites que lucram com tais políticas econômicas, além da falta de proatividade da maioria dos economistas em questionar o status quo que se implantou no *mainstream economics*.

câmbio, e ainda subsequente má alocação de recursos e crescimento econômico instável (EPSTEIN, 2005, p. 12).

Pelo lado social, o compromisso do bem-estar assumido após a Segunda Guerra Mundial parece ter desaparecido, mesmo em países controlados por governos da social democracia, impregnados atualmente de pensamentos neoliberais (GENTIL, 2020).

Na dimensão compreendida pelos trabalhadores, seus salários e níveis de bem-estar, muitos estudos conseguiram comprovar empiricamente que o fenômeno tem impactos negativos, afetando também a produtividade e o desenvolvimento dos trabalhadores (EPSTEIN, 2015). O efeito mais evidente aparece como elevação do desemprego. A rápida renovação tecnológica vem causando profundas e aceleradas transformações no mercado de trabalho, extinguindo velhas funções numa taxa muito maior que o crescimento das novas.

Com relação aos salários, Palley (2007) conclui, a partir dos dados dos trabalhadores da produção não supervisores<sup>51</sup> dos EUA (80% dos empregados, segundo o autor) que, a partir de fins dos anos 1970, os vencimentos começaram a se estagnar, mesmo com a produtividade aumentando. O Gráfico 5 ilustra este argumento para o período de 1948 até 2018 nos EUA.

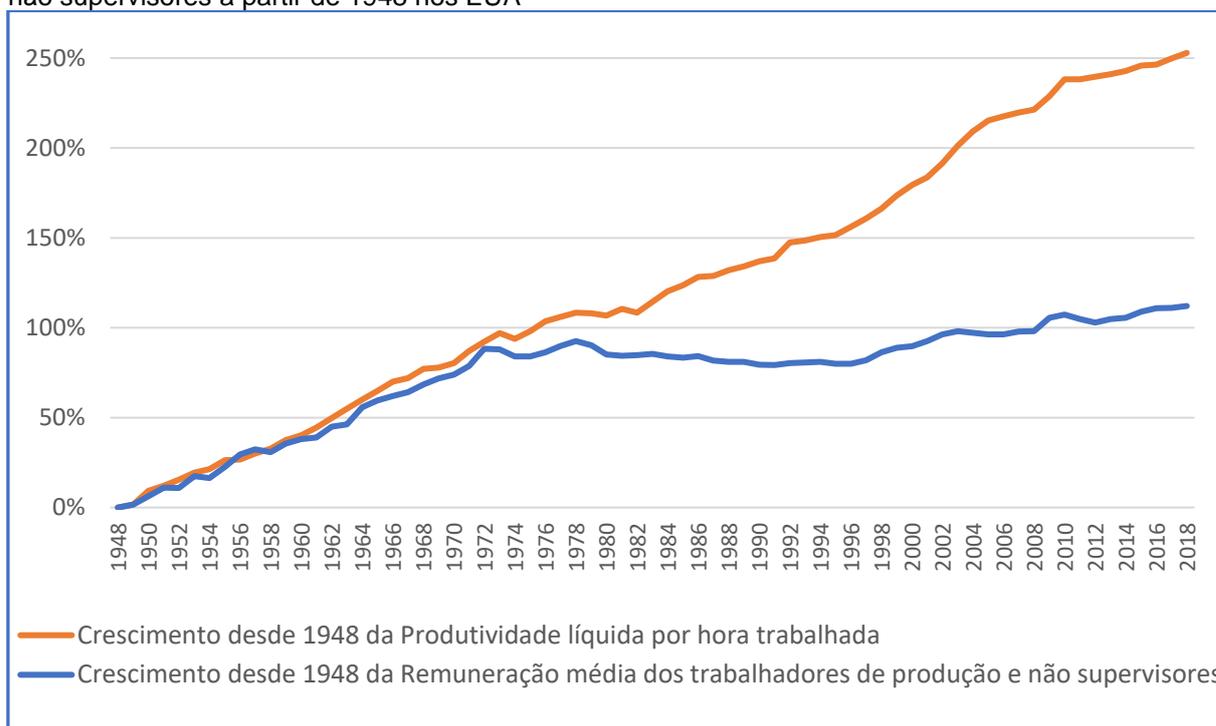
O autor apresenta dados que mostram uma desaceleração no crescimento da renda média nas principais economias capitalistas no mundo a partir de fins dos anos de 1970, a saber: EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, e Canadá. O único que demonstra crescimento estável da renda no período é o Reino Unido.

