

# Wage-led growth e financeirização conciliados por impulsão estatal? Uma avaliação da hipótese do caráter híbrido do regime de crescimento brasileiro<sup>1</sup>

Área temática: 2. História Econômica

Subárea: 2.3 - Economia Brasileira

Miguel Bruno (IPEA e UERJ)<sup>2</sup>

## 1. Introdução

O objetivo geral desse trabalho é explicitar as características estruturais e as condições macrodinâmicas que respondem pelo atual padrão de crescimento e acumulação de capital no Brasil, utilizando os aportes regulacionistas combinados com fundamentos teóricos keynesianos e kaleckianos.

Entre os objetivos específicos, se destaca a aplicação da taxonomia dos regimes de crescimento proposta pela literatura neo-estruturalista acerca das relações entre distribuição, crescimento e acumulação de capital. De acordo com os fatores de impulsão da demanda e do investimento, os regimes podem ser considerados como *profit-led*, *wage-led*, *export-led* ou *finance-led*. Sendo que esta última modalidade pode degenerar-se num caso em que as finanças bloqueiam, mesmo que parcialmente, o desenvolvimento sustentável da acumulação de capital fixo produtivo, uma vez que desestimulam as imobilizações consideradas mais arriscadas, de menor liquidez e de rentabilidade inferior à obtida com a alocação financeira das poupanças empresarial e familiar.<sup>3</sup>

Além dessa introdução, esse trabalho está estruturado da seguinte maneira: a seção 2 explicita o marco teórico utilizado e o modelo especificado para a análise proposta. A seção 3 analisa os principais fatos estilizados da acumulação de capital e seus determinantes. A seção 4 mobiliza a análise econométrica para uma taxonomia do atual regime de crescimento brasileiro. De acordo com as elasticidades estimadas para o modelo Boyer-Uemura, o regime de crescimento apresenta-se, de um modo aparentemente paradoxal, como *wage-led*. Todavia, a influência do crédito e do ambiente macroeconômico sujeito a um processo particular de

---

<sup>1</sup> Este trabalho contou com a colaboração de Ricardo Vieira e Leonardo Bastos, estagiários da Coordenação de Crescimento, Desenvolvimento e Distribuição de Renda da DIMAC-IPEA.

<sup>2</sup> Coordenador da Área de Crescimento da DIMAC-IPEA, Professor Adjunto da FCE-UERJ e Professor e Pesquisador licenciado do Programa de Mestrado em Estudos Populacionais e Pesquisas Sociais da ENCE-IBGE.

<sup>3</sup> Por esta razão, Stockhammer (2007) propõe denominar os regimes de crescimento subordinados à racionalidade da acumulação financeira de *finance-dominated accumulation regimes*. Uma denominação mais neutra do que *finance-led growth regime*, pois não se sabe, a priori, se as finanças estão de fato promovendo ou bloqueando o crescimento econômico. No caso específico do Brasil, as linhas de crédito para investimento produtivo são ofertadas por instituições financeiras públicas, pois as finanças privadas permanecem voltadas para a revalorização de recursos no circuito da acumulação rentista de curto prazo.

financeirização pela renda de juros precisa ser considerada em análises futuras. Por último, a seção 5 reúne os argumentos conclusivos e também sugestões para novos desenvolvimentos desta pesquisa.

## 2. Marco teórico

### 2.1 Os regimes de crescimento ou de acumulação

A noção de regime de crescimento ou de acumulação tem por objetivo descrever as evoluções conjuntas e por um longo período, das condições de produção (taxa de lucro, taxa de acumulação, produtividade do trabalho, grau de automação, importância relativa dos diferentes setores e ramos da economia) com as condições que respondem pelo uso social do produto (distribuição funcional da renda, consumo das unidades familiares, gastos do governo, comércio exterior). Este conceito buscará explicitar as regularidades macroeconômicas que permitem a lógica da acumulação desenvolver-se sob determinados padrões que se apresentam histórica ou geograficamente contrastados.

A noção conexa à de regime de crescimento é a de regulação no âmbito macroeconômico, ou seja, o **modo de regulação**<sup>4</sup>. Um padrão ou regime de crescimento não se reproduz sem as condições estruturais que lhe permitem estabilidade macrodinâmica no curto e médio prazos. No longo prazo, o próprio funcionamento das estruturas, sob um complexo de forças endógenas à natureza e lógica mesma do padrão de acumulação de capital, tenderá a desestabilizar a forma da regulação macroeconômica vigente. Surgem crises cíclicas e, em ordem de maior gravidade, crises estruturais. Abre-se então um período de transformação da arquitetura institucional que define o modo de regulação. No plano teórico considera-se que essa arquitetura é composta pelas configurações institucionais e organizacionais vigentes das relações Estado-economia; das relações entre capital e trabalho assalariado; da concorrência nos diversos mercados; do tipo de inserção internacional e do regime monetário e financeiro.

Operativamente, para efeitos da análise aqui proposta, essa arquitetura institucional que define um particular modo de regulação característico de uma dada economia, será a

---

<sup>4</sup> Não se trata da *regulation theory*, de base teórica neoclássica, e que se limita aos níveis micro e setorial, uma vez que a regulação nessa perspectiva confunde-se com as diversas formas de **regulamentação** promovidas pelo Estado, buscando a maior eficiência econômica e o ótimo social, disciplinando os mercados ou estimulando a concorrência. A regulação macroeconômica não exclui as formas de regulamentação, mas vai além destas. O modo de regulação baseia-se em estruturas e instituições não apenas públicas ou estatais, mas também em entidades privadas e semi-públicas, podendo mesmo criar regularidades sociais e econômicas independentemente de quaisquer formas de regulamentação. Consequentemente, no plano analítico, as regulamentações se inscrevem ou dependem das características próprias ao modo de regulação vigente, que opera no nível macroeconômico.

matriz geradora das regularidades macroeconômicas que reproduzem o regime de crescimento. Os valores estimados para as elasticidades que dependem das configurações das formas institucionais. Consequentemente, se estas se transformam, o regime de crescimento resultante também será diferente.

## 2.2 O modelo Boyer-Uemura e o caso brasileiro

O modelo proposto por Boyer-Uemura é uma adaptação do modelo desenvolvido por Bowles-Boyer (1995), para explicitar o modo como a distribuição funcional da renda influencia a dinâmica da acumulação de capital. A relevância empírica desse modelo teórico reside na representação que proporciona do conjunto das principais regularidades macroeconômicas que se expressam num determinado padrão de crescimento econômico e de acumulação de capital.

A primeira estimativa desse modelo realizada para o caso brasileiro encontra-se em Bruno (2003) e, posteriormente, com novas bases de dados, em Bruno (2005), para o período 1966-1980. Um padrão de crescimento econômico do tipo *profit-led* foi detectado para o período que abrange o “milagre econômico brasileiro” (1967-1973) e o II PND (1975-1979). Essa análise reforçou as conclusões, já apontadas por diversos estudos, de que as taxas elevadas de acumulação de capital, àquela época, foram resultados da alta taxa de lucro da economia brasileira e da disponibilidade de recursos externos sob a forma de capital de empréstimo para financiamento do investimento.

A crise desse regime de crescimento *profit-led* tornar-se-ia patente da década de 1980, mas só a partir das transformações estruturais dos anos 1990, um novo padrão de crescimento se afirmaria num contexto macroeconômico completamente diverso. Recentemente, Araújo, Gala e Bruno (2011) reestimaram o modelo de Boyer-Uemura para a economia brasileira, no período 2002-2008, com séries macroeconômicas de frequência trimestral.

### 2.2.1 Especificação do modelo

Considerando-se a versão de UEMURA (2000) para o modelo de BOWLES e BOYER (1990, 1995), a dinâmica da acumulação de capital é governada pelo comportamento do investimento. Nos quadros de uma visão kaleckiana, sob condições oligopolísticas, o investimento reage às mudanças na taxa de lucro e na utilização da capacidade.

