

# Efeito da financeirização sobre a produtividade do trabalho

Luccas Assis Attílio<sup>1</sup>

Área 6 - Crescimento, Desenvolvimento Econômico e Instituições

**Resumo:** Nesse artigo investigamos o impacto da financeirização sobre a produtividade do trabalho em uma amostra de 71 economias em desenvolvimento entre os anos 1993 e 2016. Utilizamos a definição de financeirização relativa às empresas, na qual as firmas estariam adotando a estratégia de *maximizing shareholder value*. Dois importantes fatos são vistos na amostra: em primeiro lugar, observa-se uma desaceleração no crescimento da produtividade do trabalho ao longo dos anos. Posteriormente, percebemos que o valor de mercado das empresas em proporção com o PIB – *proxy* da financeirização - se elevou no mesmo período. Por meio de dados em painel, capitamos a influência negativa da financeirização sobre a produtividade da mão-de-obra.

**Palavras-chave:** Financeirização; Produtividade do trabalho; Crescimento econômico.

**Código JEL:** E2; E44;G1.

## Effect of financialization on labor productivity

**Abstract:** In this paper we investigate the impact of financialization on labor productivity in a sample of 71 developing economies between 1993 and 2016. We use the definition of financialization for companies, in which firms are adopting the strategy of maximizing shareholder value. Two important facts are seen in the sample: first, there is a slowdown in labor productivity growth over the years. Subsequently, we realized that the market value of the companies in proportion to the GDP - proxy for financialization - rose during the same period. Through panel data, it is presented the negative influence of financialization on labor productivity.

**Key-words:** Financialization; Labor productivity; Economic growth.

## 1. Introdução

Atualmente há a preocupação com o dinamismo do crescimento econômico mundial. Comparando com o século XX, em especial no período compreendido entre os anos 1950 e 1970, conhecido como *Golden Age*, é perceptível a desaceleração na expansão do produto. Diferentes explicações são descritas, como o aumento da desigualdade de renda, que estaria contribuindo para enfraquecer a demanda agregada, e modificações no sistema financeiro, de forma a prejudicar a produção.

Em relação ao sistema financeiro, o processo da financeirização estaria prejudicando a economia mundial na medida em que ela propiciaria o deslocamento do capital produtivo para o canal financeiro. Em relação às empresas, isso ocorreria pelo maior pagamento de dividendos e recompras das próprias ações, o que, em contrapartida, exigiria cortes no custo da mão-de-obra e obtenção de lucro rápido – algo que pode ser realizado pelo mercado financeiro, mas não necessariamente no lado real da economia.

Desse modo, esse artigo se propõe a explicar a desaceleração do crescimento econômico utilizando a produtividade da mão-de-obra. Concentraremos no processo da financeirização e investigaremos o impacto dele sobre a produtividade dos trabalhadores. Por financeirização, utilizaremos a definição de *maximizing shareholder value*, a qual é direcionada às empresas.

Investigaremos uma amostra com 71 países em desenvolvimento entre o período de 1993 e 2016, com dados em painel. Os resultados indicam uma relação negativa da financeirização com a

---

<sup>1</sup> Professor assistente da Universidade federal de Ouro Preto (UFOP). Email: luccas.attilio@ufop.edu.br

produtividade dos trabalhadores. Desse modo, a forma de inserção das empresas no mercado financeiro, ao priorizar ganhos financeiros em detrimento de ganhos produtivos, se mostrou pernicioso para as economias analisadas. Resultados secundários apontam para a importância do capital humano para a elevação da produtividade do trabalho.

Justifica-se esse trabalho com base em quatro pontos. O primeiro é o debate atual e pertinente sobre as causas do menor crescimento econômico mundial. Ao analisarmos a produtividade dos trabalhadores, e percebermos que ela também tem se reduzido ao longo dos anos, estamos contribuindo com essa discussão. O segundo ponto é o estudo da financeirização. É uma área que vem recebendo maior atenção por pesquisadores, inclusive sendo responsabilizada como um dos fatores para explicar o enfraquecimento do setor produtivo. Analisando a financeirização dos países compreendidos na amostra, estaremos não somente contribuindo para a literatura de financeirização, como também fornecendo subsídios para o debate da redução do crescimento econômico mundial, ao denotarmos um fator que tem prejudicado o desempenho do setor produtivo. O terceiro ponto, como afirmamos anteriormente, é relacionado com um dos resultados secundários: a relação positiva do capital humano com a produtividade do trabalho. Em termos de políticas públicas e formas de superar a atual conjuntura, esse resultado pode ser útil para os formuladores de política econômica. Especialmente em debates sobre cortes de gasto público na educação, como vem a ser o caso de um dos países da amostra, o Brasil, esse resultado pode ajudar a fomentar a discussão.

Por fim, salvo engano, trabalhos que se propuseram a analisar a maximização do valor do acionista utilizaram *proxies* semelhantes, como o pagamento de dividendos e a recompra de ações. O trabalho de Tridico e Pariboni (2017) inovou no aspecto de utilizar uma *proxy* diferente da usualmente vista, que foi o valor de mercado das empresas. Entretanto, esses autores investigaram apenas 26 países membros da OCDE. Nesse artigo iremos investigar 71 economias em desenvolvimento, utilizando a mesma *proxy* desses autores.

O artigo está dividido em quatro seções além dessa introdução. A seção 2 conceitua o termo financeirização, enfatizando a definição utilizada nesse artigo, o *maximizing shareholder value*; a seção 3 analisa algumas variáveis da amostra, como a produtividade do trabalho; a seção 4 realiza o exercício econométrico; e a seção 5 tece algumas considerações finais.

## 2. Financeirização

Nessa seção é apresentado o conceito de financeirização. Faremos tal tarefa utilizando três definições normalmente utilizadas pela literatura. Adicionalmente iremos expor gráficos para que possamos averiguar se os desdobramentos da economia mundial estão em consonância com as informações dos trabalhos apresentados.

No artigo de Van der Zwan (2014) é descrito as três definições de financeirização. Cada uma delas aborda um eixo diferente da economia: financeirização da vida cotidiana (no caso das famílias), *maximizing shareholder value* (no caso das empresas) e regime de acumulação (no caso da economia como um todo).

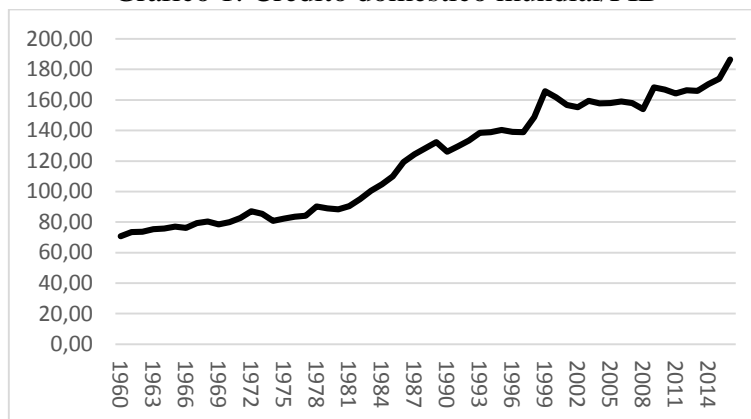
Iniciando pelas famílias, Erturk et al (2005), Langley (2006) e Lapavitsas (2011) denotam que as finanças têm incorporado cada vez mais famílias de classe de renda média e baixa. Esse movimento é impulsionado tanto pelo afastamento do Estado na provisão de serviços sociais, como aposentadoria e programas de transferência de renda, quanto pela estagnação dos salários reais. Consequentemente – e procurando manter determinado padrão de vida – muitas famílias passaram a utilizar serviços financeiros para compensar esses movimentos. Desse modo, a financeirização da vida cotidiana seria a aquisição por parte das famílias de ativos financeiros. Esferas da vida ordinária como aposentadoria, lazer e estudo se tornam relacionados com o mercado financeiro.

De acordo com Palley (2007), uma das evidências dessa tendência pode ser notada pela disponibilidade de crédito na economia. De fato, a financeirização da vida cotidiana defende que as famílias têm tomado maior quantidade de crédito para poderem adequar suas necessidades de

consumo<sup>2</sup>. Por sua vez, o consumo tende a oscilar conforme as flutuações do mercado financeiro, o que aprofunda a financeirização desses agentes. O gráfico 1 exibe a proporção do crédito doméstico mundial com o produto interno bruto (PIB).

Observando o gráfico 1, nota-se que é no início da década de 1980 que o crédito cresce significativamente. Entre os anos 1960 e 1979, a média de fornecimento de crédito foi de 80,3%. Na década de 1980, essa média se eleva para 109,4%, e no período 1990-2016 tem o valor de 154,9%. A maior disseminação de crédito coincide com o contexto de implementação de políticas de abertura econômica.

Gráfico 1: Crédito doméstico mundial/PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

Essas políticas - defendidas nesse período por políticos de grande influência mundial, como Margaret Thatcher, no Reino Unido, e Ronald Reagan, nos Estados Unidos da América (EUA), e com apoio intelectual de Milton Friedman e Friedrich Hayek – foram a resposta ao cenário de estagnação do produto juntamente com o crescimento da inflação (Harvey, 2005; Harvey, 2016). Para os nossos propósitos, a liberalização financeira fazia parte desse pacote.