Novamente analisando a zona do Euro, Stockhammer (2008) demonstra que, a partir dos anos de 1970, o crescimento real dos salários vem caindo significativamente, saindo de 3,23% nos anos 70 (quando acompanhava o crescimento da produtividade) para 0,45% nos anos 2000. Também apresenta um forte crescimento da taxa de desemprego nos últimos 40 anos, saindo de 4,16% em média nos anos 70 para 8,47% nos anos 2000, chegando a alcançar quase 10% na década de 1990.

---

<sup>51</sup> Sem cargo de chefia.

**Gráfico 5** — Evolução do crescimento da produtividade e da remuneração média dos trabalhadores não supervisores a partir de 1948 nos EUA



Fonte: Economic Policy Institute (<https://www.epi.org/data/#?subject=prodpay/>). Data da consulta: 06/05/2021). Elaboração própria.

O mesmo não parece ser o caso dos salários dos altos executivos, que tiveram aumentos exorbitantes quando comparados com os rendimentos médios dos trabalhadores em geral, gerando uma discrepância histórica de remuneração entre operários e altos gestores, que possuem proventos comumente atrelados aos ganhos de capital no setor financeiro (PALLEY, 2007; EPSTEIN, 2015).

Um dos principais problemas da financeirização é que ela parece estar piorando o panorama distributivo. A desregulação que a financeirização necessita leva a um inevitável panorama de redução do Estado e da proteção social. O extremo liberalismo econômico corrompe agentes políticos e os coloca a serviço do capital especulativo. Obviamente, quem mais sofre com as oscilações abruptas da economia é a classe menos afortunada dos trabalhadores.

Nos EUA, a distribuição de renda no período sofreu forte piora, quando o quociente renda das famílias 5% mais ricas sobre a renda das 20% mais pobres teria passado de 11,4 vezes em 1979 para 20,7 vezes em 2004 (PALLEY, 2007).

Estudos apontam que os lucros financeiros estão sendo desviados de outros grupos, como o das rendas dos trabalhadores e o dos impostos de contribuintes (renda dos governos). Esta renda, portanto, não vem do crescimento da riqueza nacional, como propagado pela corrente neoclássica.

Palley (2007) expõe dados que mostram que os lucros do setor financeiro saltaram de um valor que correspondia a 25,7% dos lucros não-financeiros em 1973 para 43,2% em 2005, chegando a atingir o percentual de 49,7% no ano 2000, o que equivale a dizer que, neste ano, aproximadamente um terço de todo o lucro dos EUA veio do setor financeiro.

Tais dados, para Palley (2007), não são mais do que o reflexo de uma nova ordem mundial para com os mercados produtivos e de trabalhadores, onde a lógica predominante e a condução das políticas é definida pelos agentes financeiros e seus prepostos, de acordo com seus interesses, promovendo transformações estruturais na economia, na política econômica e na atuação das empresas.

Ainda que seja a questão mais difícil de se comprovar, há evidências suficientes para se levantar a hipótese de que a financeirização vem aprofundando as desigualdades de renda e social no mundo capitalista (EPSTEIN, 2015).

A desigualdade também é afetada pelo efeito renda na economia financeirizada. Com a elevação dos preços dos ativos financeiros ocorrida nos últimos anos por conta das sucessivas injeções de liquidez, famílias com grande patrimônio possuem capacidade de se endividar cada vez mais, tomando crédito tanto para seu consumo quanto para novas aplicações financeiras, realimentando o ciclo. Tal mecanismo não é acessível aos mais pobres, o que está levando a desigualdade a níveis altíssimos por todo o globo.

Dados do *World Inequality Report 2018* mostram claramente como a distribuição de riqueza vem se tornando cada vez mais desigual desde a década de 1980 (ALVAREDO et al., 2018). A desigualdade na renda tem provocado distorções na distribuição de riqueza de forma acumulada nas principais economias mundiais.