Uma **função acumulação de capital** pode ser definida da seguinte maneira:

$$\frac{I}{K} = g_0 + g_r \cdot r + g_u \cdot u \quad (1)$$

$I$  é a taxa real de investimento;  $r$  é a taxa de lucro bruto, isto é, incluindo a depreciação do estoque de capital. Pela equação (2), a taxa de acumulação de capital ( $I/K$ ) é influenciada por três fatores principais:

- a) O coeficiente ( $g_0$ ) procura captar as influências do ambiente macroeconômico sobre as decisões de investimento. De fato, a vigência de um determinado *modo de regulação*<sup>5</sup> se expressa na existência de fatores institucionais que compõem a estrutura macro-social onde o processo de acumulação de capital se desenvolve. Isto posto, as expectativas de investimento não reagem a fatores meramente subjetivos, pois o modo de regulação vigente fornece a estrutura institucional e organizacional em que as decisões são tomadas na prática;
- b) A sensibilidade da taxa de acumulação à taxa de lucro bruto ( $g_r$ ) exerce um papel ativo e varia com as mudanças de expectativas no processo de acumulação de capital; e
- c) A resposta da taxa de acumulação de capital à evolução da utilização da capacidade instalada ( $g_u$ ) pode ser apreendida como um mecanismo de ajuste para adequar a oferta às condições oligopolistas de produção. Conforme observa ARONOVICH (1991), incorre-se neste contexto numa importante abstração, pois a variável taxa de utilização da capacidade produtiva ( $u$ ) é considerada como exógena. Apreende-se  $u$  como uma *proxy* da expectativa corrente do nível efetivo de produto, que pode ser considerada exógena porque depende da percepção média das empresas, supostamente aleatória. Essa variável reflete a influência do nível de demanda efetiva sobre a decisão de investir. Sob estruturas de mercado fortemente oligopolizadas como a brasileira, a taxa de utilização da capacidade produtiva é frequentemente mobilizada como mecanismo de ajuste às flutuações conjunturais e aos ciclos econômicos. Em suma, a variação do grau de utilização da capacidade produtiva instalada é um indicador básico para a tomada de decisão quanto aos novos investimentos.

Considera-se uma **função poupança kaldoriana** [KALDOR (1978)] tal como segue:

$$S = s_r \cdot \Pi + s_w \cdot W \quad (2)$$

---

<sup>5</sup> Na definição proposta por BOYER [1986, p. 54-55], um modo de regulação refere-se a “todo conjunto de procedimentos e de comportamentos, individuais e coletivos com as seguintes propriedades: reproduzir as relações sociais fundamentais através da conjunção de formas institucionais historicamente determinadas; sustentar e “pilotar” o regime de acumulação existente; assegurar a compatibilidade dinâmica de um conjunto de decisões descentralizadas, sem que seja necessária a interiorização dos princípios de ajustamento do conjunto do sistema por parte dos atores econômicos.”.

onde  $s_w$  = taxa de poupança proveniente dos salários;  $W$  = massa salarial;  $s_r$  = taxa de poupança proveniente dos lucros; e  $\Pi$  = massa de lucros, pode-se chegar aos determinantes fundamentais do investimento. Conforme a hipótese kadoriana,  $s_r > s_w$ , refletindo as diferentes propensões a consumir das duas classes básicas de uma economia capitalista.

A função exportações líquidas NEX é especificada da seguinte maneira:

$$NEX = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \pi_{-1} + \alpha_2 \cdot u_{-1} + \alpha_3 \cdot e_{-1} \quad (3)$$

onde  $\pi_{-1}$ ,  $u_{-1}$  e  $e_{-1}$  são, respectivamente, a *profit share*, a taxa de utilização da capacidade produtiva da economia e o logaritmo natural da taxa real de câmbio. Algumas considerações quanto aos sinais esperados das variáveis devem ser feitas. No que concerne à variável  $u$ , vários trabalhos empíricos no Brasil confirmam o sinal negativo (por exemplo, CARVALHO e DE NEGRI, 2000). Esta relação inversa decorre do fato de que os exportadores preferem primeiramente suprir o mercado interno, para só depois voltarem para a demanda externa.

As exportações líquidas tendem a reagir positivamente à elevação da *profit share*, o que, consideradas as demais elasticidades das funções poupança e investimento, poderia sinalizar para a presença de um padrão do tipo *export-led growth*. Uma função excesso de demanda agregada ( $ED$ ) é obtida a partir das funções investimento e poupança. Normalizando-se  $ED$  pelo estoque de capital nominal,  $p_k \cdot K$ , tem-se<sup>6</sup>:

$$ED = \frac{I}{K} + \frac{(-p_y \cdot S + G - T + NEX)}{p_k \cdot K}$$

onde  $G$  = gastos do governo;  $T$  = arrecadação fiscal;  $NEX$  = (exportações – importações).  $G$ ,  $T$  e  $NEX$  são considerados em termos nominais. Mas pode-se escrever  $ED$  em função da participação dos lucros brutos no produto, *profit-share* ( $\pi$ ) e do nível de utilização da capacidade ( $u$ ):  $ED = g_0 + g_r \cdot r + g_u \cdot u - (s_w \cdot W + s_r \cdot \Pi) \cdot (p_y / p_k \cdot K) + \frac{(G - T + NEX)}{p_k \cdot K}$

$$ED = g_0 + g_r \cdot \pi \cdot u \cdot \sigma \cdot p + g_u \cdot u - s_w \cdot (1 - \pi) \cdot u \cdot \sigma \cdot p - s_r \cdot \pi \cdot u \cdot \sigma \cdot p + \frac{(G - T + NEX)}{p_k \cdot K} \quad (4)$$

A condição de equilíbrio macroeconômico pode ser escrita de maneira a igualar a demanda de investimento à poupança agregada, ou seja,  $ED = 0$ . Neste contexto, o

<sup>6</sup> Como observa ARONOVICH (1991, p. 16), o artifício de expressar as variáveis em termos do valor do estoque de capital fixo tem o objetivo de enfatizar a determinação das taxas de crescimento e de lucro ao invés de níveis de investimento e de pagamentos ao fator capital.

investimento determina a poupança e pode-se obter as seguintes derivadas parciais, utilizadas para se identificar os padrões de crescimento econômico:

$$ED_{\pi} = -(s_r - s_w - g_r) \cdot u \cdot \sigma \cdot p + \frac{\partial(NEX / p_k \cdot K)}{\partial \pi} \quad (5)$$

$$ED_u = g_r \cdot \pi \cdot \sigma \cdot p + g_u - [s_w (1 - \pi) \sigma \cdot p + s_r \pi \cdot \sigma \cdot p] \quad (6)$$

O efeito das mudanças na *profit-share* sobre a utilização da capacidade instalada é determinado por diferenciação total da condição de equilíbrio no mercado de produto. Tem-se

$$\text{então: } \frac{du}{d\pi} = \frac{-ED_{\pi}}{ED_u} \quad (7)$$

Em uma análise do processo de acumulação de capital no médio prazo - horizonte no qual o modo de regulação e o regime de crescimento encontram-se estabilizados - assume-se que as variações da utilização da capacidade visam estreitar o *gap* entre demanda e oferta no mercado de produto. Então tem-se  $ED_u < 0$ , uma condição keynesiana de estabilidade. Mas sob esta condição se  $ED_{\pi} > 0$ , o regime de crescimento é considerado “*profit-led*”, no sentido de que um aumento em  $\pi$  (*profit-share*) conduz a um aumento no excesso de demanda agregada por causa da alta sensibilidade do investimento à taxa de lucro. Nestas condições um aumento na participação dos lucros no produto levaria a um aumento da taxa de acumulação ( $I / K$ ). Por outro lado, se  $ED_{\pi} < 0$ , o regime de crescimento é “*wage-led*” [BOWLES e BOYER (1995); UEMURA (2000)], já que esta condição é equivalente a  $ED_{w_s} > 0$ . Neste caso, um aumento da participação relativa dos salários ( $w_s$ ) provocaria um aumento no excesso de demanda e então, na taxa de acumulação, em razão da alta elasticidade do investimento ao consumo agregado.

### 2.2.2 Séries macroeconômicas utilizadas

Para a estimação do modelo foram utilizadas séries das contas nacionais trimestrais. Para as variáveis não disponíveis nessa frequência, recorreu-se a processos de trimestralização a partir das séries de frequência anual e mensal. Este foi o caso da massa salarial real e do estoque de capital fixo produtivo.