A abertura financeira foi a retirada do Estado da regulação do setor financeiro enquanto proporcionando espaço para as forças do mercado coordenarem as atividades financeiras (Williamson e Mahar, 1998; Attílio, 2016). Destaca-se a eliminação de controles estatais sobre a conta capital, permitindo maior mobilidade do capital financeiro.

Em meio a essa conjuntura com maior movimentação de fluxos financeiros, a financeirização ganhou impulso, embora não possamos traçar, categoricamente, uma relação causal entre liberalização financeira e financeirização<sup>3</sup>. Podemos afirmar, seguindo o trabalho de Chesnais (1996), que as políticas de abertura financeira aprofundaram um processo em andamento, que é o aumento da participação das finanças sobre a economia real, tanto no tocante à tomada de decisões quanto na forma de acumulação de capital<sup>4</sup>. Outra definição é o termo globalização financeira, utilizada por Mishkin (2009), ao se referir ao aumento do fluxo de capital nas economias contemporâneas.

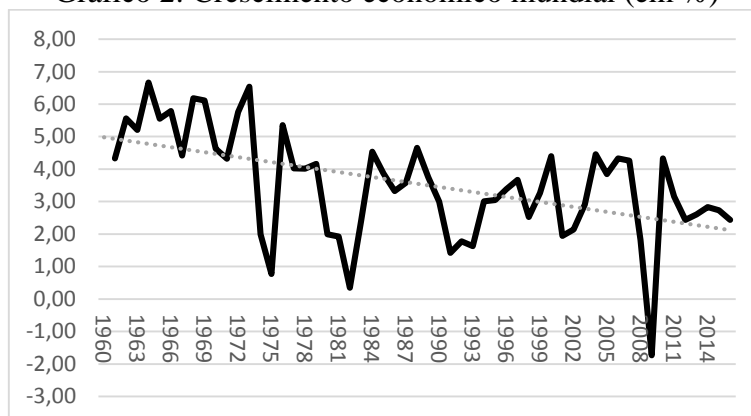
A segunda definição de financeirização é denotá-la como um regime de acumulação (Boyer, 2000). Enquanto durante o fordismo a acumulação se pautava pelo capital produtivo, pela criação de empregos e expansão da produção (Hobsbawn, 2003), a financeirização contemplaria a acumulação via o canal financeiro. Essa é uma das hipóteses para explicar a desaceleração do crescimento econômico mundial (gráfico 2).

<sup>2</sup> Outros fatores também explicam o aumento do crédito nas economias capitalistas, como o consumismo (Harvey, 2016), e a tentativa de compensar a queda da demanda agregada e sustentar o crescimento econômico (Krugman, 2009).

<sup>3</sup> Sobre a origem da financeirização, alguns autores, como Bruno et al (2009) e Miranda (2013), afirmam que a financeirização dos países anglo-saxões ocorreu em meio ao endividamento privado com baixas taxas de juros. No caso do Brasil, ela teria sua origem pelo endividamento público com altas taxas de juros. Em comum, em ambos os casos, não necessariamente a abertura financeira foi uma condição necessária para o surgimento da financeirização, embora ela possa ter auxiliado esse processo.

<sup>4</sup> Chesnais (1996) denomina esse processo de mundialização financeira.

Gráfico 2: Crescimento econômico mundial (em %)



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

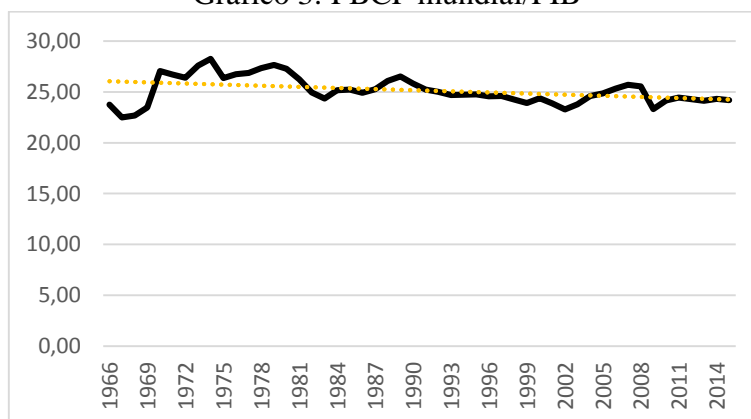
Nota: Linha pontilhada é a linha de tendência

Apesar das oscilações, a linha de tendência não deixa dúvidas sobre a perda de dinamismo econômico mundial. Destaque para a queda abrupta que ocorre no ano de 2009, em função da crise financeira dos EUA e o seu efeito contágio sobre outras economias, em especial sobre as nações da União Europeia (Freitas, 2017).

A financeirização seria um dos responsáveis por esse quadro na medida em que promoveria o deslocamento do capital produtivo para o setor financeiro (Van der Zwan, 2014). Como o setor financeiro não é caracterizado pela criação de postos de trabalho e pela expansão da produção física, o setor real seria prejudicado (Chesnais, 1996). Adicionalmente, práticas especulativas e a busca pela valorização fictícia distorceriam a alocação do capital, a qual ocorreria em prol de lucros de curto prazo, o que reforçaria a perda de dinamismo do setor produtivo (Togati, 2015).

Uma evidência dessa tendência é a perda de participação da formação bruta de capital fixo (FBCF) no produto interno bruto (PIB) das economias, conforme é retratado pelo gráfico 3. Entre os anos 1966 e 1979, a média dessa razão foi de 26%, subiu levemente para 26,3% entre 1980 e 2000, e decresceu para 24,8% no século XXI, entre os anos 2001 e 2015. A queda da participação do investimento produtivo é relacionada com a deterioração de indicadores da economia, como o aumento do desemprego e a redução do crescimento econômico (Togati, 2015; Feijó, Lamonica e Bastos, 2016; Rovira, 2017).

Gráfico 3: FBCF mundial/PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

A última definição de financeirização – a que utilizamos nesse trabalho - abrange as empresas. É a estratégia *maximizing shareholder value* (MSV), a qual ilustra a estratégia corporativa de enfatizar a remuneração dos acionistas (Lazonick e O’Sullivan, 2000). Os gerentes de empresas não-financeiras de capital aberto tomariam decisões que viessem a atrair novos investidores, isto é,

acionistas. Para tal, o pagamento de dividendos e a valorização das ações seriam turbinados. Práticas como a recompra das próprias ações e maior distribuição de dividendos são retratadas em empresas que aderiram a esse tipo de governança (Crotty, 2003).

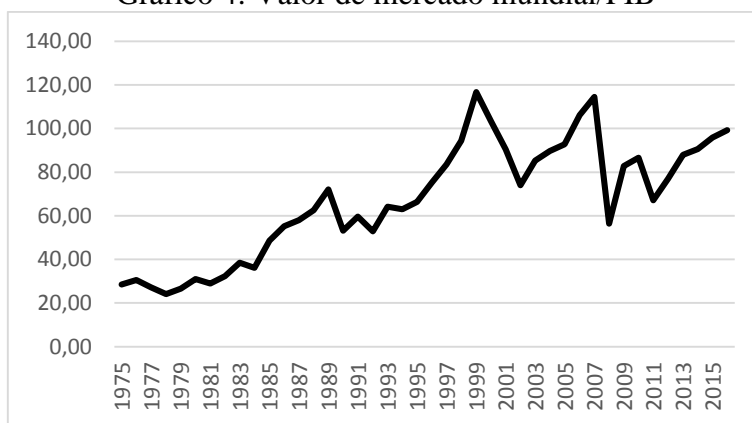
Essa estratégia tem como suporte a teoria do agente-principal, sendo o acionista o principal e o gerente o agente (Lazonick e O'Sullivan, 2000). O acionista, ao injetar o seu capital na empresa, incorreria no risco de não obter qualquer remuneração, dadas as vicissitudes de uma economia de mercado. O gerente, portanto, deveria priorizar a remuneração do principal (acionista). Um fator para incentivar essa conduta é a remuneração do gerente, que contaria com ações da própria empresa. Deste modo, a valorização das ações aumentaria o seu rendimento, o que faria os interesses tanto de gerentes quanto de acionistas convergirem.

De acordo com Lazonick e O'Sullivan (2000), essa estratégia surgiu em um momento de elevada competição no mercado internacional entre empresas norte-americanas e japonesas (década de 1980). Aproveitando a abertura financeira e a disseminação de novas fontes de financiamento, o MSV poderia aumentar a lucratividade das empresas ao fornecer *funding* para a realização de suas operações.

Todavia, alguns trabalhos, como é o caso de Milberg (2008) e Lapavitsas (2011), apontam que essas empresas têm deslocado o seu capital para o mercado financeiro, auferindo significativa parte da receita total nesse segmento da economia. Em contrapartida, o setor produtivo tem perdido dinamismo, acarretando na desaceleração da produção e da criação de empregos (Lazonick, 2011; Lazonick, 2012). De forma semelhante à definição de financeirização como regime de acumulação, o MSV estaria prejudicando o crescimento econômico.