No Gráfico 6 pode-se observar dados de cinco grandes economias, mostrando como a década de 1970 representou uma reversão na tendência de melhoria da equidade de riqueza que se observava desde o início do século XX, e que se acelerou no pós Segunda Guerra Mundial. A situação parece mais crítica nos EUA, China e Rússia, com rápido crescimento na desigualdade a partir dos anos de 1980. Já na Europa a piora deste quadro parece ser em menor escala (ALVAREDO et al., 2018).

Nos EUA, o grupo dos indivíduos 1% mais ricos elevou sua participação na riqueza daquele país de 22% em 1980 para 39% em 2014. A concentração de riqueza dos 1% mais ricos também dobrou na China e na Rússia, porém em ritmo muito mais acelerado, entre os anos de 1995 e 2015 (ALVAREDO et al., 2018).

Uma outra forma de compreender o quadro de piora na desigualdade, bem como sua conexão com o receituário neoliberal, é a partir da divisão de capital privado e capital público. Desde década de 1980, a taxa de crescimento do capital privado vem sendo dezenas de vezes maior que a do capital público. Isto evidentemente enfraqueceu o poder do Estado de combater a própria desigualdade social (ALVAREDO et al., 2018).

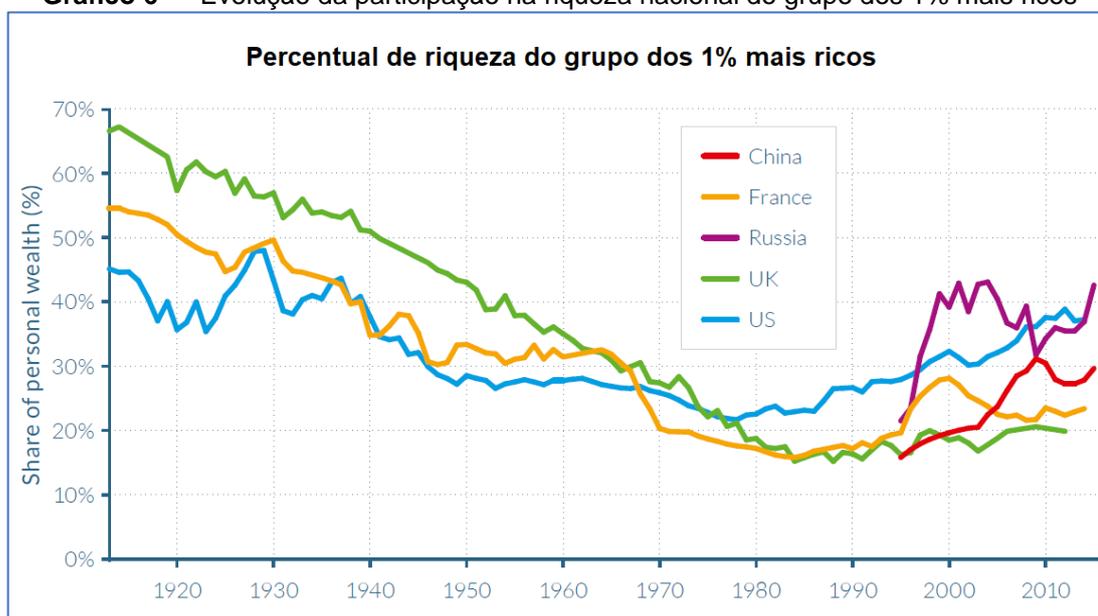
Com relação às contas internacionais, tem-se visto oscilações das taxas de câmbio cada vez maiores. Este parece ser mais um efeito da grande integração financeira mundial, com fluxos nas contas de capitais cada vez mais abruptos nas entradas e também nas saídas. O comércio, sozinho, já não esclarece mais essas intensas movimentações (MINSKY, 1994; STOCKHAMMER, 2008).

Como resultado, observa-se taxas de câmbio apresentando variações brutais em questão de poucos dias, o que provoca danos consideráveis nas empresas com passivos em moeda externa, além de pressionar a inflação nos países periféricos de moeda mais fraca. Alterações no volume das exportações e condições financeiras domésticas também estão entre os problemas encontrados.