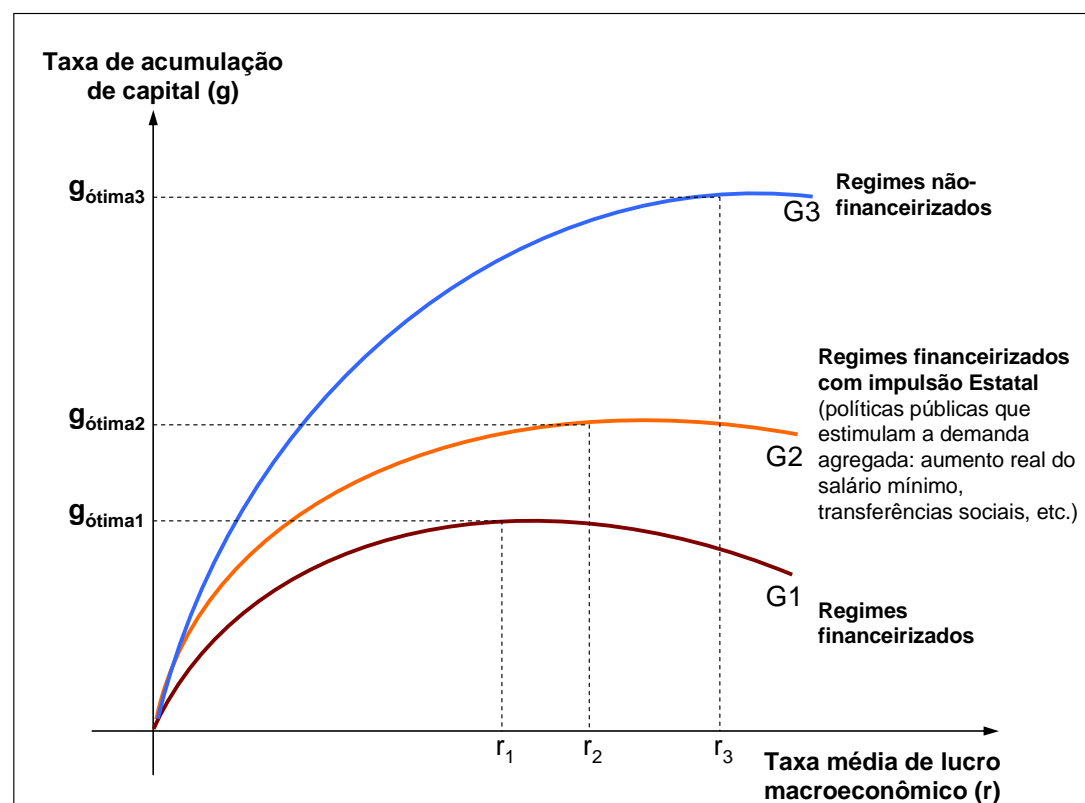
## 2.3 Lucro e acumulação em economias financeirizadas: condições teóricas para um modelo híbrido

Como se procurará mostrar ao longo desta análise, o caso brasileiro é singular por diversas razões, tanto teóricas quanto empíricas. As hipóteses de financeirização foram investigadas

em estudos recentes (Bruno, 2009; Bruno 2009 et al., 2009), mas aqui se trata de mostrar a influência do Estado na dinâmica do crescimento econômico e a possibilidade de emergência de padrões de acumulação impulsionados pelo mercado interno ou pela expansão da participação dos salários no produto total. Antes, porém, serão feitas algumas considerações teóricas para suportar os resultados encontrados pelas estimações econométricas do modelo Boyer-Uemura.

A Figura 1 busca representar, no plano teórico, as curvas da acumulação de capital para uma economia não-financeirizada e para uma outra onde esse processo não existe. Para uma economia financeirizada, a curva G1 é muito mais baixa do que para uma economia não-financeirizada (curva G3).

**FIGURA 1 – REPRESENTAÇÃO TEÓRICA DA CURVA DA ACUMULAÇÃO DE CAPITAL EM ECONOMIAS FINANCEIRIZADAS E NÃO-FINANCEIRIZADAS**



Pode-se observar que no caso da curva G1, além da taxa de lucro que torna máxima a acumulação ser atingida precocemente – quando a economia passa a operar no trecho inelástico da curva da acumulação –  $g$  é muito inferior. Acima das taxas de lucro que levam ao pico das taxas de acumulação de capital ( $g_{ótima}$ ), ou do trecho inelástico, o investimento produtivo torna-se cada vez menos atrativo, pois as atividades financeiras proporcionam

maior rentabilidade, liquidez e baixo risco, comparativamente às imobilizações de capital que as atividades produtivas requerem.

Por esta razão, a taxa de acumulação tende a cair, já que as firmas preferem destinar proporções maiores da poupança empresarial (lucros retidos) para a circulação financeira, uma vez que os lucros não-operacionais tornaram-se mais relevantes. Em suma, **ao antecipar o funcionamento da economia no trecho inelástico da curva de acumulação de capital, a financeirização reduz a sensibilidade da taxa de acumulação às variações da taxa média de lucro**. Consequentemente, é muito pouco provável que economias sujeitas a esse processo possam desfrutar de trajetórias de alto e estável crescimento. Restam a essas economias a mobilização do Estado e as políticas de crédito para manter as condições mínimas para um crescimento apenas moderado que evite a estagnação.

O Brasil é um exemplo emblemático, pois as condições macroeconômicas e estruturais que reproduzem o processo de financeirização tornam ainda mais necessário tanto o crédito público para o investimento produtivo quanto as políticas que reduzam as desigualdades de renda e promovam o consumo popular. A curva intermediária G2 representada na Figura 1 ilustra o caso brasileiro atual, onde o Estado promove o crescimento econômico apesar do elevado custo de uso do estoque de capital que a financeirização impõe. Todavia, tanto em G1 quanto em G2, apesar das altas taxas de lucro que a economia pode proporcionar, as taxas de acumulação permanecem muito inferiores às alcançadas em economias não sujeitas a esse processo.

O **caráter híbrido do modelo econômico brasileiro** residiria nessa ambigüidade de um modo de regulação em que as relações Estado-economia tentam conciliar duas ordens de racionalidade a priori incompatíveis no plano macroeconômico: a punção rentista sobre o aparelho de Estado e o elevado peso das despesas de juros que ela implica com as demandas sociais em matéria de aceleração do crescimento econômico, geração de emprego e redução das desigualdades. Incapaz, no plano político, para suprimir as condições que reproduzem o processo de financeirização baseado na renda de juros, a estratégia do Estado é promover o crescimento econômico e o investimento apesar desse obstáculo endógeno e estrutural.

### **3. Fatos estilizados da acumulação de capital e seus determinantes**

A principal causa para o forte crescimento econômico observado entre 1955 e 1980 reside nas especificidades do padrão de acumulação de capital no período pré-liberalização. Tratou-se de

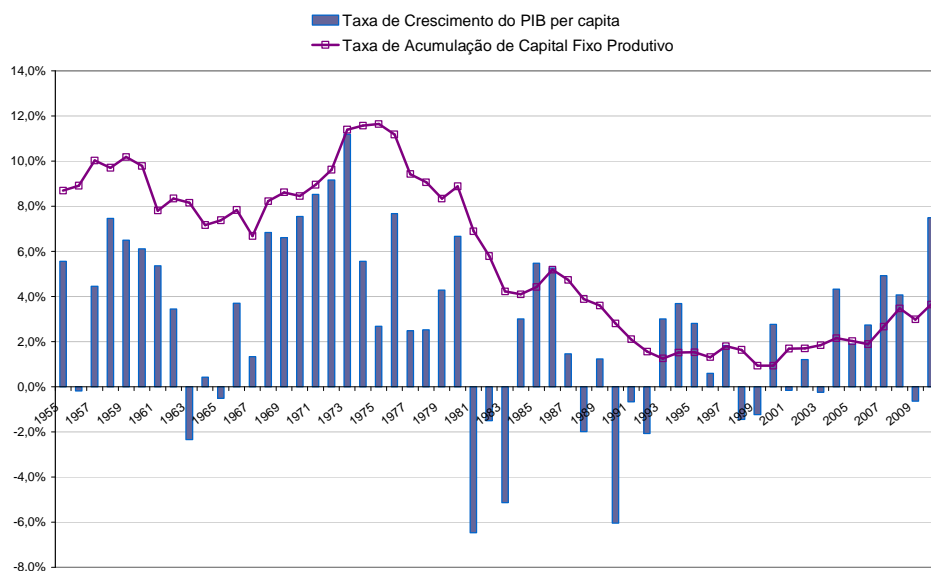


um regime do tipo *profit-led growth*, caracterizado por altas taxas de lucro e financiamento externo (BRUNO, 2005).

### 3.1 Lucro e acumulação no longo prazo: desconexão e convergência no período de liberalização

A análise de longo prazo revela que entre 1955 e 1980, as taxas médias anuais de crescimento do PIB per capita e de acumulação de capital fixo produtivo foram muito altas (4,5% a.a. e 9,5% a.a., respectivamente) e muito superiores às observadas nas décadas de 1980 (0,2% a.a. e 4,8% a.a.) e de 1990 (1,2% a.a. e 1,8% a.a.). O Gráfico 1 mostra essas duas séries para o período 1955 e 2010.