Para verificar indícios de MSV na economia, Tridico e Pariboni (2017) utilizam o índice de capitalização de mercado ou valor de mercado (quantidade de ações emitidas por empresas de capital aberto multiplicada pelo valor dessas mesmas ações) em proporção com o PIB. Um aumento dessa razão sugeriria que as empresas estariam seguindo a estratégia de maximizar o valor do acionista. O gráfico 4 retrata o valor de mercado para a economia mundial.

Gráfico 4: Valor de mercado mundial/PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

A tendência dessa série é ascendente em todo o período, embora sofra algumas oscilações, como foi o caso do ano de 2008, quando o banco de investimento Lehman Brothers sofre falência e perturba os mercados financeiros de várias economias (Dymski, 2012). A violência desse evento pode ser vista em valores: um ano antes da quebra desse banco, o valor de mercado mundial era de 114,5%; ele se reduz em mais de 50% em 2008, quando apresenta o valor de 56,3%. Entretanto, a recuperação é rápida, pois no último ano da série, em 2016, o valor de mercado é de 99,2%.

Vários *insights* podem ser feitos com base nesse gráfico 4, como o caráter fetichista da valorização de ativos financeiros (Harvey, 2016), a ampliação do capital fictício (Marx, 1968), o rentismo por meio de ativos financeiros (Keynes, 1988), a desconexão entre o desempenho produtivo da empresa e sua valorização no mercado financeiro (Attílio, 2016), e o alastramento da estratégia de MSV.

Sobre o último ponto elencado do parágrafo anterior, é o objetivo desse artigo analisar a relação do MSV com a economia real. Alguns trabalhos realizaram estudos a respeito dessa relação, como Stockhammer (2004), Tori e Onaran (2017) e Tridico e Pariboni (2017). Em todos esses artigos, o resultado foi uma relação negativa entre o MSV e a esfera produtiva da economia.

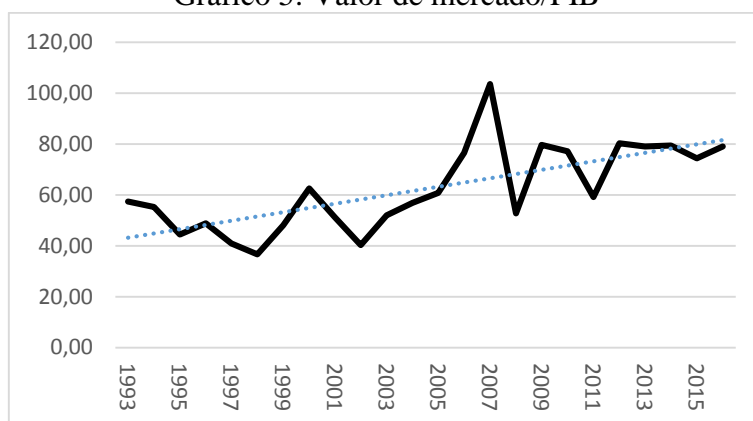
### 3. Análise dos países em desenvolvimento

Nessa seção iremos exibir gráficos com dados da amostra de 71 países em desenvolvimento. O período será de 1993 a 2016. Nosso objetivo é verificar se há indícios da utilização da estratégia de *maximizing shareholder value* por parte dessas economias, analisar a produtividade do trabalho e procurar compreender fatores que interferem nessa última variável.

Assim como realizado por Tridico e Pariboni (2017), o gráfico 5 retrata o valor de mercado em proporção com o PIB. No artigo desses autores foi analisado 26 países que compõem a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), entre o período de 1990 e 2013. Distinguimos deles, como afirmado no parágrafo anterior, em relação ao período e aos países analisados.

Observando o gráfico 5, podemos perceber a elevação do valor das empresas. Tal tendência foi vista, em escala mundial, no gráfico 4, e também pode ser vista no trabalho de Tridico e Pariboni (2017). Seguindo o raciocínio desses autores, nossa amostra de países, portanto, apresentaria indícios de financeirização, no caso em particular, relativa às empresas. A média do valor de mercado em proporção com o PIB, em todo o período, foi de 62,3%, contra uma média de 86%, se considerada a economia mundial (gráfico 4), para o mesmo período.

Gráfico 5: Valor de mercado/PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

O fato da economia mundial apresentar maior patamar de valor de mercado das empresas de capital aberto pode indicar que as economias desenvolvidas estão em um grau de financeirização – no tocante às empresas - mais avançado do que as nações em desenvolvimento.

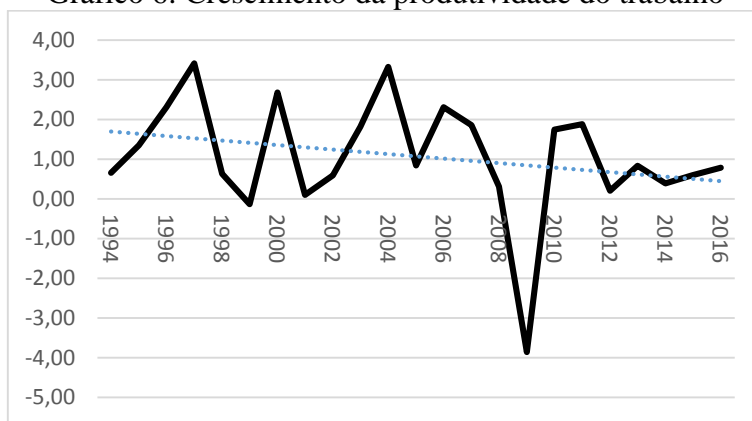
Muitos trabalhos assinalam que a financeirização se iniciou nas nações mais ricas, como os EUA e o Reino Unido (Chesnais, 1996). Tanto por causa da vanguarda na adoção de políticas de abertura de mercado (Harvey, 2016) quanto pelo processo de acumulação de capital (Arrighi, 1994). Arrighi (1994) defende a tese de que conforme a acumulação de capital avançou nas economias capitalistas, a taxa de lucro decresceu em consonância com a escassez de oportunidades rentáveis para utilização do capital produtivo. A alternativa, historicamente vista, segundo o autor, é a via financeira, pela valorização do capital financeiro.

Implicitamente na hipótese de Arrighi (1994) está a crença de que é a desaceleração cíclica do capitalismo que abre espaço para a difusão do capital financeiro, sendo essa uma interpretação de cunho marxista (Tori e Onaran, 2017). Outras vertentes, como a pós-keynesiana, credita à financeirização a responsabilidade – mas não somente a financeirização *per se* - pela desaceleração produtiva, invertendo a causalidade (Tori e Onaran, 2017), enquanto autores mais inclinados ao liberalismo preferem utilizar o termo globalização financeira (Mishkin, 2009). Independentemente

da interpretação adotada, o resultado do gráfico 5 indica maior participação das finanças sobre as empresas.

Tridico e Pariboni (2017) relacionam a redução de ganhos de produtividade do trabalho com a financeirização. O gráfico 6 exibe a evolução anual em porcentagem da produtividade do trabalho. A linha de tendência mostra que a produtividade do trabalho tem decrescido ao longo dos anos, em conformidade com trabalhos que retratam a queda no ritmo do crescimento econômico mundial (Togati, 2015; Rovira, 2017). Todavia, vale lembrar que, adotando um comportamento parcimonioso, não podemos afirmar que há uma relação entre o incremento do valor de mercado das empresas e a queda da produtividade do trabalho, uma vez que não realizamos qualquer exercício econométrico, e outras variáveis podem estar afetando o desempenho da produtividade do trabalho (seção 4).

Gráfico 6: Crescimento da produtividade do trabalho



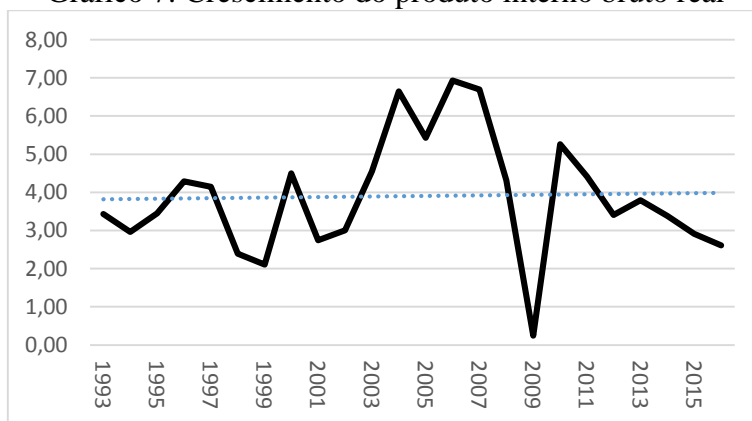
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

Nota1: Produtividade do trabalho é retratada pela *proxy* produto interno bruto real por trabalhador empregado.

Nota 2: Não há o ano de 1993, pois ao construir o avanço percentual anual, a primeira observação é perdida.