Os fluxos de capitais e as correspondentes flutuações cambiais vêm se tornando um problema maior nas economias emergentes. Estas nações apresentaram uma abertura financeira maior desde os anos 2000, sem que suas estruturas

econômicas estejam plenamente maduras. Com tal mecanismo, mesmo diante de alto grau de abertura comercial, não é garantido que haverá uma tendência à alocação eficiente de recursos a nível mundial, o que invalidaria as teorias de comércio internacional, incluindo até mesmo o argumento da vantagem comparativa, já que não se pode mais isolar tais teorias dos pressupostos financeiros tal como era feito no passado. Logo, sem políticas de controle que mantenham adequadas a taxa de câmbio e o nível de emprego, não se pode pleitear impunemente o livre comércio (EPSTEIN, 2005).

**Gráfico 6** — Evolução da participação na riqueza nacional do grupo dos 1% mais ricos



Fonte: World Inequality Database, 2017 (<https://wid.world/>). Com base em ALVAREDO et al., 2018, p. 16.

Os fluxos de capitais e as correspondentes flutuações cambiais vêm se tornando um problema maior nas economias emergentes. Estas nações apresentaram uma abertura financeira maior desde os anos 2000, sem que suas estruturas econômicas estejam plenamente maduras. Com tal mecanismo, mesmo diante de alto grau de abertura comercial, não é garantido que haverá uma tendência à alocação eficiente de recursos a nível mundial, o que invalidaria as teorias de comércio internacional, incluindo até mesmo o argumento da vantagem comparativa, já que não se pode mais isolar tais teorias dos pressupostos financeiros tal como era feito no passado. Logo, sem políticas de controle que mantenham adequadas a taxa de

câmbio e o nível de emprego, não se pode pleitear impunemente o livre comércio (EPSTEIN, 2005).

Para Stockhammer (2008), um ponto central está na busca desenfreada por arbitragens com taxas de juros, onde se toma emprestado nas economias fortes e de baixa taxa e se aplica, em geral, em economias mais frágeis, que se utilizam de altas taxas de juros como forma de estabilização monetária. Decorre daí fortes descompassos em balanços de empresas, bancos e governos, por conta de abruptos choques cambiais (STOCKHAMMER, 2008).

Por fim, nas grandes economias, é possível identificar uma aliança entre instituições financeiras, grandes indústrias, políticos influentes e conservadores, além dos grupos familiares mais ricos, no sentido de salvaguardar uns aos outros e manter o status quo, objetivando dar continuidade ao plano de valorização espúria de seu patrimônio e, principalmente, defesa do seu valor nominal em caso de grave crise. Obviamente, a grande parcela da população de classes média e baixa está de fora deste círculo, sofrendo os efeitos do “desmantelamento do estado de bem-estar social e privatização de serviços públicos essenciais à população carente” (GENTIL, 2020, p. 3).

Entretanto, alguns países ainda conseguem manter alguma ideologia de proteção de renda e emprego para os trabalhadores em caso de desaceleração, como o caso da Alemanha (BOYER, 2010).

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A financeirização é um fenômeno de fins do século XX, que ficou mais claro para os economistas a partir do século XXI. Não existem mais dúvidas de que as bases sob as quais o capitalismo foi fundado mudaram completamente. Há um crescimento acelerado do “mercado financeiro do desserviço”, e “a conclusão geral a que se chega é que o setor financeiro se tornou grande demais” (SAWYER, 2016, p. 43).

Nos últimos 120 anos, pelo menos, a forma do capitalista buscar a reprodução de seu capital foi se alterando progressivamente, conforme foram surgindo dilemas e barreiras estruturais à reprodução na esfera produtiva e conforme as novas teorias financeiras e as novas tecnologias foram se incorporando no cotidiano das atividades econômicas dos agentes. Isto gerou um enorme espectro de destinações alternativas para o capital.