**GRÁFICO 1 – ACUMULAÇÃO DE CAPITAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO NO LONGO PRAZO (1955-2010)**

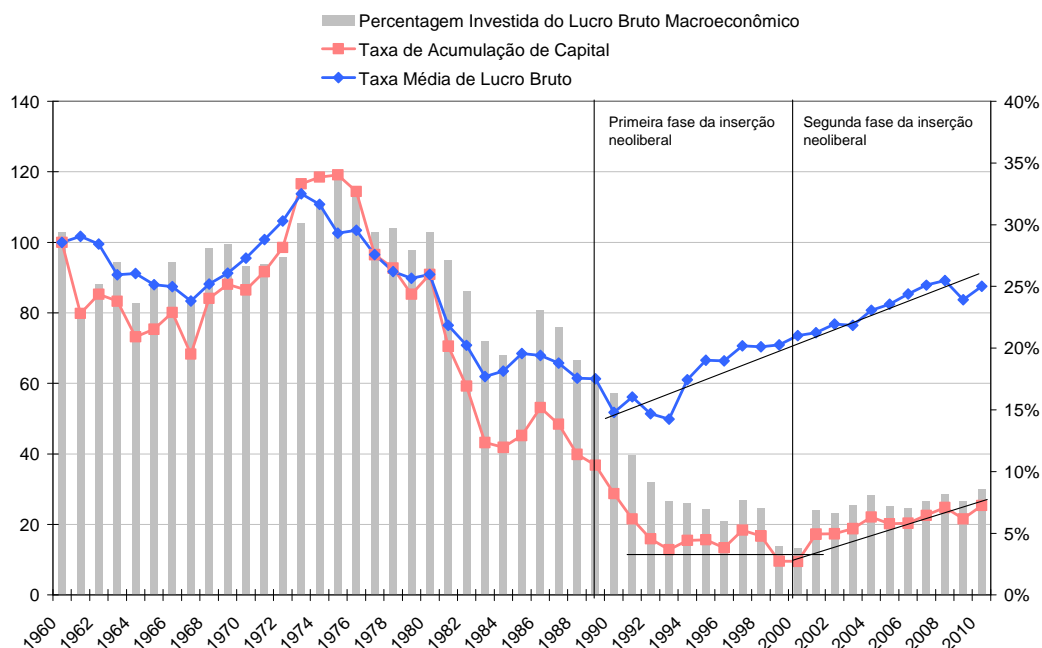


FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE, IPEA Data.

A relação entre lucro e acumulação pode ser formalmente representada de modo simples. Dividindo-se a taxa de acumulação ( $g = \frac{INV}{K}$ ) pela taxa de lucro ( $r = \frac{\Pi}{K}$ ) chega-se a uma medida da **proporção investida do lucro médio ou macroeconômico**  $\gamma$ . Isto implica que  $g = r \cdot \gamma$ , ou seja, **a taxa de acumulação não depende apenas do nível da taxa de lucro, mas também da propensão a investir das firmas**. Uma variável diretamente afetada por um ambiente macroeconômico onde a revalorização dos capitais é facilmente obtida na circulação financeira, permitindo que as necessidades de imobilizações de capital sejam reduzidas e os novos investimentos adiados ou mesmo cancelados.

Consequentemente, para uma dada margem de lucro sobre o estoque de capital fixo, a financeirização reduz a parte da poupança empresarial (lucro retido) que poderia ser alocada em ativos produtivos em prol das alocações em ativos financeiros. Este processo bloqueia, portanto, a formação endógena de poupança, já que esta depende do desenvolvimento da acumulação de capital fixo produtivo e não das alocações financeiras. Este fenômeno mostra que a hipótese de insuficiência de poupança para explicar a baixa taxa de investimento na economia brasileira se equivoca em dois níveis: a) no campo teórico, porque não se pode poupar o que não se ganha, já que a poupança é função da renda e não das taxas de juros; b) no campo empírico, porque não reconhece que as formas de alocação dos recursos disponíveis não-consumidos não são neutras, uma vez que vão determinar o nível de investimento e de poupança.

**GRÁFICO 2 – ALTA TAXA DE LUCRO E BAIXA TAXA DE ACUMULAÇÃO: UM SUBPRODUTO DA INSERÇÃO INTERNACIONAL NEOLIBERAL**



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE, IPEA Data e Marquetti (2003).

Como observa Aglietta (2008), a poupança pode assumir duas formas contrastadas em seus efeitos sobre o ritmo de acumulação e crescimento econômico: a **poupança improdutiva** e a **poupança produtiva**. A poupança improdutiva refere-se aos fluxos de recursos não-consumidos que são aplicados nas transferências de propriedade entre ativos já existentes, sem criar novos ativos reais. A poupança produtiva refere-se aos recursos aplicados no financiamento da formação bruta de capital fixo das empresas e portanto, tendem a elevar a renda e a riqueza da sociedade.

O Gráfico 2 mostra a evolução da taxa de acumulação de capital ( $g$ ) para o período 1960-2010, porém, agora, juntamente com a taxa média de lucro ( $r$ ) da economia brasileira. A terceira variável, representada em barras cinzas neste gráfico, é a proporção do lucro macroeconômico alocada em formação bruta de capital fixo produtivo.

A queda de  $g$  e de  $r$  entre 1960 e 1967 é expressão da chamada crise de 1963, considerada a primeira crise cíclica, endógena, do capitalismo brasileiro, decorrente dos investimentos implementados pelo Plano de Metas (1955-1961). No entanto, observe-se que a percentagem média investida do lucro macroeconômico, série plotada em barras, manteve-se elevada, próxima a 25,97 %. As reformas institucionais do PAEG (1964-1966) e a grande oferta de liquidez internacional se conjugaram para criar as condições estruturais e conjunturais que permitiriam o “milagre brasileiro” (1967-1973).

No período pós-liberalização e pós-Real, essa percentagem cai para um valor médio de apenas 7,71 % do lucro médio. Mesmo no subperíodo 2004-2010, quando a economia brasileira consegue atingir taxas mais altas de crescimento, essa proporção permanece praticamente a mesma, ou seja, 7,73 %. Um sintoma claro de que a economia brasileira está sujeita a um processo de financeirização e de que não se trata propriamente de insuficiência de poupança para financiar o investimento. Trata-se sim de um regime de acumulação que promove a alocação financeira da poupança disponível e isso impede que o equilíbrio investimento-poupança possa se dar a um nível mais elevado. Em outros termos, o atual regime de acumulação promove a poupança improdutiva em detrimento da poupança produtiva, reduzindo sua formação endógena em níveis incompatíveis com uma trajetória de crescimento econômico sustentável e mais elevado.

Destaque-se que a crise do regime de crescimento responsável pelo “milagre brasileiro” tornou-se patente com a queda rápida e prolongada de  $r$  e  $g$ , a partir de 1974. a economia brasileira entraria então em um longo período de dificuldades macroeconômicas e estruturais.

O subperíodo 1989-2000 pode ser considerado a primeira fase da inserção neo-liberal no regime internacional, destacada pelas linhas verticais no Gráfico 2.  $r$  entra em uma trajetória de crescimento que, no entanto, não promove a acumulação de capital.  $g$  permanece estagnada em um nível muito baixo. A recuperação da rentabilidade do capital a partir da implementação do Plano Real, em 1994, sinalizava a saída da crise estrutural, mas não necessariamente a entrada da economia brasileira em uma trajetória de crescimento

econômico sustentável. Isto dependeria das características do novo modo de regulação e do regime de acumulação que então apenas se prefiguravam. Todavia, neste subperíodo, a desconexão entre lucro e acumulação, duas variáveis-chave do regime de crescimento, é um fenômeno que caracteriza a vigência de um processo de financeirização. Num tal ambiente macroeconômico, as firmas vêm suas margens de lucro crescerem também graças às atividades não-operacionais. Em outros termos, os aumentos da taxa de lucro não são suficientes para que decidam investir, pois existem alternativas de revalorização financeira de alta liquidez e rentabilidade que são mais atrativas do que as imobilizações consideradas arriscadas nos setores produtivos.<sup>7</sup>

Uma questão que deve ser explicada refere-se aos fatores que permitiram o aumento da proporção investida do lucro médio, no subperíodo 2001-2010, que corresponde à segunda fase da inserção internacional neoliberal. Nesta fase, dois novos elementos são acrescentados à arquitetura institucional que define o modo de regulação da economia brasileira: o regime de câmbio flutuante e a política de controle da inflação com base no sistema de metas. Com isso, as taxas de juros puderam baixar para um patamar inferior ao da primeira fase, embora permaneçam muito acima dos padrões internacionais.

No plano internacional, os preços das commodities e a grande oferta de capital estrangeiro em busca de revalorização rápida e elevada nos mercados financeiros emergentes, vão promover a acumulação de reservas internacionais em níveis muito superiores ao da primeira fase.

### **3.2 O regime de crescimento atual resulta de um novo papel do Estado?**

Outro aspecto das mudanças no plano interno foram as políticas do Estado no sentido de reduzir as desigualdades de renda. As políticas sociais foram ampliadas e o poder aquisitivo do salário mínimo foi elevado. Em conjunção com a maior oferta de crédito ao consumo e à produção, além da elevação da relação salário/câmbio, o mercado interno é aquecido e a taxa média de crescimento econômico dobra com relação ao nível observado na primeira fase. Além dessas medidas que dinamizaram o mercado interno de consumo, o Estado aumentou sua taxa de investimento, como pode ser observado no Gráfico 3, a seguir.

