

## **Regime de crescimento, restrição externa e financeirização: uma proposta de conciliação**

*Autor: Claudio Roberto Amitrano – IPEA*

**Resumo:** O objetivo deste artigo consiste em mostrar que os conceitos de regime de crescimento, restrição externa e financeirização, presentes em diversos estudos Pós-Keynesianos sobre crescimento são, não só compatíveis, mas complementares entre si. Tal conciliação requer, entretanto, que se lance mão de alguns conceitos da Teoria da Regulação francesa.

**Palavras-chave:** regime de crescimento; restrição de divisas; financeirização.

## **Growth regime, external constraints and financialization: a proposal of conciliation**

**Abstract:** The paper shows that concepts of growth regime, external constraints and financialization, which are very common in many post Keynesian studies on growth, are compatible and complementary, but the conciliation among them requires the use of some concepts of French Regulation Theory.

**Key-words:** growth regime; external constraints; financialization.

**JEL:** E11, E12, F43, O11

**Sessão Ordinária. Área temática 5:** Dinheiro, Finanças internacionais e Crescimento.

**Sub-Área 5.2:** Economia e Finanças Internacionais

### **Introdução**

O propósito deste artigo consiste em apresentar uma abordagem específica para o estudo do crescimento econômico de médio e longo prazo que leva em conta elementos de demanda, de oferta e institucionais, bem como a interação entre eles. Mais do que isso, sugere-se aqui que é possível combinar de forma coerente abordagens distintas, mas que possuem matrizes teóricas equivalentes, tais como aquelas associadas às tradições kaldoriana e kaleckiana. Por meio de um tratamento específico para o papel das instituições no processo de crescimento pretende-se mostrar que as noções de regime de crescimento, restrição no balanço de pagamentos e financeirização são compatíveis e complementares entre si.

### **1. O conceito de regime de crescimento**

O tema do crescimento econômico pode ser tratado sob diversas perspectivas teóricas<sup>1</sup>. No entanto, neste trabalho procuraremos oferecer uma abordagem específica para esta temática que apresenta como elementos-chave da determinação do ritmo de expansão da atividade econômica<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Optamos por não resenhar as diversas abordagens sobre crescimento econômico. Todavia, sugerimos ao leitor interessado em aprofundar seus conhecimentos sobre o assunto observar os excelentes trabalhos de Jones (2000), Solow (1994; 1999), Zamparelli (2004), Amadeo (1986), Bertella (2000; 2007) e Commendatore et al (2002).

<sup>2</sup> Veja a este respeito Amitrano (2010).

três ordens de questões: i) a importância das **instituições**; ii) a centralidade da **demanda agregada** e da **distribuição de renda**; iii) a relevância do **progresso tecnológico**.

O conceito central que permite a interação entre estes elementos e que conduz a uma explicação possível para os episódios de crescimento econômico é o de **regime de crescimento**. Segundo Boyer e Petit (1991) e Setterfield e Cornwall (2002), o regime de crescimento descreve o processo de geração da renda inscrito em um determinado contexto histórico e institucional.

Neste sentido, o ponto de partida da análise consiste na hipótese de que as economias capitalistas e, portanto, os regimes de crescimento são institucionalmente condicionados. Além disso, seguindo a **Teoria da Regulação** (TR), supõe-se que existem **formas institucionais** específicas e preponderantes nas economias capitalistas, tais como o tipo de **adesão ao regime internacional**, o **regime monetário-financeiro**, o **padrão de atuação do Estado**, o **regime de concorrência** e a **relação salarial** (Boyer e Saillard, 1995; Petit, 2005; Boyer, 2009) que conferem, sob certas circunstâncias, estabilidade relativa, no **tempo** e no **espaço**, ao regime de crescimento. Isto porque, em cada episódio histórico-espacial, as formas institucionais revelam certa **complementaridade** (Aoki, 2001; Hall e Soskice, 2001; Petit, 2005; Boyer, 2009) entre si, bem como estão associadas a algum tipo de **hierarquia** institucional (Amable, 2000; 2005 e Boyer, 2009).

O tipo de adesão ao regime internacional descreve a forma de integração da economia doméstica à economia mundial, revelando, de um lado, a participação vigente nos fluxos internacionais de comércio (bens e serviços) e de investimento (produtivos e financeiros) e, de outro, seus respectivos mecanismos de regulação. Já o regime monetário-financeiro apresenta a forma de operação da política monetária e as características dos canais de financiamento da economia, tais como o sistema bancário e o mercado de capitais.

O padrão de atuação do Estado delinea os principais instrumentos por meio dos quais o governo afeta as condições de vida da população. Em outras palavras, revela de que maneira o Estado altera a distribuição da renda (via tributos e transferências), provê bens públicos, tanto diretamente (via gastos), quanto indiretamente (via regulamentações), assim como modifica a estrutura e a trajetória das atividades econômicas através da forma de tributar, gastar e regular. Por sua vez, o regime de concorrência especifica o mecanismo preponderante de formação de preços (concorrência perfeita, oligopólio, monopólio, etc.) e as demais estratégias de competição (não preço) entre empresas, bem como os condicionantes do processo de inovação tecnológica.

Finalmente, a relação salarial indica de que maneira são formados os salários, conferindo ênfase à intensidade da barganha salarial (via sindicatos) e aos mecanismos de indexação (via

produtividade e/ou preços) na determinação das remunerações, mas também ao estabelecimento das condições de trabalho.

É importante ter claro que as características específicas e a ordem de influência dessas formas institucionais não podem ser definidas *a priori*, mas observadas *ex post*, como resultado do processo histórico. Além disso, ainda que as configurações institucionais sejam relativamente estáveis, tal estabilidade pode ser rompida, tanto por eventos de natureza exógena, como por movimentos endógenos ao próprio regime de crescimento (Amitrano, 2010).

As questões de ordem institucional são bastante reveladoras sobre uma das facetas do regime de crescimento. Porém, é preciso especificar os fatores que determinam o processo de geração da renda. Neste trabalho será usada uma **abordagem pós-keynesiana**, para a qual o crescimento econômico se configura como um fenômeno complexo, em que elementos relacionados à demanda agregada, à distribuição de renda e ao processo de inovação influenciam a taxa de crescimento econômico<sup>3</sup>. Para esta tradição, esses elementos são condicionados tanto pela **estrutura pretérita** da economia, como pela tomada de decisão dos agentes no presente, decisão esta marcada por um ambiente de **conflito e incerteza** (Palley, 1996).