Thirlwall (2005), ao descrever fatores que incrementam a produtividade da mão- de-obra, cita a Lei de Verdoorn, a qual traça uma relação positiva do crescimento econômico com ganhos de produtividade. Na medida em que a expansão do produto ocorre, novas inversões de capital produtivo são necessárias para manter o processo, o que tende a gerar incrementos na produtividade dos trabalhadores, que passam a operar com melhores máquinas e equipamentos. Outras justificativas seriam a transferência de mão-de-obra de setores atrasados para setores dinâmicos ou o *learning by doing*. O gráfico 7 retrata o crescimento econômico da amostra.

Gráfico 7: Crescimento do produto interno bruto real



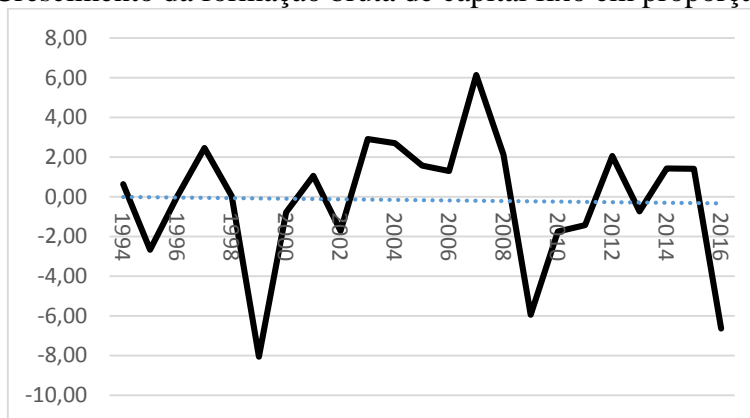
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

Pelo gráfico 7, e com a ajuda da linha de tendência, o crescimento econômico tem levemente aumentado. Entretanto, se analisarmos os últimos anos, uma conclusão mais pessimista não seria exagerada. Entre os anos 2003 e 2008, o crescimento médio foi de 5,8%, ele decresce para 3,25% nos anos 2009 a 2016. Contextualizando com o gráfico 6, que apresentou a produtividade do trabalho, que tem decrescido, podemos esperar que o crescimento econômico perca intensidade no futuro próximo – e tenha até dificuldade de recuperar certo dinamismo visto no passado -, uma vez que um dos seus principais fatores estimulantes é justamente a produtividade dos trabalhadores.

O crescimento de 5,8% ocorreu em um contexto de *boom* no preço das *commodities* e de ampla liquidez externa financiada a taxas de juros baixas (Baltar, 2015). Como muitas das economias da amostra são exportadoras de bens primários, e necessitam de fontes de financiamento, elas parecem ter aproveitado o momento internacional favorável. Não é por menos que alguns países emergentes foram apontados como responsáveis pelo crescimento econômico mundial, com destaque para o grupo formado pelo BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), em especial à China e à Índia (Ocampo, 2011; Griffith-Jones, 2014).

Como o gráfico 7 retratou uma tendência de aumento no crescimento econômico ao longo dos anos, poderíamos esperar que o investimento produtivo tenha, em parte, sustentado tal fato. O gráfico 8 apresenta o crescimento da formação bruta de capital fixo (FBCF) em proporção com o PIB.

Gráfico 8: Crescimento da formação bruta de capital fixo em proporção com o PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

Nota 2: Não há o ano de 1993, pois ao construir o avanço percentual anual, a primeira observação é perdida.

A linha de tendência retrata uma leve desaceleração da expansão do investimento produtivo em proporção com o PIB. Ao mesmo tempo fortalece o desempenho positivo da amostra, no tocante ao crescimento econômico (gráfico 7), entre os anos 2003 e 2008, ou seja, provavelmente o investimento produtivo ancorou a expansão da produção nesse período. De forma semelhante e inversa, o gráfico 8 nos ajuda a compreender a queda do crescimento econômico nos anos 2009 a 2016. A FBCF desempenhou um papel nesse processo.

Resumindo o que foi descrito até o momento, vimos que a produtividade do trabalho tem decrescido ao longo dos anos (gráfico 6) enquanto tanto o crescimento econômico (gráfico 7) quanto o investimento produtivo (gráfico 8) perderam impulso. Além disso, pelo gráfico que retratou a financeirização das economias (gráfico 5), e segundo a literatura sobre o tema (seção 2), podemos levantar a hipótese de que a financeirização das empresas é outro fator para derrubar o desempenho produtivo dos trabalhadores.

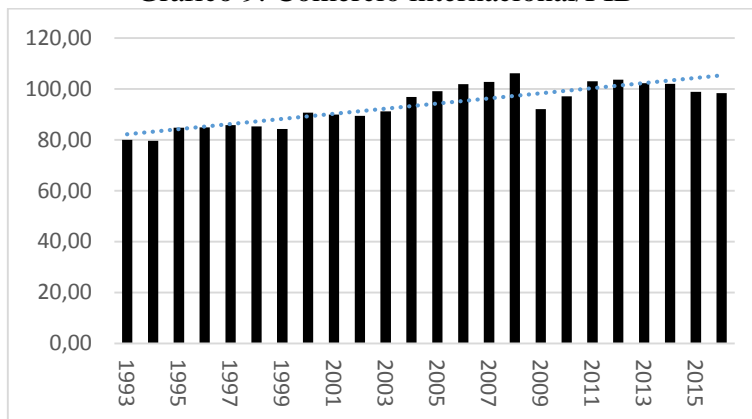
Por outro lado, autores como Levine (1997), Levine e Zervos (1998) e Mishkin (2009) relacionam a globalização financeira e comercial como importante fonte de melhora no desempenho econômico. Desse modo, ainda que determinadas circunstâncias concorram para reduzir o dinamismo produtivo, outras, a saber, a globalização, teria o papel de reverter tal tendência negativa.

Há séculos estudiosos defendem o livre comércio como fonte de riqueza dos países. Smith (2003) foi um dos principais autores dessa vertente. Mostrando em seu famoso livro, A riqueza das



nações, os benefícios dessa política, o autor criticou de forma contundente práticas que limitavam o comércio internacional enquanto defendendo as trocas comerciais entre as nações. A política de abertura comercial, de forma geral, foi amplamente defendida nos anos 1970 e 1980, juntamente com a política de abertura financeira, a qual explanamos anteriormente. Mishkin (2009) utiliza o índice de comércio internacional (soma das exportações e importações de bens e serviços dividida pelo PIB) para retratar a globalização comercial. O gráfico 9 expõe essa medida para a amostra.

Gráfico 9: Comércio internacional/PIB



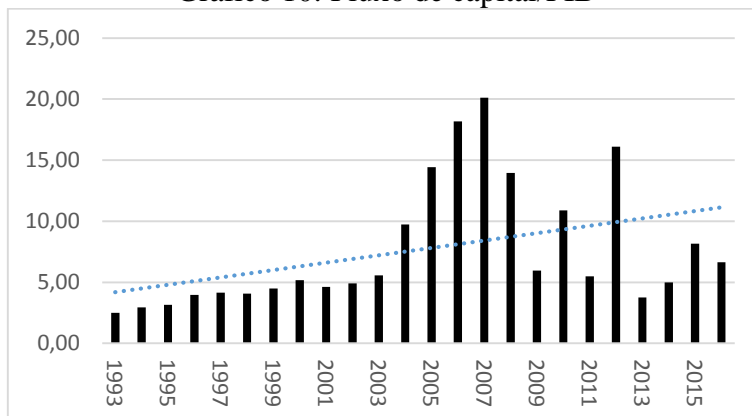
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

Pelo gráfico 9, podemos afirmar que a globalização comercial está presente na amostra nos anos selecionados. Todavia, há que observar o declínio do comércio nos dois últimos anos. É uma das discussões contemporâneas, sobre a possível reversão da globalização, em meio a eventos como a ascensão de políticos extremistas, e a decisão de alguns países em se retirar de acordos internacionais de comércio.

O último gráfico dessa seção é o gráfico 10, o qual retrata o índice de globalização financeira, também utilizado por Mishkin (2009). Segundo o autor, a controvérsia a respeito dos benefícios da globalização comercial é quase inexistente. É praticamente unânime a defesa pela liberalização comercial. Entretanto, admite Mishkin (2009), quando o assunto é a globalização financeira, opiniões contrárias são comuns.

Uma das principais críticas é direcionada ao surgimento de crises financeiras (Diaz-Alejandro, 1985; Grabel, 1995; Stiglitz, 2000; Rodrik e Subramanian, 2009). Responde Mishkin (2009) que esses eventos decorreriam de desajustes macroeconômicos já existentes nas economias e/ou da inadequada inserção da economia em um mundo globalizado. Não entrando nesse debate, sabemos que a globalização financeira, de acordo com Chesnais (1996), impulsionou o processo da financeirização. E a importância desse fenômeno (a globalização), para nossos propósitos, reside nesse fato. O gráfico 10 endossa a visão de Mishkin (2009) na qual estamos presenciando a globalização financeira.