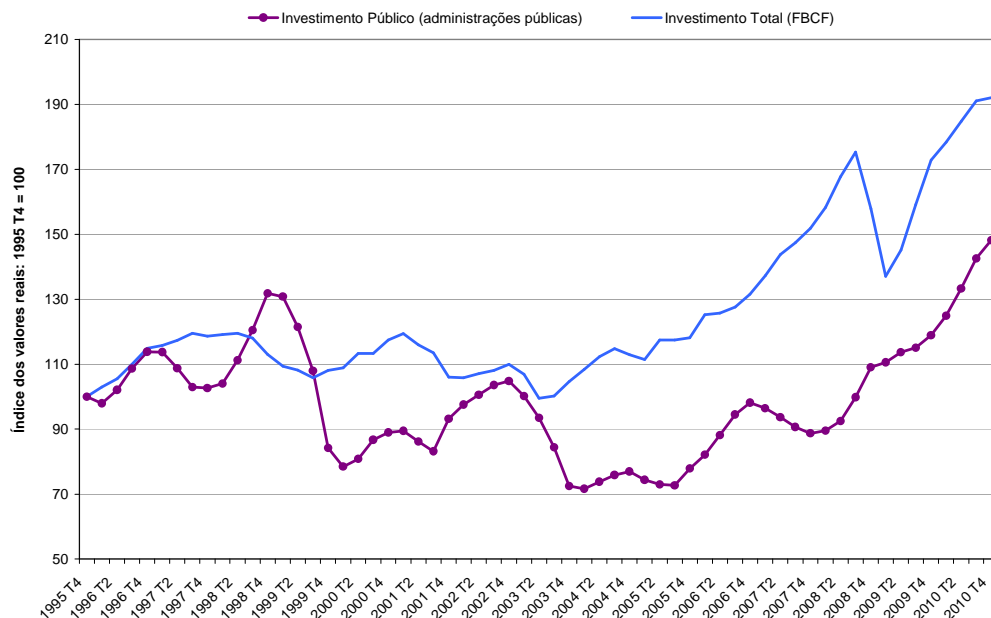
Uma consequência direta foi a elevação da taxa de acumulação de capital que passa a seguir a trajetória da taxa média de lucro, muito embora a distância entre as séries permaneça ainda demasiadamente elevada. Como já mencionado, a explicação reside no processo de

---

<sup>7</sup> Mais detalhes dessa questão podem ser encontrados em Stockhammer (2004).

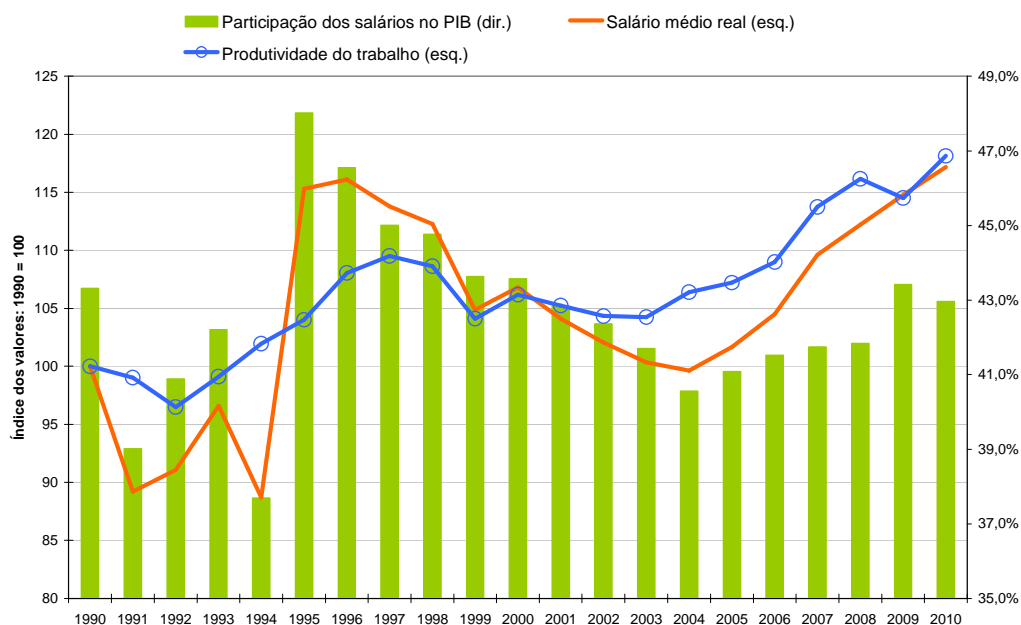
financeirização cujo principal efeito macroeconômico é reduzir a propensão a investir das firmas.

**GRÁFICO 3 – O INVESTIMENTO PÚBLICO CRESCE A PARTIR DE 2004, INCLUSIVE DURANTE A CRISE ECONÔMICA GLOBAL (1995-2010)**



FONTE: IBGE para o investimento total; Coordenação de Finanças Públicas da DIMAC-IPEA para o investimento público.

**GRÁFICO 4 – OS SALÁRIOS CRESCERAM COM OS GANHOS DE PRODUTIVIDADE NO PERÍODO 2004-2010**



FONTE: Cálculos próprios com base nos dados do IBGE e IPEA Data.

NOTA: A participação dos salários no PIB inclui o total das remunerações dos empregados mais o rendimento médio dos trabalhadores autônomos.

No Gráfico 4, encontram-se os determinantes da parcela salarial (wage share) que são a produtividade do trabalho (PRL) e o salário médio real (RW). A wage share é a razão entre RW e PRL. No período 2004-2010, o destaque fica por conta da recuperação da parcela salarial precisamente quando a economia passa a crescer a taxas superiores às do período 1995-2003.

#### 4. Um padrão *wage-led* sob acumulação rentista e alta concentração da renda? fatores de impulsão e seus limites

Uma das dificuldades encontradas pela análise empírica provém do caráter pró-cíclico das variáveis macroeconômicas estudadas, fato que pode levar ao problema da regressão espúria ao se supor que determinadas variáveis estariam relacionadas porque compartilham uma tendência comum de evolução. Este é particularmente o caso do período 2004-2010, em que as taxas de acumulação de capital, a massa salarial, a relação crédito/PIB e o investimento público seguem tendências conjuntas de crescimento. Neste contexto, como detectar as verdadeiras causas da aceleração das taxas de crescimento ou explicitá-las de maneira convincente por ordem de influência?

##### 4.1 Acumulação sensível aos gastos salariais e ao crédito

Os valores dos coeficientes obtidos através das estimações das equações da acumulação, das exportações líquidas e da poupança privada encontram-se nos Quadros 1, 2 e 3.

**QUADRO 1 – ELASTICIDADES DE LONGO PRAZO DO MODELO BOYER-UEMURA PARA A FUNÇÃO ACUMULAÇÃO DE CAPITAL NO PERÍODO 1995-2010**

1- Função Acumulação		
$g = I/K$	$g_r$	$g_u$
Elasticidades de longo prazo	-0,61	5,84

NOTA:  $g = I/K$  = taxa de acumulação de capital fixo produtivo;  $g_r$  = coeficiente relativo à taxa média de lucro bruto;  $g_u$  = coeficiente relativo à taxa de utilização da capacidade produtiva instalada.

**QUADRO 2 – COEFICIENTES DE LONGO PRAZO DO MODELO BOYER-UEMURA PARA A FUNÇÃO EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS NO PERÍODO 1995-2010**

2- Função Exportações Líquidas			
NEX	$nex_{\pi}$	$nex_u$	$nex_e$
Coeficientes de longo prazo	n.s.	-2,93	-0,79

NOTA: NEX = exportações líquidas;  $nex_{\pi}$  = coeficiente relativo à profit share;  $nex_u$  = coeficiente relativo à taxa de utilização da capacidade produtiva instalada;  $nex_e$  = coeficiente relativo à taxa de câmbio efetiva real; n.s. = coeficiente não-estatisticamente significativo.

**QUADRO 3 – ELASTICIDADES DE LONGO PRAZO DO MODELO BOYER-UEMURA PARA A FUNÇÃO POUPANÇA NO PERÍODO 1995-2010**

3 - Função Poupança		
Sp	S <sub>r</sub>	S <sub>w</sub>
Elasticidades de longo prazo	1,10	n.s.

Sp = poupança privada; s<sub>r</sub> = coeficiente relativo à massa real de lucro bruto; s<sub>w</sub> = coeficiente relativo à massa salarial real; n.s. = coeficiente não-estatisticamente significativo.