Grande parte da reflexão pós-keynesiana sobre crescimento deriva de duas vertentes. A primeira está relacionada ao artigo de Dixon e Thirwall (1975), onde os autores formalizaram o argumento de **Kaldor** sobre a relação entre crescimento e produtividade. De acordo com Kaldor (1966), existe uma relação positiva entre a performance do setor industrial e a trajetória de crescimento da economia que decorre da existência de rendimentos crescentes de escala naquele setor. Isto acontece porque a indústria conta com economias de escala dinâmicas que resultam de dois mecanismos: i) o incremento da divisão do trabalho associado ao crescimento do mercado; ii) a intensificação do aprendizado relacionado à diferenciação e ao surgimento de novas atividades produtivas. Tais mecanismos fazem com que o crescimento da produtividade industrial dependa do crescimento do PIB da indústria, relação que ficou conhecida na literatura como “**lei de Kaldor-Verdoorn**”.

A segunda vertente de estudos sobre crescimento está associada aos trabalhos inspirados em **Kalecki** e **Steindl**. Autores como Rowthorn (1981), Dutt (1984), Taylor (1985) e Marglin e Bhaduri (1990) elaboraram modelos em que o grau de utilização da capacidade produtiva e, por conseguinte, a taxa de crescimento, é determinada, sobretudo, pelo investimento e pela distribuição funcional de

---

<sup>3</sup> Propõe-se, neste texto, uma conexão entre uma das vertentes pós-keynesianas e a Teoria da Regulação francesa (TR). Para uma discussão sobre os nexos entre essas duas abordagens, veja Boyer (1988), Boyer e Petit (1991), Cornwall e Cornwall (2001), Setterfield e Cornwall (2002) e Setterfield (2010b).

renda<sup>4</sup>. Nestes modelos, enquanto a distribuição da renda depende da capacidade das empresas fixarem margens de lucro (*mark-up*), o investimento tem como principais determinantes os impactos diferenciados da margem de lucro, do grau de utilização da capacidade produtiva e da taxa de juros.

Diversos autores, dentre eles Boyer (1988), Boyer e Petit (1991), Amable e Petit (2001), León-Ledesma (2002), Castellacci (2001), Setterfield e Cornwall (2002), Naastepad (2006), Storm e Naastepad (2007), Blecker (2009), Setterfield (2010a) e Hein e Tarassow (2010) têm demonstrado a possibilidade de convergência entre essas duas vertentes da tradição pós-keynesiana<sup>5</sup>. Em todos esses trabalhos, pertencentes ao *Cambridge Post-keynesian* (CPK) *approach* (Palley, 2005), a trajetória das economias está associada à constituição de um **regime de crescimento** que tem como principais condicionantes três elementos: i) o **regime de demanda**; ii) o **regime de produtividade**; iii) o **regime institucional**.

Enquanto o regime de demanda procura descrever os determinantes dos componentes da demanda agregada, o regime de produtividade explicita os determinantes do progresso técnico, revelando que a produtividade depende, por um lado, das formas específicas de organização dos processos produtivos e de inovação, isto é, do **sistema social de produção e inovação** (Amable, 2000) e, por outro, da taxa de crescimento do produto (Lei de Kaldor-Verdoorn).

O regime institucional está relacionado à **interação entre as formas institucionais** mencionadas acima e, neste sentido, corresponde à matriz institucional que dá formato e magnitude a cada um dos regimes descritos, mas também estabelece a conexão entre eles. Além disso, as instituições cumprem um papel fundamental na **coordenação** dos diversos agentes. Isto ocorre porque a existência de **incerteza substantiva** (Dosi e Egidi, 1991; Dequech, 2000 e 2006), a presença de **racionalidade limitada** (Simon, 2000) e de **reciprocidade** (Bowles, 2005) – adicionalmente ao auto-interesse como mote da ação – faz com que o processo decisório seja condicionado pelas instituições e, portanto, mais complexo do que aquele aventado pela hipótese de agente otimizador.

### 1.1. O regime de demanda

A simples menção ao fato de que o regime de demanda está relacionado aos componentes da demanda agregada não faz jus a toda sua complexidade. Este regime **sintetiza o conjunto de relações sociais** no interior de cada sociedade e exprime, por um lado, a **distribuição funcional da renda** e seu respectivo **padrão de consumo**. Por outro, revela os elementos que incitam as **decisões de investimento**, bem como procura indicar a forma de **atuação do governo**. Por fim, reflete o tipo

<sup>4</sup> Uma boa resenha sobre esta vertente pode ser encontrada em Stockhammer (1999) e Blecker (2002)

<sup>5</sup> Veja a esse respeito Rowthorn (1981), Dutt (1990), Taylor (1991), Lavoie (1992) e Hein (2008).

de **especialização produtiva** e o **padrão de inserção no comércio internacional** que condicionam a evolução da demanda externa. Mas como representar todos esses fatores?

### 1.1.1. As identidades macroeconômicas fundamentais

De acordo com Setterfield e Cornwall (2002) e Blecker (2009), é possível apresentar o regime de demanda sob a forma de um modelo keynesiano, tendo como ponto de partida as identidades macroeconômicas. Essas identidades implicam, como se sabe, que:  $y = c + i + g + z$  (1), em que  $(y)$  corresponde ao produto real;  $(c)$  ao consumo real;  $(i)$  ao volume real de investimento;  $(g)$  aos gastos (consumo + investimento) reais do governo e  $(z)$  às exportações líquidas em termos reais. Já o PIB pela ótica da renda pode ser escrito como:  $y = \omega N + \rho k + rD + t + h$  (2), em que  $(\omega)$  corresponde ao salário médio real;  $(N)$  ao número de trabalhadores;  $(\rho)$  representa a taxa real de lucro;  $(k)$  ao estoque real de capital e  $(r)$  à rentabilidade real dos ativos financeiros<sup>6</sup>,  $(D)$  ao estoque real de dívida pública e privada e de ações e debêntures,  $(t)$  à arrecadação tributária líquida de transferências (incluindo juros) em termos reais, e  $(h)$  à renda líquida enviada ao exterior em termos reais (que assumiremos como igual a zero).

Uma vez apresentadas as identidades contábeis, é preciso que se especifiquem as equações comportamentais de cada um dos determinantes do produto. Como o modelo é de inspiração keynesiana e, portanto, confere proeminência ao papel da demanda agregada, o mesmo se completa a partir das equações comportamentais do consumo, dos gastos do governo, do investimento e das exportações líquidas.