Com a desregulação financeira e outros importantes acontecimentos dos anos 1970, o arcabouço econômico do mundo capitalista central se alterou, e os detentores da riqueza, em geral, passaram a explorar cada vez mais os ganhos por meio de ativos do setor financeiro, que se tornou excessivo e acabou drenando importantes recursos dos setores produtivos. Notáveis evoluções tecnológicas e nas comunicações propiciaram também um rápido avanço do mercado financeiro.

Hoje, por meio de uma ultra liquidez (processo veloz de securitização), tudo se transfigura em “papel”, tornando-se ativo financeiro padronizado com o objetivo de ser negociado em mercados organizados, de forma simples e ágil. Modernos sistemas permitem negociações em volumes colossais diariamente e, mediante fraca regulação, são quase um convite ao posicionamento especulativo. Somado a tudo isso existe, muitas vezes, a natureza mesquinha do ser humano, na busca de lucros cada vez mais rápidos e fáceis (dinheiro “fácil”, sem os inúmeros riscos da produção).

Neste cenário, a financeirização trouxe sérios problemas tanto para economias centrais quanto para as periféricas. Alterações negativas nas estruturas sociais, políticas, ambientais e econômicas nestes países são as principais. Dentro do campo econômico, diversos estudos e dados parecem comprovar que a financeirização vem gerando um crescimento econômico médio cada vez menor a partir dos anos 1970, com implicações maléficas também no desemprego, renda, distribuição de riqueza, além da instabilidade econômica.

Os problemas deflagrados pela financeirização são intrínsecos e crônicos ao funcionamento do capitalismo, cuja solução, de difícil contorno, implicaria reformar profundamente suas bases, com renovações estruturais fundamentais (EPSTEIN, 2015). Desfinanceirizar as economias tem sido um tema dos mais urgentes e importantes, ao ponto de estar no centro dos debates atuais da Ciência Econômica.

Palley (2007) argumenta que é necessária uma “mudança fundamental do paradigma político, de modo a reconfigurar o equilíbrio do poder econômico e a dinâmica por trás do ciclo de negócios” (PALLEY, 2007, p. 26). Ainda, restaurar um controle mais robusto sobre os mercados financeiros, além de ampliar os mecanismos de arrefecimento dos movimentos especulativos, que hoje basicamente se resumem a elevações da taxa de juros, a qual termina por fazer declinar também a economia real. É preciso desfazer os pressupostos neoliberais, retornando com o protagonismo do pleno emprego, implementando uma globalização que gere justiça econômica entre as nações, afim de tornar o Estado novamente um ator em prol do bem-estar social, promovendo a qualidade do emprego em resposta à precarização das últimas décadas.

Pelo lado corporativo, Palley (2007) sustenta que as empresas devem abandonar a corrida cega pelo máximo retorno dos acionistas, e buscar ganhos que satisfaçam aos interesses de todas as partes interessadas, sobretudo com foco no longo prazo, ao invés do curto prazo como vem sendo praticado.

Epstein (2005) elenca algumas correntes de soluções que poderiam amenizar a instabilidade trazida pela financeirização: maior controle de capitais internacionais,

com políticas de ajuste temporário visando suavizar os choques de entrada e saída dos mesmos (incluindo a exigência de reservas), e elevação nas tributações sobre transações com títulos em geral e de câmbio; e ainda, sobre os capitais internos, vincular tributações sobre transações financeiras com investimento governamental em infraestrutura e serviços públicos.

A elevação do endividamento, por si só, não deve ser um problema. Mais importante que o crescimento do endividamento, é a destinação final dos recursos levantados. A qualidade do crédito deve ser tal que permita ser direcionado para os que de fato possuem condições de pagá-lo, e a seleção deve atender, prioritariamente, a propósitos diretamente ligados à economia real.

Além do mais, é condição fundamental que as taxas de juros na ponta sejam em níveis que permitam um bom retorno sobre os investimentos produtivos decorrentes da operação, havendo modicidade tarifária neste tipo de crédito, inclusive por meio de regulação compulsória dos governos. Neste aspecto, existem alguns avanços recentes de pulverização de mercado na relação microeconômica entre finanças e tecnologia, por exemplo, por meio das chamadas *fintechs*.