Como o coeficiente que mede a sensibilidade das exportações líquidas às variações da *profit share* não se apresentou estatisticamente significativo, basta testar o sinal de  $ED_{\pi}$ :

$ED_{\pi} = -(s_r - s_w - g_r) = - (1,10 - (-0,61)) = -0,49$  isto implica que reduções da *profit share* (ou equivalentemente, aumentos da *wage share*) aumentam o excesso de demanda e, consequentemente, elevam a taxa de acumulação de capital. Em outros termos, **o padrão de crescimento econômico no período 1995-2010 apresenta-se como *wage led growth*, uma vez que a taxa de acumulação de capital reage positivamente aos aumentos da participação dos salários no PIB.** Este resultado é o mesmo encontrado por Araújo, Galla e Bruno (2010), utilizando a mesma especificação econométrica, porém com séries de variáveis trimestrais obtidas com diferentes metodologias.

#### **4.2 Conjugando expansão dos salários e do crédito numa economia financeirizada**

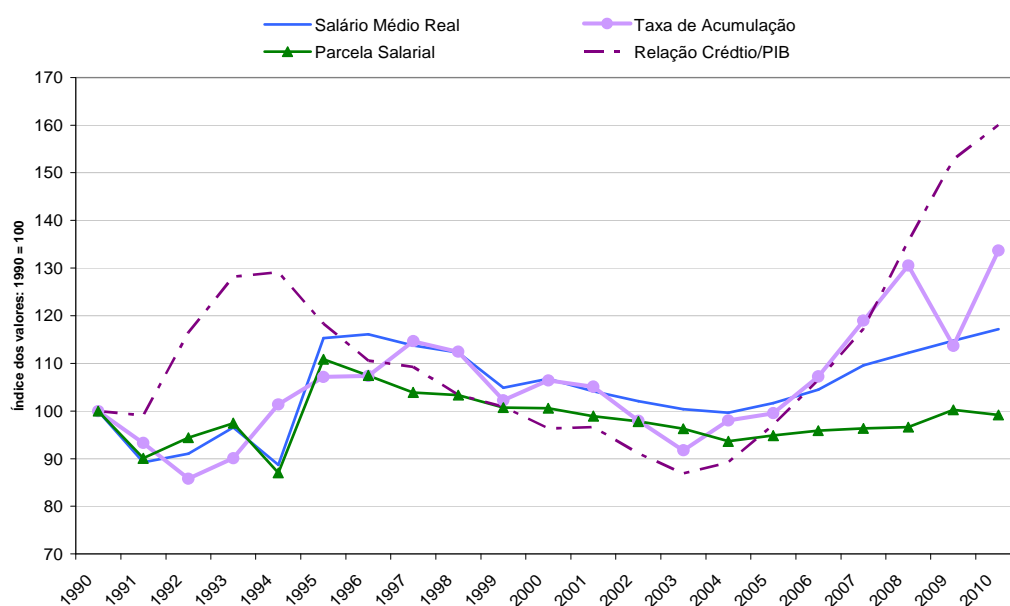
No subperíodo 2004-2010, os aumentos da oferta de crédito ao consumo e à produção se conjugam com a expansão do emprego e dos salários que resultavam da aceleração do crescimento econômico e das políticas redistributivas, incluindo a elevação do poder aquisitivo do salário mínimo. Os dados revelam ainda que o salário médio real cresceu acompanhando o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho, permitindo a elevação da participação dos salários no PIB (*wage share*). Em consequência, uma rápida articulação do regime de produtividade com o regime de demanda tornou-se possível, permitindo que a taxa média de crescimento econômico dobrasse, passando de 2,2% entre 1995 e 2003 para 4,4% entre 2004 e 2010. Todavia, trata-se de um ritmo apenas moderado de crescimento, considerando-se o potencial produtivo e as vantagens competitivas ainda não mobilizadas pela economia brasileira.

#### 4.2.1 A financeirização: um limite estrutural ao desenvolvimento econômico apenas parcialmente compensada pelas intervenções públicas

A economia brasileira dispõe de um regime fisco-financeiro muito particular, que permite ao Estado simultaneamente expandir a oferta de crédito ao sistema produtivo e às famílias, ao mesmo tempo em que transfere parte expressiva da arrecadação tributária aos detentores de capital e ao sistema bancário-financeiro, sob taxas de juros reais extremamente elevadas e muito acima dos padrões internacionais para economias em desenvolvimento. Nessas condições macroeconômicas e estruturais, não é surpresa que esse Estado tenha se tornado o fiador de um padrão de inserção internacional subordinado à revalorização rentista de curto prazo dos capitais que, além de manter a tendência à apreciação real do câmbio, expande a dívida pública interna sob condições muito onerosas de financiamento tanto em termos de prazos quanto de encargos. Também não é surpresa que sua capacidade de investimento se torne sobremaneira limitada, apesar da manutenção de superávits fiscais primários e da melhora relativa do investimento público nos anos recentes.

O Gráfico 5 mostra a evolução da acumulação de capital, dos salários reais e da parcela salarial, juntamente com a relação crédito/PIB. Destaque-se que essas quatro variáveis estão em trajetórias de expansão a partir de 2004, quando a economia brasileira cresce a taxas de superiores às do superperíodo 1995-2003. Observe-se que o salário médio real e a relação crédito/PIB apresentam-se em forte correlação positiva.

**GRÁFICO 5 – ACUMULAÇÃO, SALÁRIO E CRÉDITO (1990-2010)**

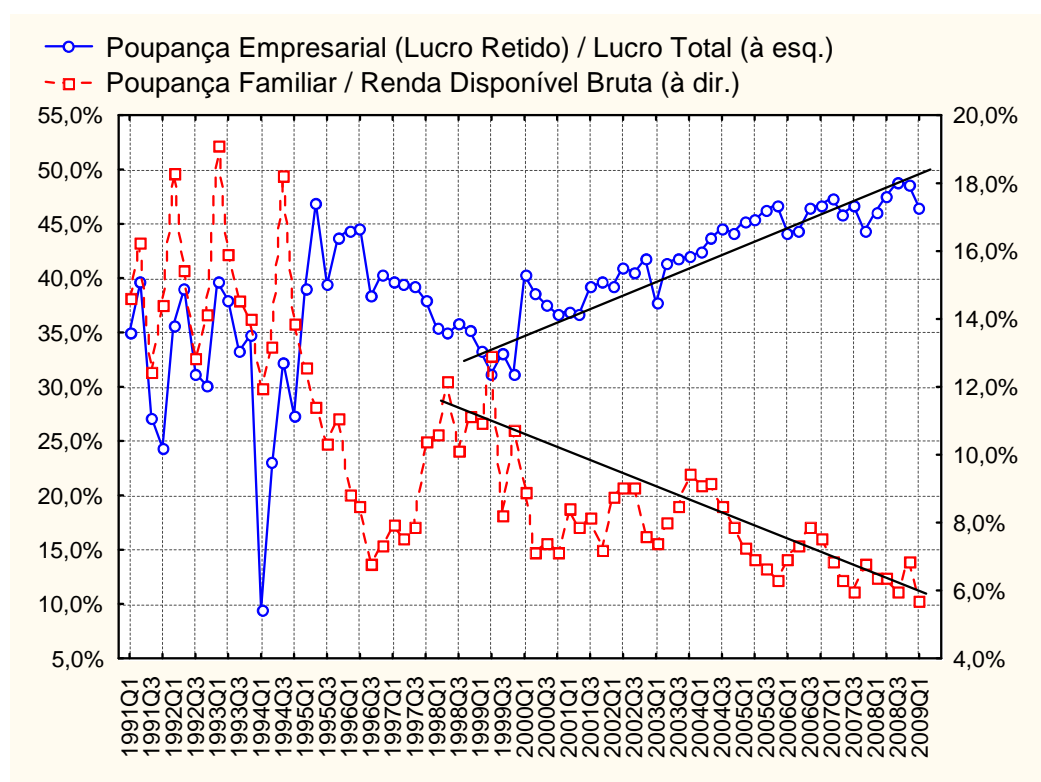


FONTE: Cálculos próprios com base nos dados do IBGE e IPEA Data.



Uma característica que reforça os argumentos levantados acima refere-se à queda da taxa de poupança familiar no período em que o Brasil se reinsere no regime internacional sobre a base de uma arquitetura institucional amplamente favorável à revalorização rentista dos capitais de curto prazo. A relação salário/câmbio cresce rapidamente em função da forte apreciação real da moeda nacional. E, paralelamente, como a oferta de crédito cresceu num ritmo superior ao crescimento da renda disponível das famílias, a taxa de poupança familiar vem caindo desde o início do Real. Essas evidências empíricas reforçam os resultados da estimação da função poupança, em que a elasticidade da poupança privada em relação aos lucros é muito elevada enquanto o coeficiente relativo à massa salarial não se mostrou estatisticamente significativo. A explicação estaria no fato de que o ambiente macroeconômico brasileiro pós-Real e pós-liberalização tem promovido o consumo familiar num ritmo muito maior do que o da elevação da renda disponível das famílias assalariadas. Todavia, como estas representam cerca de 78% do pessoal ocupado, segundo dados da PME do IBGE, o comportamento kaleckiano encontraria ampla justificativa empírica para funcionar no caso brasileiro. Observar o Gráfico 6.