### 1.1.2. A função consumo

O consumo das famílias se configura como um dos elementos mais importantes na determinação do produto, tanto em virtude de seu peso, quanto pelo fato de que exprime a dinâmica da distribuição de renda entre trabalhadores (salários), capitalistas (lucros) e rentistas (renda financeira).

Neste sentido, podemos definir o valor real do consumo agregado das famílias  $(c)$  por meio da seguinte função consumo:  $c = \frac{\omega}{q} y + (1-s)\frac{\rho}{v} y + (1-s)\frac{r}{d} y + j$  (3), em que  $(q)$  corresponde à produtividade do trabalho,  $\left(\frac{\omega}{q}\right)$  à parcela da renda nacional apropriada pelos salários;  $\left(v = \frac{y}{k}\right)$  é o inverso da relação capital-produto,  $\left(\frac{\rho}{v}\right)$  representa a participação dos lucros na renda,  $\left(d = \frac{y}{D}\right)$  é a

<sup>6</sup> O significado preciso de  $(r)$  será discutido mais adiante.

razão entre o produto e o estoque de dívidas, ações e debêntures;  $\left(\frac{r}{d}\right)$  é a fração da renda financeira; e  $(j)$  representa o valor real da parcela do estoque de riqueza gasto em consumo<sup>7</sup>. Por sua vez,  $(s)$  corresponde à propensão média a poupar. Note-se que, neste modelo, enquanto a propensão a poupar a partir dos salários é igual a zero, as propensões a poupar a partir dos lucros  $(s_{\pi})$  e da renda financeira  $(s_r)$  são iguais e maiores que zero  $(s = s_{\pi} = s_r > 0)$ .

Dois outros elementos deveriam compor os determinantes do consumo em uma economia com governo: as transferências e os impostos. Como ambos são objeto de decisões governamentais e pretende-se discutir, ainda que de forma breve, os determinantes destas decisões, sua inclusão no regime de demanda será feita quando da discussão sobre a função governo.

### 1.1.3. A função investimento

O investimento é função, principalmente, de dois fatores: i) a comparação entre a rentabilidade esperada dos investimentos (decomposta entre a participação dos lucros na renda – que, por sua vez, é função dos *mark-ups* – e o grau de utilização da capacidade produtiva) e a taxa de juros que remunera os ativos financeiros; ii) as formas de financiamento do investimento, sejam elas internas, como os lucros retidos, sejam elas externas, como as emissões de ações/debêntures e o crédito bancário<sup>8</sup>.

A função investimento<sup>9</sup> cumpre um papel central na caracterização dos regimes de demanda e, conseqüentemente, dos regimes de crescimento. Isto porque é a maior ou menor sensibilidade do investimento às variações em cada um de seus determinantes que confere grande parte da especificidade destes regimes, assim como do padrão de política econômica a ser adotado. Seja:  $i = b^{\gamma} \pi^{\beta_1} y^{\beta_2} r^{-\beta_3} g^{\beta_4}$  (4), em que  $(i)$  corresponde ao volume de investimento e  $(\pi)$  à participação dos lucros na renda. Por sua vez,  $(r)$  representa uma variável síntese, associada à rentabilidade real dos ativos financeiros alternativos aos ativos de capital e que procura captar os efeitos sobre o investimento da taxa de juros que remunera os títulos da dívida pública, os juros relacionados aos empréstimos bancários e os dividendos pagos aos detentores de ações e debêntures (Ryoo e Skot, 2007 e 2008 e Hein, 2009b). Além disso,  $(g)$  corresponde à razão de valorização (*valuation ratio*) de Kaldor, isto é, a razão entre o valor das empresas no mercado de capitais vis a

<sup>7</sup> É importante notar que  $(j)$  está relacionado inversamente à taxa de juros e diretamente à valorização dos ativos financeiros.

<sup>8</sup> Ver a esse respeito: Wood (1975), Lavoie (1992) e Dallery (2010).

<sup>9</sup> É importante salientar que as decisões de investimento são tomadas em um ambiente de incerteza fundamental (Dequech, 2000; 2006), em que não é possível atribuir uma distribuição de probabilidades aos eventos futuros, e procedimental (Dosi e Egidi, 1991), associada à racionalidade limitada dos agentes (Simon, 2000). Por este motivo as decisões dependem das expectativas propriamente ditas e do nível de confiança dos agentes (Dequech, 2003).

vis seu valor patrimonial<sup>10</sup>. Note que os parâmetros  $(b'; \beta_1; \beta_2; \beta_3; \beta_4)$  refletem, respectivamente, a disposição espontânea dos empresários a investir (o *animal spirits* de Keynes), assim como a sensibilidade do investimento à participação dos lucros na renda, ao nível de atividade, à rentabilidade dos ativos financeiros alternativos e à razão de valorização. Linearizando a equação (4) e diferenciando com respeito ao tempo temos uma equação para a taxa de crescimento do investimento, de modo que  $\hat{i} = \beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} + \beta_2 \hat{y} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \mathcal{G}$  (4'), em que  $(\beta_0 = \gamma \cdot b)$ .

Se, por exemplo, a variação do investimento for relativamente mais sensível às mudanças na participação dos lucros na renda e, conseqüentemente, a alterações nas margens de lucro que aos outros determinantes, as políticas econômicas devem ser orientadas para a ampliação dos lucros, uma vez que as margens de lucro se configuram como o principal determinante da rentabilidade esperada dos ativos de capital. Por sua vez, se os investimentos forem relativamente mais sensíveis às mudanças no nível de atividade e, por conseguinte, a alterações no grau de utilização da capacidade produtiva, então, a política econômica deve estar voltada para a ampliação dos salários reais e para o aumento da parcela relativa da renda do trabalho. No primeiro caso, o regime de demanda pode ser caracterizado como *profit-led*, ou seja, comandado pelos lucros, ao passo que no segundo, o regime se caracteriza como *wage-led*, isto é, comandado pela demanda associada à expansão dos salários (Marglin e Bhaduri, 1990).