Gráfico 10: Fluxo de capital/PIB



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco mundial

Nota: Fluxo de capital é a entrada e saída do investimento direto estrangeiro. Não incorporamos o investimento em portfólio devido à indisponibilidade do fluxo bruto dessa rubrica pelo banco mundial. O investimento em portfólio é disponível somente na forma líquida, isto é, já descontando da entrada a saída. Por fim, também não colocamos os empréstimos externos por motivos semelhantes.

Finalizando essa seção, apresentamos gráficos que nos ajudam a compreender a desaceleração do crescimento da produtividade da mão-de-obra, e também tivemos a preocupação de contextualizar a financeirização com a globalização comercial e financeira. Embora os gráficos sugerem alguma relação entre as variáveis, é necessário um estudo econométrico para afirmarmos, com maior precisão, se os gráficos analisados possuem alguma relação estatística com a queda da produtividade. A próxima seção se detém a essa tarefa.

## **4. Exercício econométrico**

### **4.1 Discussão de trabalhos**

Iremos revisar trabalhos que investigaram o impacto da financeirização sobre a economia real. Por financeirização, nos referimos à definição relativa às empresas, o *maximizing shareholder value* (MSV), vista na seção 2. De uma forma geral, os resultados são negativos, isto é, a financeirização tende a prejudicar variáveis relacionadas ao setor produtivo.

Van Arnum e Naples (2013) analisaram a economia norte-americana no período de 1967 a 2010. Em particular, os autores se propuseram a investigar a relação da desigualdade de renda com a financeirização. Esta última foi definida pelo valor adicionado do setor FIRE (finanças, seguro e bens imobiliários) em proporção com o PIB. Por meio de regressões múltiplas, a relação vista foi negativa: a proporção do setor FIRE na renda nacional atinge a desigualdade de forma negativa.

É verdade que a *proxy* utilizada por Van Arnum e Naples (2013) não abrange, a rigor, a definição MSV de financeirização. A expansão do setor FIRE também pode ser interpretada como a financeirização da vida cotidiana. Todavia, o trabalho tem o mérito de apontar o impacto da financeirização sobre uma variável do setor real, a desigualdade de renda.

González e Sala (2013), de forma similar a Van Arnum e Naples (2013), analisaram os EUA, mas diferem daqueles em relação a alguns pontos, como ao período analisado (1963 a 2009), método utilizado (mínimos quadrados de três estágios) e *proxy* da financeirização (pagamento de dividendos e juros pelas empresas não-financeiras de capital aberto em proporção com o lucro bruto – antes da dedução tributária). Nesse caso, a definição de financeirização é especificamente o MSV. O objetivo do trabalho foi analisar o impacto da financeirização sobre o mercado de trabalho, utilizando como canal a acumulação de capital. Portanto, em um primeiro momento, a financeirização reduz a acumulação de capital, e em um segundo momento, essa menor acumulação de capital se traduz na desaceleração na criação de vagas no mercado de trabalho.

Os trabalhos de Van Arnum e Naples (2013) e González e Sala (2013) estudaram uma economia, os EUA, a qual é considerada desenvolvida. Attílio (2016) se propôs a analisar uma economia em desenvolvimento, a brasileira. Utilizando mínimos quadrados em dois estágios, entre os anos 1997 e 2013 e com uma amostra de 79 empresas não-financeiras de capital aberto, o autor obteve resultados parecidos com os trabalhos anteriores, em especial ao trabalho de González e Sala (2013), o qual foi referência para a construção do trabalho de Attílio (2016).

A financeirização, retratada como o pagamento de dividendos em proporção com o lucro líquido, impactou de forma desfavorável o investimento produtivo, e esse, por sua vez, mostrou um efeito positivo sobre o mercado de trabalho. Desse modo, e de forma parecida com González e Sala (2013), o canal de transmissão da financeirização sobre o mercado de trabalho foi o investimento produtivo.

Esses trabalhos se detiveram a investigar apenas uma economia. Stockhammer (2004) investigou quatro países desenvolvidos: EUA, Reino Unido, França e Alemanha. Dada a disponibilidade de dados, o período variou para cada economia: EUA (1963-1997), Reino Unido (1971-1996), França (1979-1997) e Alemanha (1963-1990). O trabalho procurou relacionar a acumulação de capital com a financeirização, a qual foi apresentada como o pagamento de juros e dividendos pelas empresas não-financeiras em proporção ao valor adicionado pelo setor de negócios.

Para os primeiros três países (EUA, Reino Unido e França) as regressões confirmaram as previsões da literatura, a financeirização desacelera a acumulação de capital, entretanto, para a Alemanha, os resultados foram inconclusivos.

Tori e Onaran (2017) analisaram vários países desenvolvidos e em desenvolvimento entre os anos 1995 e 2015, com dados em painel e a utilização da *proxy* pagamento de juros e dividendos pelas empresas não-financeiras de capital aberto dividido pelo estoque de capital físico líquido. As conclusões indicaram que a financeirização é pernicioso no tocante à acumulação de capital.

Os artigos de Stockhammer (2004) e Tori e Onaran (2017) utilizaram uma *proxy* de financeirização semelhante à vista nos trabalhos de González e Sala (2013) e Attílio (2016), embora os dois primeiros tenham aumentado de forma significativa o tamanho da amostra, em especial Tori e Onaran (2017). Uma *proxy* diferente da apresentada até agora pode ser vista em Tridico e Pariboni (2017).

Tridico e Pariboni (2017) utilizam a capitalização das empresas ou valor de mercado (número de ações em circulação multiplicado pelo preço das respectivas ações) em proporção com o PIB. Em relação aos trabalhos anteriores, portanto, foi inovador esse esforço de retratar o MSV por meio de uma *proxy* diferente. O período analisado correspondeu aos anos de 1990 a 2013, com o uso de dados em painel e uma amostra de 26 países que fazem parte da OCDE. Os autores tentaram explicar a desaceleração do crescimento da produtividade do trabalho vista nos últimos anos. Das variáveis independentes, destaca-se a relativa à financeirização, que apresentou sinal negativo e significativo, ou seja, dos fatores que concorrem para decrescer a produtividade da mão-de-obra, a financeirização estaria presente.

Desse modo, essa seção descreveu que a financeirização pode afetar diferentes variáveis do setor real, como o mercado de trabalho (González e Sala, 2013; Attílio, 2016), a acumulação de capital produtivo (Stockhammer, 2004; Tori e Onaran, 2017), a desigualdade de renda (Van Arnum e Naples, 2013) e a produtividade do trabalho (Tridico e Pariboni, 2017).

Também foi descrito esforços de retratar a financeirização das empresas. Destacamos o trabalho de Tridico e Pariboni (2017) devido ao fato desses autores terem quebrado a tendência de incorporar o pagamento de dividendos e juros das empresas não-financeiras como *proxy* da financeirização.

Assim, nosso trabalho se baseará no de Tridico e Pariboni (2017) muito em função da *proxy* que retrata a financeirização e do objetivo de explicar a desaceleração da produtividade do trabalho. Entretanto, importantes diferenças estarão presentes, como o tamanho da amostra, que será de 71 países em desenvolvimento.

## 4.2 Dados e metodologia

A construção do modelo econométrico segue, em geral, o trabalho de Tridico e Pariboni (2017), embora tenhamos realizado algumas modificações. A variável dependente, a produtividade do trabalho ( $produt_{it}$ ), é representada pelo produto interno bruto real dividido por trabalhador empregado.

Nossa variável de interesse é a de financeirização ( $financ_{it}$ ), retratada de forma idêntica à de Tridico e Pariboni (2017), dada pelo valor de mercado dividido pelo PIB. Conforme a literatura pertinente à maximização do valor do acionista (seção 2) e ao trabalho de Tridico e Pariboni (2017), esperamos uma relação negativa entre a produtividade do trabalho e a financeirização.

As demais variáveis independentes são: crescimento econômico ( $cresc_{it}$ ), capital humano ( $human_{it}$ ) e investimento produtivo ( $invest_{it}$ ). A *proxy* do crescimento econômico é a taxa de crescimento do PIB real. Pela Lei de Verdoorn, o aumento da atividade produtiva é acompanhado por ganhos de produtividade dos trabalhadores (Thirlwall, 2005). Consequentemente, esperamos um sinal positivo nas estimações. Essa variável também é incluída no modelo de Tridico e Pariboni (2017).

Acrescentamos o capital humano na equação por considerarmos essa variável essencial para o processo de aumento da produtividade. Poderíamos citar vários trabalhos que endossam tal hipótese, como os trabalhos de Lucas (1988), Romer (1990), Mankiw, Romer e Weil (1992), Young (1995), Hsieh e Klenow (2010), entre outros. Deste modo, esperamos um sinal positivo dessa variável. A

*proxy* do capital humano é a mesma utilizada no trabalho de Bekaert, Harvey e Lundblad (2005), a qual corresponde ao percentual da população matriculada no ensino secundário.