**GRÁFICO 6 – UM COMPORTAMENTO KALECKIANO ENTRE A “DESPOUPANÇA” FAMILIAR E A POUPANÇA EMPRESARIAL (1991-2009)**



FONTE: Cálculos próprios com base nos dados do IBGE e IPEA Data.

#### 4.2.2 Influência direta da massa salarial, do crédito e dos lucros por unidade de utilização da capacidade produtiva sobre a acumulação de capital

Os testes econométricos revelaram a existência de uma relação de cointegração entre a massa salarial ( $W$ ) e a taxa de acumulação ( $g$ ). O valor da elasticidade de longo prazo estimada foi de 0,94312, significando que, em média, **um aumento de 1% na massa salarial real tenderia a elevar a acumulação de capital em 0,94%**. Além disso, os testes de causalidade de Granger mostraram que  $g$  não causa  $W$ , mas que  $W$  causa  $g$ . Paralelamente, os testes empíricos mostraram também a existência de uma relação de cointegração entre a razão crédito/PIB e a acumulação de capital, mas com um valor de elasticidade de longo prazo de 0,42. Um valor que é menos do que a metade do encontrado para a relação salário-acumulação.

Por último, como a influência direta da taxa de lucro deu-se com um valor baixo e com um sinal negativo – reflexo do ambiente macroeconômico financeirizado - optou-se por estimar uma relação direta entre a **massa de lucros por unidade de utilização da capacidade produtiva instalada**. Esta última variável expressaria o modo como a expectativa de lucros, decorrente dos aumentos da demanda agregada, influenciaria a acumulação de capital. O coeficiente estimado revelou-se elevado com um valor de 0,99, expressando mais uma vez os impactos positivos do crescimento da demanda sobre a expansão dos lucros e estes sobre a taxa de acumulação. Os valores dessas elasticidades encontram-se nos Quadro 4, a seguir.

**QUADRO 4 – INFLUÊNCIA DIRETA DOS SALÁRIOS, DO CRÉDITO E DOS LUCROS SOBRE A TAXA DE ACUMULAÇÃO (1995-2010)**

Taxa de acumulação de capital $g$	
Variáveis explicativas	Elasticidades de longo prazo
Massa salarial $W$	0,94312
Relação crédito/PIB	0,41997
Lucro por unidade de utilização da capacidade produtiva	0,98724

**QUADRO 5 - SINAIS DAS FUNÇÕES ESTIMADAS DO MODELO BOYER-UEMURA PARA A ECONOMIA BRASILEIRA E SUAS INTERPRETAÇÕES (1995-2010)**

FUNÇÕES ESTIMADAS	INTERPRETAÇÕES DAS RELAÇÕES MACROECONÔMICAS
<p>TAXA DE ACUMULAÇÃO DE CAPIAL</p> $g = \frac{INV}{K} f\left(\overset{-}{r}; \overset{+}{u}\right)$	<p>Como a taxa de lucro já está num nível muito elevado, aumentos adicionais da rentabilidade do capital não estimulam novos investimentos. Dado o ambiente macroeconômico financeirizado, ou seja, dadas as alternativas de revalorização do capital com baixo risco, alta liquidez e rentabilidade oferecidas pelas alocações em ativos financeiros, os agentes reduzem a proporção do lucro empresarial que poderia financiar a formação bruta de capital fixo em favor das atividades não-operacionais e isto provoca queda da taxa de acumulação (<math>g</math>).</p> <p>A taxa de acumulação (<math>g</math>) responde positivamente aos aumentos da taxa de utilização da capacidade produtiva instalada (<math>u</math>), expressando a elevada sensibilidade do investimento à demanda efetiva. Esta característica do atual regime de crescimento expressa-se também na alta elasticidade do investimento ao crédito e à massa salarial como fator principal da demanda de consumo.</p>
<p>POUPANÇA PRIVADA</p> $s_p = f\left(\overset{+}{\Pi}\right)$	<p>A poupança privada <math>S_p</math> depende completamente dos lucros empresariais (lucros retidos). O coeficiente relativo à poupança proveniente dos salários não se apresentou estatisticamente significativo. Esta característica expressa uma regularidade macroeconômica tipicamente kaleckiana, em que os trabalhadores gastam tudo o que ganham, sobretudo em se tratando de uma economia de baixo salários como a brasileira. Além disso, mostra-se compatível com o comportamento do investimento, uma vez que as relações de emprego assalariado representam cerca de 78% do pessoal ocupado, os aumentos do salário médio real e da <i>wage share</i> traduzem-se imediatamente em expansão da demanda agregada e do nível de atividade.</p>
<p>EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS</p> $nex = f\left(\overset{-}{u}; \overset{-}{e}\right)$	<p>As exportações líquidas (saldo em transações correntes) variam negativamente com a taxa de utilização da capacidade produtiva instalada. Esta característica estaria refletindo a elevada elasticidade-renda das importações e os aumentos do fluxo de remessas de lucros, juros e dividendos ao exterior, quando a economia brasileira acelera seu nível de atividade. Por outro lado, o crescimento das exportações é acompanhado pelo crescimento dos insumos importados destinados à sua produção, o que reforça ainda mais essa tendência. Além disso, aumentos das taxas de câmbio (depreciações) levam a reduções das exportações líquidas. Uma possível explicação decorreria da influência dos capitais de curto prazo e do mercado de derivativos na determinação da taxa de câmbio. Nesse contexto, expectativas de desvalorizações tenderiam a antecipar as saídas de capitais, levando a aumentos do déficit em transações correntes.</p>

NOTA:  $g$  = taxa de acumulação de capital;  $INV$  = investimento produtivo ou formação bruta de capital fixo;  $K$  = estoque de capital fixo produtivo (máquinas, equipamentos e construções não-residenciais);  $r$  = taxa de lucro bruto macroeconômico;  $u$  = taxa de utilização da capacidade produtiva instalada;  $S_p$  = poupança privada;  $\Pi$  = massa de lucro bruto;  $nex$  = exportações líquidas;  $e$  = taxa de câmbio efetiva real.

## 5. Conclusão

A dinâmica da taxa de acumulação de capital fixo produtivo na economia brasileira, no período 1995-2010, apresenta-se fortemente correlacionada à evolução dos salários, mas também à relação crédito/PIB.

A análise empírica baseada no modelo Boyer-Uemura revelou a existência de um regime de crescimento do tipo *wage-led growth* neste período. Se a influência do crédito precisa ser avaliada em pesquisas futuras, deve ser ressaltado que a concessão de empréstimos e financiamentos permanece sempre atrelada à existência prévia de renda ou de ativos como garantia dessas operações. E no período 2004-2010, tanto os níveis de emprego e de renda média apresentaram-se em trajetórias de expansão, criando, portanto, sinergia com as operações de crédito ao consumo e ao investimento produtivo, promovidas pelo governo brasileiro. A elasticidade-salários de longo prazo da taxa de acumulação de capital apresentou um valor de 0,94 que é mais do que o dobro do estimado para a elasticidade-crédito (0,42). Isto torna menos provável a hipótese de que o atual regime de crescimento seja impulsionado principalmente pela expansão das operações de crédito, o que configuraria um tipo particular de *finance-led growth*.

Novos estudos econométricos podem buscar separar os efeitos do crédito dos impactos provenientes da melhora recente da distribuição funcional da renda em favor dos salários. Por outro lado, numa economia como a brasileira, caracterizada por elevada concentração de ativos e de renda, a propensão a consumir dos salários é muito elevada. Isso explica o comportamento kaleckiano detectado pela estimação da função poupança, em que apenas os lucros respondem pela poupança privada, ou seja, os assalariados, em média, gastam tudo o que ganham. Estudos recentes mostraram que a taxa de poupança das famílias está em tendência de declínio e esse comportamento se explica pelos efeitos de um ambiente macroeconômico financeirizado. A financeirização eleva a riqueza das famílias detentoras de capital e expande as operações de crédito e isto reduz a taxa de poupança uma vez que elevam o consumo final para um dado nível de renda disponível.