É importante notar que elevações nas taxas de juros e nos dividendos pagos a ações e debêntures afetam os investimentos de forma negativa (seja por meio da comparação entre rentabilidades, seja devido à deterioração das condições de financiamento). Porém, a esfera financeira pode repercutir positivamente sobre o investimento, principalmente, no que se refere à razão de valorização. Tais impactos dependerão do tipo de financeirização<sup>11</sup> vigente na economia. Para uma economia como a brasileira, por exemplo, esse impacto é claramente negativo, ao passo que para uma economia como a norte-americana, o mesmo foi positivo até a crise de 2008, refletindo um dos aspectos do chamado *finance-led growth*<sup>12</sup>.

Neste sentido, a caracterização de um regime como *profit-led*, *wage-led* ou *finance-led* depende da função investimento e está relacionado ao regime institucional que lhe dá suporte, em particular, às questões de natureza política que sintetizam os conflitos e acordos entre os distintos grupos sociais em uma determinada nação ou região.

<sup>10</sup> Essa variável corresponde a uma espécie de “q” de Tobin. A similaridade formal, entretanto, não implica que a taxa de retorno das ações seja equivalente à produtividade marginal do capital. Veja a esse respeito Lavoie (1998), Ryoo e Skot (2007) e Hein (2009b).

<sup>11</sup> A discussão sobre a financeirização será feita na última seção do trabalho.

<sup>12</sup> A existência de um possível regime *finance-led* nos EUA não está relacionada apenas ao investimento, mas também, à dinâmica do consumo derivado da riqueza financeira. Voltaremos a esse ponto mais adiante.

#### 1.1.4. A função dos gastos líquidos do governo

Outro elemento importante do regime de demanda diz respeito ao padrão de atuação do governo. Embora seja comum na literatura assumi-lo como discricionário, entretanto, um olhar atento sobre o modo de proceder do poder público revela padrões de atuação bem mais sofisticados. Para os propósitos deste trabalho assumiremos que as decisões governamentais de gastos (consumo e investimento) e transferências (incluindo juros), implementadas sob a forma de políticas públicas e líquidas de impostos<sup>13</sup> são condicionadas por três elementos centrais relacionados ao processo de governo e a hierarquia decisória.

Segundo Couto (2001), Couto e Arantes (2006) e Frey (2000)<sup>14</sup>, o primeiro elemento diz respeito à estrutura constitucional do Estado (*polity*)<sup>15</sup> que por ter alcance e complexidade maiores define as condições de operação (conjunto de incentivos e restrições) do jogo político propriamente dito (*politics*). É por meio deste segundo elemento, a *politics*, que se manifestam os conflitos de interesse entre os distintos grupos da sociedade. Por fim, ainda que condicionados pela *polity* e pela *politics*, os resultados deste jogo, isto é, o conjunto de políticas públicas (*policies*) fornecido pelo Estado, não está estabelecido a priori.

Neste sentido, os gastos e transferências do governo, líquidos de impostos, poderiam ser representados por uma equação que leve em conta os três elementos acima descritos, conforme a equação a seguir:  $g_t = g - t = g(\delta)$  (5), em que  $(\delta)$  corresponde à interação entre *Polity*, *Politics* e *Policy*.

Note-se que, com este tipo de função optou-se por retirar da função consumo a parcela dos gastos das famílias associada às transferências governamentais, bem como o impacto da tributação sobre a renda disponível e, conseqüentemente, sobre o consumo. Porém, ambos afetam o regime de demanda por meio da ação governamental sintetizada na variável  $(g_t)$ <sup>16</sup>.

#### 1.1.5. A função de exportações líquidas

O último fator importante do regime de demanda diz respeito à taxa de crescimento das exportações líquidas e revela o tipo de especialização produtiva, do padrão de inserção no comércio exterior, além de refletir o impacto da política macroeconômica sobre a taxa de câmbio real e suas implicações para o saldo da balança comercial.

<sup>13</sup> Um aspecto importante a ser esclarecido é que se supôs no trabalho, a título de simplificação, que os impostos são do tipo *lump-sum*, isto é, um imposto de montante fixo, independente do nível de renda. Uma versão semelhante para a função gastos do governo foi elaborada por Taylor (1991).

<sup>14</sup> Veja a esse respeito Pierson (2004).

<sup>15</sup> Termo, em inglês, geralmente utilizado pelos autores da ciência política.

<sup>16</sup> Como se verá adiante, diferentemente dos modelos keynesianos tradicionais, em que a carga tributária incide sobre o multiplicador, neste caso, a mesma incidirá negativamente na determinação do produto da economia por meio da função dos gastos do governo líquidos de impostos.



Para que seja possível explicitar tais relações é preciso, inicialmente, especificar funções para os volumes de exportações ( $x$ ) e importações ( $m$ ), tal como se segue.

$$x = \left( \frac{p^*}{p} \cdot E \right)^{\varepsilon_x} \cdot (y^*)^{\eta_x} \quad (6); \quad m = \left( \frac{p^*}{p} \cdot E \right)^{-\varepsilon_m} \cdot (y)^{\eta} \quad (7), \text{ em que } (\varepsilon_x) \text{ corresponde à elasticidade-}$$

preço da demanda por exportações;  $(\varepsilon_m)$  à elasticidade-preço da demanda por importações;  $(E)$  representa a taxa de câmbio nominal;  $(p)$  o nível doméstico de preços,  $(p^*)$  o nível de preços do resto do mundo;  $(\eta_x)$  representa a elasticidade-renda da demanda externa;  $(y^*)$  a renda do resto do mundo e  $(\eta)$  a elasticidade-renda da demanda doméstica.

A razão entre exportações e importações, denominadas em moeda doméstica, para captar o efeito sobre a demanda agregada, e em termos reais ( $z'$ ) pode ser definida como:  $z' = x / [(p^*/p) \cdot E] \cdot m$  (8). Ao colocarmos as equações (6) e (7) em termos de suas taxas de crescimento, teremos que:  $\hat{x} = \varepsilon_x (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta_x \hat{y}^*$  (9) e  $\hat{m} = -\varepsilon_m (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta \hat{y}$  (10), em que  $(\hat{e})$  corresponde à variação percentual da taxa nominal de câmbio e as demais variáveis com circunflexo acima representam as suas respectivas taxas de crescimento. Neste sentido, a taxa de crescimento das exportações líquidas ( $\hat{z}$ ) pode ser definida como:

$$\hat{z} = [\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1] (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta_x \hat{y}^* - \eta \hat{y} \quad (11).$$

Note que os parâmetros  $(\varepsilon_x; \varepsilon_m; \eta_x; \eta)$  exprimem as características dos bens e serviços adquiridos e vendidos por cada país internacionalmente, revelando, assim, tanto o padrão de consumo, quanto a estrutura produtiva, mas também as formas de acesso do país ao mercado internacional de bens e serviços.