Outra variável que acrescentamos ao modelo é o investimento produtivo. É representada pela formação bruta de capital fixo em proporção com o PIB. Assim como o capital humano, julgamos essa variável importante para compreendermos a produtividade do trabalho. Vários trabalhos sustentam essa visão, tais como Solow (1956), Mises (1979), Furtado (2000) e Smith (2003). Esperamos uma relação positiva entre o investimento produtivo e a produtividade da mão-de-obra.

Essas variáveis formam o modelo principal, o qual pode ser visto na equação (1):

$$produt_{it} = \beta_0 + \beta_1 cresc_{it} + \beta_2 human_{it} + \beta_3 invest_{it} + \beta_4 financ_{it} + e_{it} \quad (1)$$

Os  $\beta$ 's são os coeficientes estimados,  $e$  corresponde aos erros do modelo e os subscritos  $i$  e  $t$  representam, respectivamente, os países e o tempo.

Além dessa forma principal, testaremos variáveis relativas à globalização financeira (influxo de investimento direto estrangeiro/PIB,  $inf_{it}$ , saída de investimento direto estrangeiro/PIB,  $out_{it}$ , e fluxo de investimento direto estrangeiro/PIB,  $fluxo_{it}$ ) e comercial (comércio internacional/PIB,  $trade_{it}$ ) e ao desenvolvimento financeiro (crédito/PIB,  $credit_{it}$ ). Essas variáveis estão em conformidade com os trabalhos de Beck, Demirguc-Kunt e Levine (2004) e Jaumotte, Lall e Papageorgiou (2013).

Dessas quatro variáveis, as três últimas merecem alguns comentários. A variável fluxo de investimento direto estrangeiro/PIB ( $fluxo_{it}$ ) é a soma da entrada e saída do investimento estrangeiro direto dividido pelo PIB; a variável comércio internacional ( $trade_{it}$ ) é a soma das exportações e importações de bens e serviços em proporção com o PIB; e o desenvolvimento financeiro ( $credit_{it}$ ) é o crédito fornecido pelo setor financeiro em proporção com o PIB.

Esperamos que essas variáveis impactem de forma positiva a produtividade do trabalho, uma vez que há uma extensa literatura apontando nesse sentido (Levine, 1997; Prasad et al, 2003; Bekaert, Harvey e Lundblad, 2005; Mishkin, 2009; Kose et al, 2009). Embora tenhamos de reconhecer que, se por um lado há um crescente número de trabalhos apoiando a globalização comercial e o desenvolvimento financeiro como formas de incrementar o desempenho produtivo das economias, por outro a globalização financeira aparece como uma questão mais controversa.

Incorporamos essa questão ao analisarmos a financeirização, pois, como assinalado anteriormente, a financeirização tem se aprofundado na esteira da globalização financeira. Desse modo, podemos esperar que conforme a globalização financeira avance, paralelamente a financeirização tende a se difundir também. Ademais, é importante estudarmos os efeitos positivos e negativos dos eventos que circundam as economias.

Analisaremos uma amostra de 71 países em desenvolvimento (lista completa dos países nos anexos), entre o período de 1993 e 2016 e com dados em painel. Por fim, as variáveis estão em *log* e todos os dados foram obtidos no Banco Mundial.

### 4.3 Resultados

A tabela 1 resume os resultados econométricos obtidos. Para definir o modelo de dados em painel a ser utilizado, fizemos uso dos testes de Chow, de Hausman e LM de Breusch-Pagan.

O teste de Chow tem como hipótese nula o modelo *pooled*, a qual é rejeitada em todas as regressões. O teste de Hausman tem a modelagem com efeitos aleatórios como hipótese nula. Em algumas regressões ela é rejeitada, enquanto em outras o resultado do teste foi inconclusivo. Por fim, o teste LM tem a hipótese modelo *pooled*, a qual é rejeitada em todas as regressões. Como o modelo *pooled* é rejeitado nos testes, ficamos entre o modelo com efeitos aleatórios e fixos.

Uma justificativa para utilizar efeitos aleatórios é a de Tridico e Pariboni (2017, pags. 17 e 18), na qual afirmam que, dado o período temporal analisado (1990-2013), efeitos aleatórios é uma alternativa mais viável:

In general, the random effect estimator not only is more efficient (Allison, 2005) than the fixed effect, but more importantly the random effects are uncorrelated with the covariates in the model (correlation is assumed to be zero). In other words, differences between countries appear in the random, where change can occur over time rather than in the fixed effect. In our model, the time span of the panel (1990–2013) is long enough to allow for changes over time. Hence, random effect is a favored option (...) because it is a more reasonable option from an economic point of view.

Como nosso modelo compreende os anos 1993 e 2016, iremos adotar efeitos aleatórios. Entretanto, vale dizer que os resultados do modelo com efeitos fixos não distinguiram de maneira significativa com o visto no modelo com efeitos aleatórios. Nos anexos, pela tabela 1.1, exibimos as estimativas do modelo com efeitos fixos.

Analisando a tabela 1, percebemos que todas as variáveis apresentaram o sinal esperado, exceto a variável de investimento produtivo (*invest*), embora esta não tenha sido significativa em nenhuma das regressões. O crescimento econômico (*cresc*) foi significativo nas regressões 2, 4 e 7, confirmando a Lei de Verdoorn, e fortalecendo a importância do crescimento da produção para o aumento da produtividade do trabalho enquanto reforçando a preocupação com a desaceleração do PIB (gráficos 2 e 7).

Tabela 1: Estimacões econométricas (efeitos aleatórios)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>cresc</i>	0.0110 (0.00815)	0.0190** (0.00816)	0.00962 (0.00847)	0.0177* (0.00941)	0.00776 (0.00863)	0.0131 (0.00793)	0.0145* (0.00845)
<i>human</i>	0.670*** (0.0460)	0.593*** (0.0465)	0.632*** (0.0485)	0.651*** (0.0515)	0.635*** (0.0491)	0.644*** (0.0449)	0.581*** (0.0477)
<i>invest</i>	-0.0276 (0.0353)	-0.0459 (0.0350)	-0.00556 (0.0360)	-0.0183 (0.0408)	-0.00605 (0.0364)	-0.0147 (0.0342)	-0.0173 (0.0354)
<i>financ</i>	-0.0151 (0.0102)	-0.027*** (0.0101)	-0.0196* (0.0106)	-0.0187 (0.0114)	-0.0189* (0.0109)	-0.0210** (0.00992)	-0.032*** (0.0105)
<i>credit</i>		0.162*** (0.0232)					0.141*** (0.0240)
<i>inf</i>			0.0155** (0.00701)				
<i>out</i>				0.0190*** (0.00551)			
<i>fluxo</i>					0.0209** (0.00841)		0.00837 (0.00816)
<i>trade</i>						0.207*** (0.0329)	0.180*** (0.0353)
<i>const</i>	7.507*** (0.248)	7.286*** (0.249)	7.610*** (0.258)	7.610*** (0.274)	7.589*** (0.257)	6.686*** (0.277)	6.543*** (0.295)
$\chi^2$	215.4***	275.5***	206.5***	196.4***	206.8***	264.3***	299.4***
N	629	613	600	552	595	627	581
R <sup>2</sup>	0.11	0.20	0.11	0.16	0.13	0.19	0.26
Chow	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
Hausman	0.04**	0.24	0.02**	-	-	0.43	-
LM	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
Wooldri	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***

Notas: \*\*\* é significativa a 1%, \*\* a 5% e \* a 10%. Entre parênteses são os erros-padrões.  $\chi^2$  é a estatística que aponta a significância da regressão; N é o tamanho da amostra; R<sup>2</sup> é o R<sup>2</sup> global; Chow é o teste de Chow; Hausman é o teste de Hausman; LM é o teste LM de Breusch-Pagan; Wooldri é o teste de autocorrelação de Wooldridge; Teste de Hausman, em algumas regressões (4, 5 e 7) não exibiu valores, pois o modelo não se adequou às suposições assintóticas exigidas

pelo teste.

A variável capital humano (*human*) foi significativa a 1% em todas as regressões, apresentando a maior elasticidade entre as variáveis (por volta de 0,6%). Isso reforça a importância de uma mão-de-obra qualificada para o desempenho produtivo da economia, ao mesmo tempo fornecendo subsídios para a realização de políticas públicas.

Nossa variável de maior interesse, a de financeirização (*financ*), foi significativa na maior parte das regressões, com o sinal esperado. Esse resultado vai ao encontro da discussão de literatura realizada na seção 2, e sugere que a inflexão no comportamento das empresas em favor do mercado financeiro pode acarretar em prejuízo para a economia real.

Como defendido por Marx (1986), o capital fictício não possui contrapartida no setor real, ou seja, ainda que as ações de determinada empresa se valorize, pode ser que não exista correspondência com o seu setor produtivo. A valorização pode decorrer simplesmente devido às expectativas dos participantes do mercado financeiro. E se a empresa realiza ações para incrementar o seu valor de mercado, como é defendido pela literatura concernente ao *maximizing shareholder value*, parte do capital produtivo é deslocado para o setor financeiro, fazendo com que variáveis tais como o investimento produtivo e a produção se desacelerem. Pelos resultados econométricos, o lado pernicioso dessa política ocorre sobre a produtividade do trabalho.