Sawyer (2016) defende a necessidade de se criar um processo de desfinanceirização a nível global, reduzindo o tamanho do setor financeiro e reestruturando-o, de forma a voltar a ter como princípio primeiro o atendimento às necessidades econômicas, sociais e ambientais. Para o autor, devem ser desenvolvidas uma série de instituições financeiras em dois grupos, sendo o primeiro com foco no desenvolvimento, lançamento e comercialização de ativos financeiros, deixando para segundo grupo o papel de veículo entre poupança e financiamento produtivo com correspondente desenvolvimento econômico do país, além de suportarem um sistema de pagamentos.

Assim, diferentes tipos de instituições financeiras se especializarão em diferentes tipos de crédito, melhorando as condições de empréstimo e garantias de pagamento, evitando problemas de racionamento de crédito. O primeiro grupo teria como foco principal o lucro de seus acionistas. Já para o segundo grupo, um ganho distribuído que beneficiaria todos os *stakeholders*, trazendo ganhos para todo o conjunto da sociedade, sendo que nele estariam as cooperativas de crédito, os bancos

comunitários, os bancos públicos regionais, os fundos de empréstimos sem fins lucrativos e de microcrédito, os bancos estatais e de capital misto, e os bancos de fomento (SAWYER, 2016).

Além disso, Sawyer (2016) também propõe o uso de tributos como ferramenta para viabilizar a redução do tamanho do setor financeiro, bem como mudanças em sua natureza, trazendo-o novamente para sua função histórica de irrigação da produção. Uma alternativa seria um imposto sobre transações financeiras, entendidas aqui como transações envolvendo ativos financeiros. Esta seria uma forma também de reduzir o excesso de operações especulativas, tal qual Keynes já propusera na década de 1930. Argumenta ainda que os impostos indiretos, como os incidentes sobre o valor agregado (conhecidos como IVA), muitas vezes não são aplicados no setor financeiro tal como ocorre na cadeia produtiva, o que, por vezes, torna este setor subtributado, trazendo distorções de rentabilidade entre os setores e má alocação social dos recursos.

A nova mudança deve ser estrutural como a que se seguiu a 1929. Como aponta Van der Zwan (2014), “a crise financeira [de 2008] não levou a uma mudança paradigmática no pensamento econômico, como a que resultou no *New Deal* dos anos 1930” (p. 121). Segundo Boyer (2010) e muitos outros economistas, a próxima bolha financeira já está contratada, e trará uma “crise econômica e social ainda mais severa” (BOYER, 2010, p. 352). As mesmas elites e seus respectivos compadrios dão continuidade às mesmas práticas, com especulações descomedidas sobre ativos financeiros, agora num ritmo ainda maior.

Para encerrar, é proveitoso lembrar novamente Aristóteles, que mais de dois mil anos atrás já alertava ser possível que “muitas vezes um homem sofra necessidades mesmo em meio à abundância de riqueza, pois não pode alimentar-se nem vestir-se com dinheiro” (ANTUNES, 2015, p. 94).

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel. Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions. **Economy and Society**, v. 29, p. 146-159, 2000.

ALLIANZ RESEARCH. **Allianz Global Wealth Report 2020**. Munich, Allianz Research, 2020.

ALVAREDO, Facundo; CHANCEL, Lucas; PIKETTY, Thomas; SAEZ, Emmanuel; ZUCMAN, Gabriel. **World Inequality Report 2018**. Harvard University Press, 2018.

ANTUNES, Jadir. Aristóteles e a metafísica do dinheiro. **Problemata - Revista Internacional de Filosofia**, v. 6, nº 3, 2015.

BAER, Mônica. Mudanças e tendências dos mercados financeiros internacionais na década de 80. **Madri Pensamiento Iberoamericano**, n. 18, p. 65-81, 1990.

BOYER, Robert. The Collapse of Finance But Labour Remains Weak. In: Contribution to Discussion Forum on Labour and the Global Crisis. **Socio-Economic Review**, nº 8, p. 348-353, 2010.

BRAGA, José Carlos. **Temporalidade da Riqueza - Uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista**. Campinas, SP : [s.n.], 1985.

\_\_\_\_\_. Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 65, p. 89-102, 2009.

BRUNNERMEIER, Markus; BANCA D'ITALIA. Financial Dominance. **Paolo Baffi Lecture**, Roma, 2015.