Estas características e o peso relativo da demanda externa vis a vis a demanda interna têm um papel importante na diferenciação dos regimes de crescimento. Nos chamados *export-led growth regimes*, por exemplo, as exportações líquidas assumem tal protagonismo no comando do crescimento que as políticas econômicas ficam subordinadas à ampliação da demanda por este canal.

### 1.1.6. Determinando o regime de demanda

A taxa de crescimento do produto determinada pelo regime de demanda pode ser obtida por meio da combinação das diversas identidades e equações comportamentais especificadas até o momento. Seguindo Naastepad (2006) e Storm e Naastepad (2007), ao fazermos a substituição da equação (3) em (1) obtemos o produto real da economia.

$$y = \frac{j + i + g_t + z}{\left\{1 - \frac{\omega}{q} - (1-s) \left[ \frac{\rho}{v} + \frac{r}{d} \right] \right\}} \quad (12).$$

$$\text{Seja } \lambda = \frac{1}{\left\{1 - \frac{\omega}{q} - (1-s) \left[ \frac{\rho}{v} + \frac{r}{d} \right] \right\}} \quad \text{e } \sigma = \frac{\omega}{q}; \pi = \frac{\rho}{v}; \varphi = \frac{r}{d} \quad \text{então: } \lambda = \frac{1}{[1 - \sigma - (1-s)(\pi + \varphi)]}$$

(13). Repare que  $(\lambda)$  nada mais é do que o multiplicador keynesiano da economia, cujo principal determinante é a distribuição da renda entre salários  $(\sigma)$ , lucros  $(\pi)$  e renda financeira  $(\varphi)$ . Logo, podemos reescrever o produto real da economia simplesmente como:  $y = \lambda[j + i + g_t + z]$  (14).

Aplicando a derivada total em (14) e fazendo algumas manipulações algébricas temos que a taxa de crescimento da economia pode ser definida como:  $\hat{y} = \hat{\lambda} + \lambda[\Phi_j \hat{j} + \Phi_i \hat{i} + \Phi_g \hat{g}_t + \Phi_z \hat{z}]$  (15),

em que  $(\hat{y})$  é taxa de crescimento do produto;  $\hat{j}$  é a taxa de crescimento do consumo derivado do estoque de riqueza;  $\Phi_j$  é o peso do consumo derivado do estoque de riqueza no produto;  $(\hat{i})$  é a taxa de crescimento do investimento;  $(\Phi_i)$  é o peso do investimento no produto;  $(\hat{g}_t)$  é a taxa de crescimento dos gastos do governo líquido de impostos e transferências;  $(\Phi_g)$  é o peso desses gastos no produto;  $(\hat{z})$  é a taxa de crescimento das exportações líquidas;  $(\Phi_z)$  é o peso das exportações líquidas no produto; e  $(\hat{\lambda})$ , a taxa de crescimento do multiplicador keynesiano.

Substituindo as equações (4'), (5) e (11) na equação (15) temos que:

$$\hat{y} = \frac{\hat{\lambda} + \lambda[\Phi_j \hat{j} + \Phi_i (\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{g}) + \Phi_g \hat{g}_t + \Phi_z ((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta_x \hat{y}^*)]}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]} \quad (16)$$

Esta expressão pode ser reescrita com o intuito de apresentar uma equação simplificada para o regime de demanda (DR).

$$\hat{y} = \Delta_0 + \Delta_1 [\Phi_j \hat{j} + \Phi_i (\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{g}) + \Phi_g \hat{g}_t + \Phi_z ((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta_x \hat{y}^*)] \quad (16') \text{ em que}$$

$$\Delta_0 = \frac{\hat{\lambda}}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]} \text{ corresponde à taxa ajustada de crescimento do multiplicador e}$$

$$\Delta_1 = \frac{1}{[1 - \sigma - (1-s)(\pi + \varphi)][1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]} \text{ representa o multiplicador keynesiano ajustado}$$

que, agora, leva em consideração não só os aspectos distributivos, mas também os impactos do efeito acelerador e da elasticidade-renda das importações.

Em resumo, a taxa de crescimento do produto determinada pelo regime de demanda depende das variações no multiplicador da economia, do próprio multiplicador ajustado e do peso

de cada componente da demanda doméstica multiplicado, basicamente, pela taxa de crescimento de seus principais determinantes.

## 1.2. Regime de produtividade

Para que se possa compreender completamente a noção de regime de crescimento é preciso conectar o regime de demanda a uma abordagem sobre os determinantes do **progresso tecnológico**. O **regime de produtividade** visa apreender o impacto das formas específicas de organização dos **processos produtivos** e de **inovação**, de um lado, e da **extensão dos mercados**, de outro, sobre a trajetória da **produtividade**. Deste modo, representa uma abordagem para a oferta em que as questões técnicas, organizacionais e setoriais são levadas em consideração, mas que, ao mesmo tempo, explicita sua subordinação às variáveis de demanda. É importante notar que esta noção se configura como uma alternativa à função de produção neoclássica, evitando alguns dos limites impostos pelo excessivo simplismo daquela abordagem. A equação a seguir apresenta uma das formas usuais de se conceber o regime de produtividade (PR), de modo que:  $\hat{q} = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{y}$  (17).

Note que o parâmetro ( $\alpha_0$ ) tenta exprimir, de forma sintética, todos os fatores relacionados ao sistema social de produção e inovação descrito anteriormente. Em outras palavras, procura captar elementos do sistema produtivo, tais como a composição setorial da produção, o marco regulatório dos diversos mercados de bens e serviços e o regime de incentivos à pesquisa e desenvolvimento (P&D). Ademais, pode abranger a capacidade de cada espaço sócio-econômico de se apropriar das inovações geradas na fronteira tecnológica pelos países líderes, associada, em geral, aos sistemas educacionais e de treinamento profissional, mas, sobretudo, ao *social capability* apresentado por Moses Abramovitz e tão bem discutido nos modelos *catching-up*<sup>17</sup>. Por fim, este parâmetro é capaz de apreender também os ganhos de produtividade advindos do progresso tecnológico incorporado nos novos bens de capital, tal como na função de progresso tecnológico de Kaldor ou nos modelos de *vintages* (safras de equipamentos)<sup>18</sup>. Por sua vez, o parâmetro ( $\alpha_1$ ) pode ser interpretado como o coeficiente de Kaldor-Verdoorn e mede a sensibilidade do aumento percentual da produtividade ( $\hat{q}$ ) à taxa de expansão do produto.