As demais variáveis, como a de desenvolvimento financeiro (*credit*) e as de globalização financeira (*inf, out e fluxo*) e comercial (*trade*) foram significativas e com sinal positivo. Esses resultados podem ser vistos como formas alternativas de contrabalancear a tendência decrescente da produtividade do trabalho (gráfico 6). Em particular, o efeito positivo da globalização é importante em meio ao contexto contemporâneo de ceticismo com os benefícios desse fenômeno.

Além disso, a variável de financeirização tem o seu menor coeficiente na ausência de quaisquer variáveis de desenvolvimento financeiro e de globalização (regressão 1). Conforme adicionamos essas variáveis, o coeficiente de financeirização aumentou. Destaque para a última regressão, quando ao incluir todas essas variáveis, a financeirização exibiu o maior coeficiente. Isso mostra a necessidade de realizar esses controles para melhorar o ajustamento do modelo.

Realizamos o teste de autocorrelação de Wooldridge em todas as regressões, e como pode ser visto, a hipótese de ausência desse problema foi rejeitada em todas as regressões. Com isso, realizamos regressões com erros-padrões robustos, o que também ajuda a mitigar possíveis problemas de heterocedasticidade (Wooldridge, 2009). A tabela 2 retrata as estimativas<sup>5</sup>.

Nenhuma diferença significativa ocorreu; todas as variáveis mantiveram os sinais vistos na tabela 1, sendo que a variável capital humano continuou sendo significativa em todas as regressões, enquanto a financeirização, embora tenha mantido o sinal negativo, passou a ser significativa somente nas formas funcionais 2 e 7. De forma similar com a tabela 1, o maior valor da financeirização é visto na regressão 7.

Em suma, os resultados econométricos seguiram o padrão que era esperado. A variável de financeirização apresentou efeito negativo sobre a produtividade do trabalho, conforme a literatura relativa ao tema previa.

---

<sup>5</sup> Adotamos o mesmo procedimento com as regressões com efeitos fixos. A tabela 2.1, nos anexos, retrata as estimativas.

Tabela 2: Estimacões econométricas com erros-padrões robustos (efeitos aleatórios)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>cresc</i>	0.0110 (0.00916)	0.0190** (0.00933)	0.00962 (0.00954)	0.0177** (0.00847)	0.00776 (0.00944)	0.0131 (0.00881)	0.0145 (0.00974)
<i>human</i>	0.670*** (0.175)	0.593*** (0.175)	0.632*** (0.184)	0.651*** (0.195)	0.635*** (0.179)	0.644*** (0.159)	0.581*** (0.168)
<i>invest</i>	-0.0276 (0.0648)	-0.0459 (0.0722)	-0.00556 (0.0659)	-0.0183 (0.0708)	-0.00605 (0.0671)	-0.0147 (0.0588)	-0.0173 (0.0653)
<i>financ</i>	-0.0151 (0.0148)	-0.0270* (0.0148)	-0.0196 (0.0150)	-0.0187 (0.0147)	-0.0189 (0.0154)	-0.0210 (0.0141)	-0.0323** (0.0146)
<i>credit</i>		0.162*** (0.0562)					0.141** (0.0615)
<i>inf</i>			0.0155* (0.00941)				
<i>out</i>				0.0190** (0.00743)			
<i>fluxo</i>					0.0209* (0.0114)		0.00837 (0.0124)
<i>trade</i>						0.207** (0.0839)	0.180* (0.0963)
<i>const</i>	7.507*** (0.817)	7.286*** (0.845)	7.610*** (0.855)	7.610*** (0.931)	7.589*** (0.832)	6.686*** (0.907)	6.543*** (1.010)
$\chi^2$	17.69***	29.90***	21.19***	19.24***	17.12***	22.79***	35.28***
N	629	613	600	552	595	627	581
R <sup>2</sup>	0.11	0.20	0.11	0.16	0.13	0.19	0.26

## 5. Conclusão

Nesse artigo investigamos o processo da financeirização e o seu impacto sobre a produtividade do trabalho em uma amostra de 71 países em desenvolvimento. Pela seção 2, vimos que a financeirização pode ser compreendida por meio de três definições. Adotamos o *maximizing shareholder value*, no qual analisa o comportamento das empresas. Os resultados econométricos indicaram um relação negativa entre a financeirização e a produtividade. Deste modo, a financeirização seria um fator adicional para explicar a desaceleração da produtividade do trabalho (gráfico 6) e o menor crescimento econômico subsequente (gráficos 2 e 7).

Resultados secundários importantes foram obtidos, como o impacto positivo do capital humano sobre a produtividade do trabalho. A literatura que relaciona o capital humano com o desempenho das economias é abundante e converge para a defesa de políticas de qualificação da mão-de-obra, sendo que os efeitos positivos perpassam a esfera estritamente econômica.

Sobre a adoção da estratégia de MSV pelas empresas, esse artigo mostrou os riscos de tal processo. Ele tende a descolar cada vez mais o capital produtivo do capital financeiro, fornecendo terreno para a propagação do capital fictício e de práticas especulativas que, já alertava Keynes (1988), têm pouco a dizer sobre a geração de emprego, expansão da produção ou, como procuramos realçar durante o artigo, para o aumento da produtividade do trabalho. Em última instância, os efeitos de longo prazo tendem a se concentrar na redução do crescimento de longo prazo; algo particularmente preocupante para países que se propõem a superar mazelas sociais.

Por fim, em meio ao debate sobre as causas da perda de dinamismo do crescimento econômico mundial, variáveis como produtividade, desigualdade de renda, demanda agregada e progresso

tecnológico são comumente apontadas como responsáveis por esse quadro. Detivemos a estudar a produtividade do trabalho e a relacioná-la com fatores relevantes para explicá-la. Nesse sentido, esse artigo fornece subsídios para a discussão desse importante tema.

### Referências bibliográficas

- ARRIGHI, G. **The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times**. Verso, 1994.
- ATTILIO, L. A. **Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, 2016.
- BALTAR, P. Crescimento da Economia e Mercado de Trabalho no Brasil. Texto para discussão, 2036. IPEA, 2015.
- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A. e LEVINE, R. Finance, inequality, and poverty: cross-country evidence, National Bureau of Economic Research (NBER), Working paper, n. 10979, 2004.
- BEKAERT, G., HARVEY, C. e LUNDBLAD, C. Does Financial Liberalization Spur Growth? **Journal of Financial Economics**, vol. 77, n.1, p. 3-55, 2005.
- BOYER, R. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. **Economy and Society**, vol. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.
- BRUNO, M. et al. Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas. Texto para discussão, 1455. IPEA, 2009.
- CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. São Paulo, 1996.
- CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. **Review of Radical Political Economics**, vol. 35, n. 3, p. 271-279, 2003.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. **Journal of Development Economics**, vol.19, n. 1, pp. 1-24, 1985.
- DYMSKI, G. A. O Gênio Fora da Garrafa: A Evolução da Política Too Big to Fail e a Estratégia Bancária dos Estados Unidos. In: CINTRA, M. e GOMES, K. (eds.) **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), pag. 177-244, 2012.
- ERTURK, I., FROUD, J., JOHAL, S., LEAVER, A. e WILLIAMS, K. The Democratization of Finance? Promises, Outcomes and Conditions. University of Manchester. Working Paper, n. 9, 2005.
- FEIJÓ, C., LAMÔNICA, M. e BASTOS, J. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. **Journal of post Keynesian Economics**, vol. 39, n. 4, p. 539-561, 2016.
- FREITAS, A. Neoliberalism, profitability, and the crisis in the Eurozone. **Review of radical political economics**, p. 1-20, 2017.
- FURTADO, C. **Teoria e política do desenvolvimento econômico**. Paz e Terra, 2000.
- GRABEL, I. Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World. **International Review of Applied Economics**, v. 9, n. 2, p. 127-149, 1995.
- GONZÁLEZ, I. e SALA, H. Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in the U.S. Working Paper, 7272. Institute for the Study of Labor (IZA), 2013.
- GRIFFITH-JONES, S. A BRICS Development Bank: A Dream Coming True? United Nations Conference on Trade and Development. Discussion Papers, n. 215, 2014.
- HARVEY, D. **O neoliberalismo: história e implicações**. Edições Loyola, 2005.
- HARVEY, D. **17 contradições e o fim do capitalismo**. Boitempo, 2016.
- HOBBSBAWM, E. **Era dos Extremos**. Companhia das Letras, 2003.
- HSIEH, C. e KLENOW, P. Development Accounting. **American Economic Journal: Macroeconomics**, vol. 2, n. 1, pag. 207-223, 2010.
- JAUMOTTE, F., LALL, S. e PAPAGEORGIU, C. Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization? **IMF Economic Review**, vol. 61, n. 2 pag. 271-309, 2013.



KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo, Nova Cultural, 1988.

KOSE, M., PRASAD, E., ROGOFF, K. e WEI, S. Financial Globalization: A Reappraisal. **IMF Staff Papers**, vol. 56, n. 1, pag. 8-62, 2009.