O resultado encontrado pode surpreender na medida em que, no mesmo período, a economia brasileira apresenta um elevado coeficiente de financeirização pela renda de juros, fato que eleva sobremaneira o custo do crédito ao consumo e ao investimento, mantendo a economia em uma trajetória de baixo crescimento econômico. Todavia, tratar-se-ia de um aparente paradoxo, pois pode-se considerar que o regime de crescimento atual é um regime

híbrido onde a política econômica e a política social têm permitido acomodar duas dimensões principais do conflito distributivo: a que se desdobra entre capital e trabalho (via aceleração das taxas de crescimento com elevação do salário médio real e expansão dos gastos públicos) e entre o setor produtivo, notadamente os ramos ligados às commodities, e o setor financeiro (em que a arbitragem da taxa de câmbio e da taxa de juros jogam um papel essencial na viabilidade de curto prazo desse regime, sem, necessariamente, garantir-lhes, sustentabilidade macrodinâmica no longo prazo).

Pesquisas futuras tornam-se necessárias nas seguintes direções: analisar o grau em que o aumento da relação salário/câmbio, num contexto de liberalização comercial e financeira, afeta o ritmo de acumulação de capital através da expansão dos gastos de consumo e do acesso à poupança externa. Em seguida, explicitar os determinantes macroeconômicos dos regimes de produtividade e de demanda resultantes de um modo de regulação que se orienta, através do Estado, para compatibilizar a acumulação de capital produtivo com a acumulação financeira, enquanto promove as políticas de redução das desigualdades de renda e as condições necessárias para que o crescimento econômico seja no mínimo moderado.

Isto implica introduzir na função acumulação as variáveis que possam expressar os efeitos da financeirização sobre as decisões de investimento, pois essas variáveis não estão presentes na formulação original do modelo Boyer-Uemura. Pode-se considerar também a perda de autonomia da política macroeconômica uma vez que esse processo condiciona o relacionamento Estado-economia arbitrando-o em favor dos segmentos rentistas e do mercado financeiro. E, por último, mas não menos importante, estimar os impactos das transferências sociais e da expansão do crédito ao consumo e ao investimento sobre o regime de demanda.

Consequentemente, a permanência, no período recente, de taxas baixas e instáveis de crescimento econômico deve ser considerada como um resultado inerente a um regime de acumulação híbrido que mantém o setor público premido entre duas ordens contraditórias de política macroeconômica: garantir que a elevada renda de juros seja paga ao sistema bancário-financeiro e às famílias detentores de capital; e ao mesmo tempo promover a redução das desigualdades através das transferências sociais. Para conciliá-las, o Estado empreende uma expansão da carga fiscal sem precedentes históricos, uma vez que esta é a contrapartida da punção rentista exercida pelas finanças privadas sobre as finanças públicas. Nessas condições macroeconômicas e estruturais, a possibilidade de um crescimento forte e sustentável é naturalmente obstada, pois a taxa de acumulação de capital, muito sensível à evolução da

demanda nesse tipo de regime, mantém-se muito baixa para um país ainda em desenvolvimento.

## Bibliografia

AGLIETTA, Michel. *La Crise. Pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?* Éditions Michalon, 2008 ;

\_\_\_\_\_. *Macroéconomie financière*. vol 1 et 2, La Découverte, Paris, 2001;

AMITRANO, Claudio R. *Regime de Crescimento, Restrição Externa e Financeirização: uma proposta de conciliação*. Texto para Discussão 1612, IPEA, maio de 2011;

ARAÚJO, E.; GALA, P. E BRUNO, M. *Economic Growth in Brazil: evidence and policy implications*. 8th International Conference Developments in Economic Theory and Policy Bilbao, 2011.

ARONOVICH, Selmo. *Inflação, crescimento e decisões empresariais: uma abordagem neo-estruturalista para economia brasileira*. 15º Prêmio BNDS de Economia, 1991.

BILLAUDOT, B. (2001) *Régulation et Croissance : Une Macroéconomie Historique et Institutionnelle*.ed L'Harmattan, Paris

BOWLES, S. and R. BOYER (1995). *Wages, aggregate demand, and employment in an open economy: an empirical investigation*, in G. Epstein and H. Gintis (eds), *Macroeconomic Policy After the Conservative Era*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 143–71.

BOYER, Robert. *La politique a l'ere de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches regulationnistes*. CEPREMAP, Paris, 1999.

\_\_\_\_\_. *Deux défis pour le XXI<sup>e</sup> siècle: discipliner la finance et organiser l'internationalisation*. CEPREMAP n° 2000-08, Paris, 2000.

\_\_\_\_\_. *Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis*. Economy and Society. Volume 29 number 1 february 2000 ;

\_\_\_\_\_. *Théorie de la regulation*. Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2004 ;

BRAGA Souza [1998], *Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*, in Tavares, Eds, “Poder e dinheiro”, Editora Vozes, 6ª edição, p-195/242.

BRASIL. (2010) *Uma Estratégia Inovadora Alavancada pela Renda*. Organização Internacional do Trabalho- OIT.

BRUNO, M. *Acumulação de Capital, Distribuição e Crescimento Econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo*. Texto para Discussão nº 1364, IPEA, novembro 2008;

\_\_\_\_\_. *Acumulação de Capital e Crescimento Econômico no Brasil: uma análise do período 1950-2006*. in SICSÚ, J, Miranda. P (2009) (org.) *Crescimento Econômico: Estratégias e Instituições* Ed: IPEA. Rio de Janeiro.

BRUNO, M. ; ARAÚJO, E. DIAWARA, H.; REIS, Ana Carolina. S. e RUBENS, M. *Finance-led growth no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas*. Texto para Discussão nº1455, Brasília, Dezembro, 2009.

BRUNO Miguel, HALEVI Joseph, MARQUES PEREIRA Jaime "*Les défis de l'influence de la Chine sur le développement du Brésil*" (pages 83 à 102), *Revue Tiers Monde* nº 208 (4/2011).

CHESNAIS, François. *La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations*. Forum de La Régulation, Paris, 2003.

EPSTEIN, Gerald. *Financialization, rentier interests and Central Bank Policy*. PERI Conference on "Financialization of the World Economy", December, 2001;

GUTTMANN, Robert. *A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis*. *Revue de la régulation Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, nº3/4, 2008.

HEIN, E. and L. VOGEL (2008). *Distribution and growth reconsidered: empirical results for six OECD countries*, *Cambridge Journal of Economics*, **32** (3), 479–511

KRIPPNER, Greta R. *The financialization of the American economy*, *Socio-Economic Review*, 173-208, 2005.

KALDOR, N. *Alternative Theories of Distribution in: The Essential Kaldor*. (org.) Targetti, F. e Thirlwall, A.P. New York. Holmes & Meier Publishers, Inc. ,1989a.

\_\_\_\_\_. *Capital Accumulation and Growth in: The Essential Kaldor*. (org.) Targetti, F. e Thirlwall, A.P. 1989c. New York. Holmes & Meier Publishers, Inc., 1989b.

KALECKI, M. (1997). *Teoria da Dinâmica Econômica: Ensaio Sobre as Mudanças Cíclicas e a Longo Prazo da Economia Capitalista*. ED. Nova Cultural São Paulo

MARQUES-PEREIRA, Jaime. e BRUNO, Miguel. *Institucionalidade e Política Econômica no Brasil: uma análise das contradições do atual regime de crescimento pós-liberalização*. Texto para Discussão CEPAL-IPEA, nº 26, 2010.

MARQUETTI, Adalmir. *The rate of profit in the Brazilian economy 1953-2003*, in *Actuel Marx*, Paris, 2005;

ORHANGAZI, Özgür. *Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector. A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003*. Cambridge Journal of Economics 1 of 24, 2008.

PAULANI, Leda. *A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil*. Estudos Avançados, 23 (66) 2009.

PALLEY, Thomas. *Financialization: what it is and why it matters*. Working Papers n. 525, The Levy Economics Institut of Bard College. December, 2007;

SKOTT, Peter and RYOO, Soon. *Macroeconomic Implications of financialization*. University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, Working Paper 2007-08, 2007.

STOCKHAMMER, E. *Financialization and the slowdown of accumulation*. Cambridge Journal of Economics, n. 28, p. 719-741, 2004.

\_\_\_\_\_. *Some stylized facts on the finance-dominate accumulation regime*. Political Economy Research Institut – PERI – University of Massachusetts Anherst, 2.

STOCKHAMMER, E. and Ö. ONARAN (2004), *Accumulation, distribution and employment: a structural VAR approach to a neo-Kaleckian macro-model*, *Structural Change and Economic Dynamics*, **15** (4), 421–47.

UEMURA, H. (2000). *Growth, distribution and structural change in the post-war Japanese in Japanese capitalism in crisis: a regulationist interpretation*. Edited by R. Boyer and Toshio Yamada; Routledge advances in international political economy, London, USA, Canada.

VUOLO, R. (2009) *Distribución y Crecimiento: Una Controversia Persistente*. Ed: Ciepp Buenos Aires.