## 1.3. Formação de preços e o nexó entre regime de demanda e de produtividade

Um aspecto central para o entendimento dos regimes de crescimento é que o regime de produtividade e o regime de demanda se conectam por meio do processo de formação de preços. Isto ocorre porque a produtividade afeta os preços, a competitividade externa da economia e, portanto, o regime de demanda. O mecanismo de formação de preços é representado com base na

<sup>17</sup> Veja a este respeito Abramovitz (1986), Farberg (1994), Castellacci (2001) e Llerena e Lorentz (2004).

<sup>18</sup> Veja a este respeito Kaldor (1958), Lavoie (1992) e Foley e Mitchl (1999)

aplicação de um *mark-up* ( $\tau > 1$ ) sobre os custos unitários de produção  $\left(\frac{w}{q}\right)$ , em que ( $w$ ) representa o salário nominal médio e ( $q$ ) a produtividade. Em termos de taxa de crescimento, a regra de formação de preços pode ser expressa por:  $\hat{p} = \hat{\tau} + \hat{w} - \hat{q}$  (18).

Repare que, do ponto de vista pós-keynesiano, **aumentos de preço** são resultado, sobretudo, de **pressões de custos**, em que a demanda cumpre um papel secundário, sendo os **fatores estruturais** da economia, como o **regime de concorrência**, a **relação salarial**, as **regulamentações de mercado**, os **impostos** e a **eficiência técnica**, os mais importantes. Deste modo, variações na taxa de inflação ( $\hat{p}$ ) podem estar associadas a modificações no *mark-up* ( $\hat{\tau}$ ), a mudanças nos salários nominais médios ( $\hat{w}$ ), bem como a alterações na taxa de crescimento da produtividade.

A combinação das equações (18) e (16) permite que reformulemos a equação do regime de demanda, separando o efeito da taxa de crescimento da produtividade dos demais efeitos, conforme indicado na equação (19).

$$\hat{y} = \frac{\hat{\lambda} + \lambda[\Phi_j \hat{j} + \Phi_i(\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{g}) + \Phi_g \hat{g}_i + \Phi_z((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) + \eta_x \hat{y}^*)]}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]} + \frac{\lambda \Phi_z (\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]} \hat{q} \quad (19).$$

$$\text{Fazendo: } \Omega_0 = \frac{\hat{\lambda} + \lambda[\Phi_j \hat{j} + \Phi_i(\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{g}) + \Phi_g \hat{g}_i + \Phi_z((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) + \eta_x \hat{y}^*)]}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]}$$

$$\text{e } \Omega_1 = \frac{\lambda \Phi_z (\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]}, \text{ teremos uma nova equação para o regime de demanda, que é função}$$

da taxa de crescimento da produtividade, de modo que:  $\hat{y} = \Omega_0 + \Omega_1 \hat{q}$  (20). Esta equação, associada à equação (17) nos fornece a taxa de crescimento de equilíbrio ( $\hat{y}_E$ ) do regime de

$$\text{crescimento, de modo que: } \hat{y}_E = \frac{\Omega_0 + \Omega_1 \alpha_0}{1 - \Omega_1 \alpha_1} \quad (21).$$

Portanto, com base no conceito de regime de crescimento e seus três elementos constitutivos (regime de demanda, regime de produtividade e regime institucional) é possível descortinar no **médio prazo** (MP) os principais determinantes, no tempo e no espaço, de cada episódio singular de crescimento econômico<sup>19</sup>. A figura 1 mostra a constituição de um regime de crescimento.

<sup>19</sup> A abordagem dos regimes de crescimento pode ser utilizada tanto para analisar episódios de crescimento em âmbito nacional, quanto no plano regional, interno às nações. Para aplicações do conceito de regime de crescimento no plano regional veja McCombie e Roberts (2007), Roberts (2007) e Harris (2008).

Figura 1. Regime de crescimento

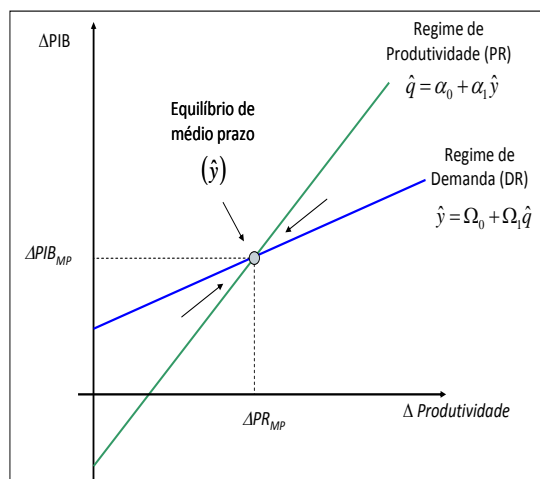
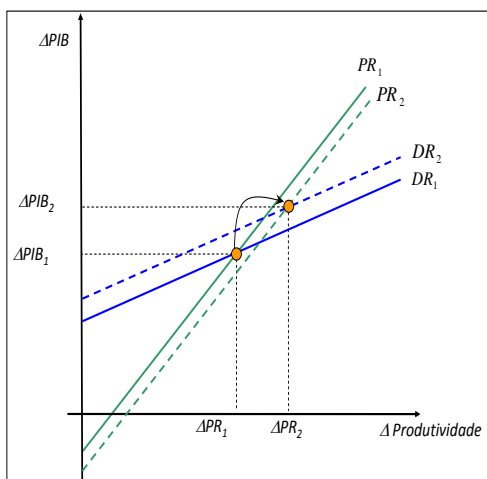


Figura 2. Mudanças nos regimes de demanda, produtividade e crescimento



Fonte: Elaboração própria.

Mais do que isso, de acordo com a figura 2 constata-se que alterações nos valores das variáveis e dos parâmetros que determinam, tanto o regime de demanda como o regime de produtividade, afetarão (por meio do deslocamento, da inclinação ou de ambos) a taxa de crescimento do produto ao longo do tempo. Em outras palavras, o que a figura 2 procura evidenciar é justamente a interação entre os regimes, de modo que aumentos na demanda, por exemplo, deslocam a curva DR para cima e para a esquerda, enquanto melhorias na organização e na estrutura do processo produtivo e de inovação deslocam a curva PR para baixo e para a direita, ampliando, em conjunto, a taxa de crescimento do produto e da produtividade (e vice-versa).