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

LANGLEY, P. The Making of Investor Subjects in Anglo-American Pensions. **Environment and Planning D: Society and Space**, vol. 24, n. 6, p. 919-934, 2006.

LAPAVITSAS, C. Theorizing Financialization. **Work, Employment and Society**, vol. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAZONICK, W. From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy. In: WOLFSON, M.H. e EPSTEIN, G. (Orgs.) **The Handbook of the Political Economy of Financial Crises**. New York. Oxford University Press, 2011.

LAZONICK, W. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can be Regained. Working Paper, 42307. The Academic-Industry Research Network, 2012.

LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. **Economy and Society**, vol. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic Literature**, vol. 35, p. 688-726, 1997.

LEVINE, R. e ZERVOS, S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. **The American Economic Review**, vol. 88, n. 3, p. 537-558, 1998.

LUCAS, R. On the mechanics of economic development. **Journal of monetary economics**, vol. 22, p. 3-42, 1988.

MANKIW, G., ROMER, D. e WEIL, D. A contribution to the empirics of economic growth. **The quarterly journal of economics**, vol. 107, n. 2, p. 407-437, 1992.

MARX, K. **O capital, livro III, volume V**. Nova Civilização, 1968.

MILBERG, W. Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains. **Economy and Society**, vol. 37, n. 3, p. 420-451, 2008.

MIRANDA, B. **Impactos da Financeirização Sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica: Um Estudo para a Economia Brasileira entre os Anos de 1995-2012**. Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

MISES, L. **As seis lições**. Instituto Ludwig von Mises Brasil, 1979.

MISHKIN, F. Why We Shouldn't Turn our Backs on Financial Globalization. **IMF Staff Papers**, v. 56, n. 1, p. 139, 2009.

OCAMPO, J. A Development-Friendly Reform of the International Financial Architecture. **Politics & Society**, vol. 39, n. 3, p. 315-330, 2011.

PALLEY, T. I. Financialization: What it is and Why it Matters. Working Paper, 525. The Levy Economics Institute, 2007.

PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. e KOSE, M. **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**. Mimeo, 2003.

RODRIK, D. e SUBRAMANIAN, A. Why Did Financial Globalization Disappoint? **IMF Staff Papers**, vol. 56, n. 1, p. 112-138, 2009.

ROMER, P. Endogenous technological change. **The journal of political economy**, vol. 98, n. 5, p. S71-S102, 1990.

ROVIRA, J. Secular stagnation and concentration of corporate power. Post Keynesian Economics Study Group. Working paper, n. 1704, 2017.

SMITH, A. **Uma investigação sobre a natureza e as causas da Riqueza das Nações**. Volume I, Martins Fontes, 2003

SOLOW, R. A Contribution to the Theory of Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 70, n. 1, pag. 65-94, 1956.

STIGLITZ, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. **World Development**, vol. 28, n. 6, pag. 1075-1086, 2000.

- STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.
- THIRLWALL, A. **A natureza do crescimento econômico**. IPEA, 2005.
- TOGATI, D. How can we explain the persistence of the Great Recession? A balanced stability approach. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 40, n. 40, pag. 1077-1101, 2015.
- TORI, D. e ONARAN, O. Financialisation and physical investment: a global race to the bottom in accumulation? Post Keynesian Economics Study Group. Working paper, n. 1707, 2017.
- TRIDICO, P. e PARIBONI, R. Inequality, financialization, and economic decline. **Journal of PostKeynesian Economics**, p. 1-24, 2017.
- VAN ARNUM, B. e NAPLES, M. Financialization and Income Inequality in the United States, 1967–2010. **American Journal of Economics and Sociology**, vol. 72, n. 5, pag. 1158-1182, 2013.
- VAN DER ZWAN, N. Making Sense of Financialization. **Socio-Economic Review**, vol. 12, n. 12, pag. 99-129, 2014.
- WILLIAMSON, J. e MAHAR, M. A Survey of Financial Liberalization. Essays in International Finance. Working Paper, n. 211. Princeton University, 1998.
- WOOLDRIDGE, J. **Introductory Econometrics: A Modern Approach**. South-Western Cengage Learning, 2009.
- YOUNG, A. The tyranny of numbers: confronting the statistical realities of the east asian growth experience. **The quarterly journal of economics**, vol. 110, n. 3, p. 641-680, 1995.

#### **Anexos**

Países da amostra: Argentina, África do Sul, Arábia Saudita, Azerbaijão, Bahrein, Bangladesh, Bermuda, Botswana, Barbados, Brasil, Catar, Cazaquistão, Cingapura, Chile, Colômbia, Costa Rica, China, Costa do Marfim, Chipre, Equador, Egito, Emirados Árabes Unidos, Eslováquia, Eslovênia, Filipinas, Gana, Grécia, Honduras, Hungria, Hong Kong, Índia, Iran, Indonésia, Jamaica, Jordan, Kuwait, Líbano, Luxemburgo, Malásia, Malta, México, Maurício, Marrocos, Montenegro, Namíbia, Nigéria, Quênia, Paquistão, Panamá, Paraguai, Portugal, Papua Nova Guiné, Peru, Polônia, Omã, Rússia, Romênia, Sérvia, Sri Lanka, Suazilândia, Tanzânia, Tailândia, Tunísia, Trindade e Tobago, Turquia, Urugua, Ucrânia, Vietnam, Venezuela, Zâmbia e Zimbábue.

Tabela 1.1: Estimacões econométricas (efeitos fixos)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>cresc</i>	0.0113 (0.00814)	0.0191** (0.00816)	0.00987 (0.00847)	0.0179** (0.00921)	0.00807 (0.00856)	0.0132* (0.00793)	0.0147* (0.00843)
<i>human</i>	0.668*** (0.0464)	0.591*** (0.0469)	0.629*** (0.0490)	0.649*** (0.0512)	0.633*** (0.0493)	0.642*** (0.0452)	0.581*** (0.0481)
<i>invest</i>	-0.0279 (0.0353)	-0.0461 (0.0350)	-0.00548 (0.0360)	-0.0194 (0.0401)	-0.00617 (0.0362)	-0.0151 (0.0343)	-0.0180 (0.0354)
<i>financ</i>	-0.0175* (0.0102)	-0.029*** (0.0101)	-0.022** (0.0106)	-0.0212* (0.0113)	-0.0213** (0.0108)	-0.0229** (0.00995)	-0.034*** (0.0105)
<i>credit</i>		0.160*** (0.0234)					0.141*** (0.0242)
<i>inf</i>			0.0155** (0.00702)				
<i>out</i>				0.0165*** (0.00542)			
<i>fluxo</i>					0.0193** (0.00837)		0.00749 (0.00816)
<i>trade</i>						0.200*** (0.0334)	0.173*** (0.0356)
<i>const</i>	7.608*** (0.224)	7.362*** (0.224)	7.695*** (0.235)	7.669*** (0.257)	7.651*** (0.235)	6.801*** (0.258)	6.605*** (0.278)
F	52.92***	53.91***	40.55***	38.80***	40.79***	51.32***	41.60***
N	629	613	600	552	595	627	581
R <sup>2</sup>	0.11	0.19	0.11	0.15	0.12	0.19	0.26
Wooldri	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
Wald	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***

Notas: F é o teste F; Wald é o teste de Wald de heterocedasticidade, com a hipótese nula de ausência desse problema.

Tabela 2.1: Estimacões econométricas com erros-padrões robustos (efeitos fixos)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>cresc</i>	0.0113 (0.00918)	0.0191** (0.00934)	0.00987 (0.00956)	0.0179** (0.00849)	0.00807 (0.00947)	0.0132 (0.00883)	0.0147 (0.00974)
<i>human</i>	0.668*** (0.178)	0.591*** (0.178)	0.629*** (0.188)	0.649*** (0.201)	0.633*** (0.183)	0.642*** (0.163)	0.581*** (0.172)
<i>invest</i>	-0.0279 (0.0651)	-0.0461 (0.0723)	-0.00548 (0.0662)	-0.0194 (0.0717)	-0.00617 (0.0673)	-0.0151 (0.0591)	-0.0180 (0.0656)
<i>financ</i>	-0.0175 (0.0145)	-0.029** (0.0145)	-0.0221 (0.0147)	-0.0212 (0.0142)	-0.0213 (0.0150)	-0.0229 (0.0140)	-0.034** (0.0144)
<i>credit</i>		0.160*** (0.0565)					0.141** (0.0622)
<i>inf</i>			0.0155* (0.00905)				
<i>out</i>				0.0165** (0.00730)			
<i>fluxo</i>					0.0193* (0.0111)		0.00749 (0.0121)
<i>trade</i>						0.200** (0.0859)	0.173* (0.0984)
<i>const</i>	7.608*** (0.792)	7.362*** (0.821)	7.695*** (0.836)	7.669*** (0.926)	7.651*** (0.814)	6.801*** (0.902)	6.605*** (1.014)
F	4.39***	5.86***	4.32***	3.57***	3.32**	4.52***	4.91***
N	629	613	600	552	595	627	581
R <sup>2</sup>	0.11	0.19	0.11	0.15	0.12	0.19	0.26