CARNEIRO, Ricardo; ROSSI, Pedro; CHILIATTO-LEITE, Marcos; MELLO, Guilherme. A quarta dimensão: os derivativos em um capitalismo com dominância

financeira. **Texto para Discussão – Instituto de Economia Unicamp**. Campinas, Editora da Unicamp, 2011.

CHANDRASEKHAR, C.P.; G-24; UNCTAD. Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries: New Trends in Emerging Markets and Their Implications. **G-24 discussion paper series**, n. 52. UN, 2008.

CHESNAIS, François. A emergência de um regime de acumulação mundial predominantemente financeiro. **Praga – Revista de Estudos Marxistas**, nº 3, São Paulo: Hucitec, p. 19-46, 1997.

CIESLAK, Anna; VISSING-JORGENSEN, Annette. The Economics of the Fed Put. **The Review of Financial Studies**. Oxford University Press, 2020.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 7, p. 129–154, 1996.

\_\_\_\_\_. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 11, p. 137–150, 1998.

CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE. **Global Wealth Report 2020**. Zurich, Credit Suisse Research Institute, 2020.

CROTTY, James. The Neoliberal Paradox: The impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Market on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. In: EPSTEIN, Gerald A. (ed.). **Financialization and the World Economy**, Northampton: Edward Elgar, p. 77-110, 2005.

DE LONG, J.B.; SHLEIFER, A.; SUMMERS, L.H.; WALDMAN, R.J. Noise Trader Risk in Financial Markets. **Journal of Political Economy**, v. 98, p. 703-38, 1990.

DIESSNER, Sebastian; LISI, Giulio. Masters of the ‘masters of the universe’? Monetary, fiscal and financial dominance in the Eurozone. **Socio-Economic Review**, Oxford University Press, v. 0 (2019), p. 1-21, 2019.

DORE, Ronald. Financialization of the Global Economy. **Industrial and Corporate Change**, v. 17, p. 1097-1112, 2008.

DÜNHAUPT, Petra. Financialization and the crises of capitalism. **Working Paper, n. 672016, Institute for International Political Economy (IPE)**, Berlin, 2016.

EPSTEIN, Gerald A. Introduction. In: EPSTEIN, Gerald A. **Financialization and the World Economy**. Epstein, Gerald A. (Ed.), Massachusetts: Edward Elgar Publishing, 2005, p. 3-16.

\_\_\_\_\_. Financialization: There's Something Happening Here. **Political Economy Research Institute**. Workingpaper Series, v. 394, 2015.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, vol. 25, nº 2, p. 383-417, 1970.

FELIPINI, André. **A literatura sobre financeirização a partir de uma abordagem bibliométrica (1992 – 2017): Os (des)caminhos de um conceito**. Campinas, SP : [s.n.], 2018.

FISHER, Irving. **The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It**. New York: The Macmillan Company, 1930.

\_\_\_\_\_. The debt-deflation theory of great depressions. **Econometrica**, v. 1, rev. 1, p. 337-357, 1933.

FRIEDMAN, Milton. **Essays in Positive Economics**. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

FSB - Financial Stability Board. **Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020**, 2020.

GENTIL, Denise Lobato. **Dominância Financeira e o desmonte do Sistema Público de Previdência Social no Brasil**. In: XXV ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 2020.

HELLWIG, Martin; MAX PLANCK SOCIETY. Financial Stability, Monetary Policy, Banking Supervision, and Central Banking. **Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods**, Bonn, D-53113, 2014.

HENS, Thorsten; RIEGER, Marc Olivier. **Financial Economics. A Concise Introduction to Classical and Behavioral Finance**. Berlin: Springer, 2016.

JOVANOVIC, Franck. The Construction of the Canonical History of Financial Economics. **History of Political Economy**, v. 40, rev. 2, p. 213-242, 2008.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, rev. 4, 1976.

KAJANOJA, Lauri. Extracting Growth and Inflation Expectations from Financial Market Data. **Bank of Finland Discussion Paper**, n. 2, 2004.

KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Money. Vol. I. The Pure Theory of Money. Vol. II. The Applied Theory of Money**. London: Macmillan, 1930.