A noção de médio prazo é fundamental, pois está associada a um **equilíbrio provisório** (Chick e Caserta, 1997), uma espécie de ponto de referência, dotado de relativa estabilidade, mas passível de mudança, tanto por meio de choques exógenos como através de mudanças endógenas.

Mas se o regime de crescimento permite apreciar apenas o que acontece no médio prazo, de que forma o arcabouço teórico apresentado indicará os determinantes do crescimento econômico de longo prazo (LP)?

## 2. Modelos de crescimento com restrição no balanço de pagamentos

Os modelos de crescimento com restrição de divisas consistem em um dos mais importantes artefatos teóricos e empíricos elaborados recentemente pela literatura pós-keynesiana e estão relacionados às limitações impostas à expansão do produto pelo **equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos** (Thirlwall, 1979)<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> É importante notar que os modelos de crescimento com restrição de balanço de pagamentos também tiveram como fonte de inspiração os trabalhos de Kaldor e como autores pioneiros Thirlwall (1979) e Thirlwall e Dixon (1979). Para

Conforme Lima e Carvalho, quando as economias estão abertas a transações com o resto do mundo “*não há como o crescimento econômico escapar da restrição colocada pela circunstância de que os pagamentos em divisas não podem ser, no longo prazo, superiores às receitas em divisas*” (2008: p. 57). Porém, mesmo quando se leva em conta o fato de que déficits nas balanças de comércio e serviços podem ser sustentados pelo ingresso líquido de investimentos diretos e em carteira, é preciso ter em mente que:

essa entrada líquida de capital não é uma conta bancária de saldo ilimitado, estando sujeita a reavaliações periódicas quanto à solidez dos compromissos de pagamentos externos do país, com isto determinando a margem possível, em cada momento de tempo, para que as importações sejam superiores às vendas externas. E aí, fechando o círculo, os déficits entre os pagamentos referentes às importações e as receitas com exportações não podem ser explosivos (LIMA; CARVALHO, 2008: p. 58).

O argumento apresentado acima implica que a taxa de crescimento do produto de um país no longo prazo precisa respeitar o equilíbrio intertemporal de seu balanço de pagamentos.

Seguindo a tradição neste tipo de estudo e, de certo modo, o modelo original de Thirlwall e Hussein (1982), o equilíbrio no balanço de pagamentos pode ser definido como:

$$p \cdot x + f = p^* \cdot E \cdot m \quad (22),$$

em que  $(f)$  representa o valor nominal dos fluxos de capitais. Utilizando as equações (6), (7), (9) e (10), a equação (22) em termos de sua taxa de crescimento e realizando algumas manipulações

algébricas, teremos que:  $\hat{y}_{BP} = \frac{(\theta \varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + (1 - \theta)(\hat{f} - \hat{p}) + \theta \eta_x \hat{y}^*}{\eta}$  (23), em que

$(\hat{f})$  corresponde à taxa de crescimento dos fluxos de capitais e  $(\theta)$  à participação das exportações nas receitas externas totais, isto é, exportações mais influxos de capitais.

Neste sentido, a taxa de crescimento do produto de um país no longo prazo depende, por um lado, da renda do resto do mundo, dos fluxos líquidos de capitais para o país, das elasticidades-renda e preço das exportações, da elasticidade-preço das importações e da taxa de câmbio real. Por outro lado, essa taxa depende da elasticidade-renda das suas importações. Em sua versão mais restrita, também conhecida como **Lei de Thirlwall**, aquela taxa corresponde simplesmente à razão

---

uma análise contemporânea da família de modelos kaldorianos veja McCombie e Thirlwall (1994), McCombie e Roberts (2002), Thirlwall (2005) e Blecker (2009).

entre as exportações de um país e sua respectiva elasticidade-renda de importações

$$\left( y_{BP} = \frac{\eta_x \hat{y}^*}{\eta} \cong \frac{\hat{x}}{\eta} \right).$$

Substituindo a equação (18), referente à formação de preços, em (23), teremos que:

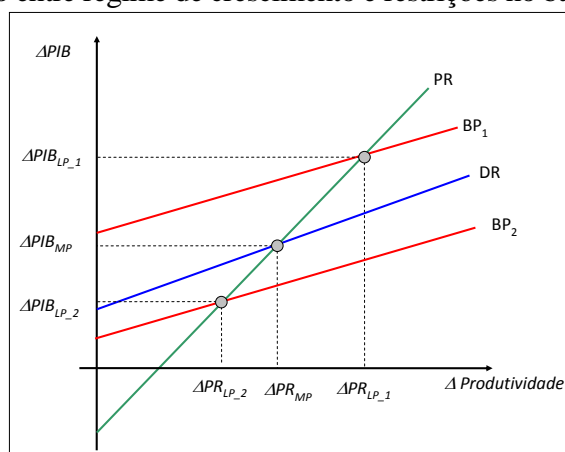
$$\hat{y}_{BP} = \left[ \frac{(\theta \varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) + (1 - \theta)(f - \hat{\tau} - \hat{w}) + \theta \eta_x \hat{y}^*}{\eta} \right] + \left[ \frac{\theta \varepsilon_x + \varepsilon_m - \theta}{\eta} \right] \hat{q} \quad (24)$$

Fazendo  $\Psi_0 = \frac{(\theta \varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) + (1 - \theta)(f - \hat{\tau} - \hat{w}) + \theta \eta_x \hat{y}^*}{\eta}$  e  $\Psi_1 = \left[ \frac{\theta \varepsilon_x + \varepsilon_m - \theta}{\eta} \right]$  teremos que

$$\text{a taxa de crescimento de longo prazo é dada por:} \quad \hat{y}_{BP} = \Psi_0 + \Psi_1 \hat{q} \quad (25).$$

Assim, a taxa de crescimento de longo prazo pode ser representada no mesmo plano que os regimes de demanda e produtividade, tal como na figura (3)<sup>21</sup>. Note-se que o equilíbrio no balanço de pagamentos (BP) pode acarretar tanto uma taxa de crescimento do produto mais elevada, quanto mais baixa que a de médio prazo. Na figura 3, o primeiro caso revela que, embora o setor externo não limite o crescimento, o mesmo não será maior, no médio prazo, em função de restrições de oferta e/ou demanda. No longo prazo, porém, seu crescimento deverá convergir para aquele determinado pelo equilíbrio do balanço de pagamentos. Por sua vez, a segunda alternativa corresponde à situação na qual, mesmo que existam condições tanto de oferta quanto de demanda o crescimento será obstado pela restrição de divisas.