\_\_\_\_\_ . **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1936.

KRIPPNER, Greta. The financialization of the American economy. **Socio-Economic Review**, v. 3, rev. 2, p. 173-208, 2005.

LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Michael. Maximising Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance. **Economy & Society**, v. 29, p. 13-35, 2000.

LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. **Work, Employment & Society**, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LIMA, Iara V. Como realizar o progresso da Economia? Matematização versus Pensamento. In: **IV Encontro Brasileiro de História Econômica, 2001, São Paulo**. IV Encontro Brasileiro de História Econômica, p. 1-20, 2001.

MARTINS, Eliseu; ALMEIDA, Diana; MARTINS, Eric; COSTA, Patrícia. Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. **Revista Contabilidade & Finanças**, 21, 2010.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes**. Palgrave Macmillan, UK, 1975.

\_\_\_\_\_. The Financial Instability Hypothesis. **Bard College Levy Institute, Working Paper**, n. 74, 1992.

\_\_\_\_\_. Integração financeira e política monetária. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, 1994.

PALLEY, Thomas I. Financialization: what it is and why it matters. **The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies. Working Paper**, Washington D.C., n. 525, Washington D.C., 2007.

PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio; ROSSI, Pedro. O capital fictício: revisitando uma categoria controversa. **Texto para discussão. Unicamp. IE**, Campinas, n. 347, 2018.

PAULANI, Leda. “O Brasil na crise da acumulação financeirizada”. **IV Encuentro Internacional Economía Política y Derechos Humanos, Buenos Aires, 2010**. Disponível em: <https://madres.org/documentos/doc20100924143515.pdf>

\_\_\_\_\_. Money in contemporary capitalism and the autonomisation of capitalist forms in Marx’s theory. **Cambridge Journal of Economics**, v. 38, p. 779-795, 2014.

RUBINSTEIN, Mark. **A History of the Theory of Investments: My Annotated Bibliography**. New Jersey: Wiley, 2006.

SAITO, André; SAVOIA, José Roberto; FAMÁ, Rubens. A Evolução da Função Financeira. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. especial, p. 31-44, 2006.

SAWYER, Malcolm. What Is Financialization? **International Journal of Political Economy**, 2013. 42 (4). 1, p. 5-18.

\_\_\_\_\_ . Confronting Financialization. In: ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm (eds.). **Financial Liberalization: Past, Present and Future**. London: Palgrave Macmillan, 2016. p. 43-87.

STEINGRABER, Ronivaldo; FERNANDEZ, Ramon. A racionalidade limitada de Herbert Simon na Microeconomia. **Soc. Bras. Economia Política**, São Paulo, nº 34, p. 123-162, 2013.

STIGLITZ, Joseph. The Role of the State in Financial Markets. In: BRUNO, Michael; PLESKOVIC, Boris (eds.). **Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993**. World Bank. 1994, pp. 19-52.

STOCKHAMMER, Engelbert. Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. **Competition & Change**, v. 12, n. 2, p. 184-202, 2008.

\_\_\_\_\_ . Financialization, Income Distribution and the Crisis. **Investigación Económica**, v. 71, n. 279, p. 39-70, 2012.

SWEEZY, Paul. The Triumph of Financial Capital. **The Monthly Review**, v. 46, 2.ed., p. 1-11, 1994.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 5, n.º 2, p. 5-15, abril-junho, 1985.

TAYLOR, John B. Discretion versus Policy Rules in Practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, p. 195-214, 1993.

TOMS, Steve. Calculating Profit: A Historical Perspective on the Development of Capitalism. **Accounting, Organizations and Society**, v. 35, n. 2, p. 205-221, 2010.

VALENCIA, Fabian; LAEVEN, Luc; INTERNATIONAL MONETARY FUND. Systemic Banking Crises: A New Database. **IMF Working Paper**, Research Department., WP/08/224, 2008.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making Sense of Financialization. **Oxford University Press, *Socio-Economic Review***, v.12, p. 99-129, 2014.

WESTON, J. Fred. A (Relatively) Brief History of Finance Ideas. **Financial Practice and Education**, v. 4, n. 1, p. 7-26, 1994.