Figura 3. Interação entre regime de crescimento e restrições no balanço de pagamentos



Fonte: Elaboração própria.

É importante notar que, se à primeira vista, parecíamos ter nos desconectado do conceito de regime de crescimento, percebe-se, agora, que os vínculos entre a análise do crescimento feita por aquela abordagem e a baseada nos modelos de restrição no balanço de pagamentos são bastante

<sup>21</sup> Blecker (2009) faz uma derivação semelhante a esta, utilizando, contudo, o resultado de Moreno-Brid (1998-99) para quem o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos deve ser igual a uma razão constante e sustentável do PIB. Para uma análise semelhante à de Moreno-Brid veja também: Barbosa-Filho (2001).

fortes. Repare, ademais, que as formas institucionais que condicionam os regimes de demanda e de produtividade, também influenciam o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos.

Por um lado, o regime internacional condiciona a evolução dos preços externos, a renda do resto do mundo, o influxo de capitais e a elasticidade-renda das exportações de um país. Por outro lado, o tipo de adesão a este regime e a interação, em cada país, com seu respectivo regime monetário-financeiro, padrão de atuação do Estado, regime de concorrência e relação salarial, condiciona os preços domésticos, a taxa nominal de câmbio, as saídas de capitais, assim como a elasticidade-renda das importações.

Assim, podemos afirmar que não só a abordagem dos regimes de crescimento é **compatível** e **complementar** a dos modelos de restrição no balanço de pagamentos (Blecker, 2009 e Setterfield, 2010a), mas que as formas institucionais que condicionam o crescimento econômico no médio e no longo prazo são as mesmas.

### 3. Financeirização: uma dimensão dos processos contemporâneos de crescimento

A importância dos mercados financeiros na vida dos cidadãos/consumidores, das empresas e dos Estados tem crescido de forma extraordinária desde, pelo menos, o fim do regime de Bretton Woods.

De acordo com Epstein, a **financeirização** (*financialization*) pode ser entendida como “*the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*” (2005: 3). Esta definição permite que se tenha uma percepção dos impactos abrangentes que o regime monetário e financeiro exerce sobre os demais âmbitos da vida econômica e social de um país e alhures. Ademais, a mesma assegura que as manifestações deste fenômeno podem apresentar formas variadas tanto no tempo como no espaço.

Mas o que esta discussão acarreta para a reflexão sobre o ritmo de expansão das atividades econômicas, seja no âmbito do conceito de regime de crescimento, seja no que tange aos modelos de crescimento com restrição no balanço de pagamentos?

O fato é que se for possível conectar o papel crescente da dimensão financeira às formas funcionais definidas anteriormente, pode-se perceber que a financeirização tem a capacidade de influenciar tanto os regimes de demanda e produtividade, quanto as condições que asseguram o equilíbrio do balanço de pagamentos. Neste sentido, poder-se-ia falar de regimes comandados pelas finanças ou *finance-led growth regimes* (Boyer, 2000; Epstein, 2001; Palley, 2008; VanTreeck, 2007; Stockhammer, 2008; Hein, 2009a).

No que tange ao regime de crescimento, Hein (2009a) observa que o **primeiro canal** pelo qual a financeirização afeta o crescimento econômico está associado às **decisões de investimento**.



A relação entre as firmas e os seus respectivos provedores de recursos externos, por meio da **governança corporativa** (*corporate governance*), revela o possível conflito entre os objetivos dos proprietários, acionistas ou bancos e aqueles relacionados à gerência e, em última instância, à própria firma. Isto porque, enquanto os provedores de recursos estão interessados no retorno imediato sobre o capital (*shareholder value orientation*), as estratégias de crescimento das firmas podem contemplar lucros menores no curto prazo. A financeirização, neste caso, pode se manifestar pela escolha de **maior lucro em detrimento dos investimentos** produtivos que contribuem para a expansão das firmas, fato que ocorre, sobretudo, quando o mercado de capitais se configura como o principal veículo de financiamento.

Além disso, conforme Bruno et al. (2009), em países em desenvolvimento como o Brasil a financeirização está associada à **renda de juros** e tem como fator central o **endividamento público** interno. Esta modalidade de financeirização faz com que as empresas tenham que enfrentar a escolha entre investir (obtendo retornos elevados apenas no longo prazo, porém incertos) e aplicar recursos em títulos de dívida (auferindo ganhos elevados e certos no curto prazo). Todos esses impactos sobre o investimento podem ser facilmente percebidos no numerador da equação (19), através dos valores de  $(\beta_1\hat{\pi})$ ,  $(\beta_3\hat{r})$  e  $(\beta_4\hat{g})$ .

O **segundo canal** diz respeito à relação entre **riqueza, endividamento doméstico e consumo** das famílias e pode ser visualizado por meio do valor de  $(\Phi_j\hat{j})$  na equação (19). Enquanto o endividamento e a valorização dos ativos financeiros detidos pelas famílias em seus portfólios ampliam o consumo, os pagamentos de juros e as perdas de capital o diminuem.

Por fim, conforme Hein (2009a), o **terceiro canal** está associado às alterações na **distribuição funcional da renda** que têm como consequência imediata mudanças no multiplicador keynesiano dos gastos. Isto porque quanto maior for a participação dos lucros e das rendas financeiras no PIB, menor será o multiplicador, uma vez que os empresários e os rentistas possuem menor propensão a consumir que os trabalhadores. Note que, de acordo com a equação (13),  $\partial\lambda/\partial\sigma > 0$ ;  $\partial\lambda/\partial\pi < 0$  e  $\partial\lambda/\partial\varphi < 0$ .

Até agora se evidenciaram apenas os impactos que a **financeirização** pode exercer sobre o **regime de demanda**<sup>22</sup>. Porém, é possível vislumbrar uma maneira por meio da qual a mesma

<sup>22</sup> O nexos entre financeirização e regime de demanda tem como questão correlata a relação entre as formas de alocação do estoque de riqueza dos agentes e suas repercussões sobre a dinâmica da demanda agregada e do crescimento no longo prazo. Uma vertente da literatura pós-keynesiana que tem tratado deste tema é aquela associada aos chamados modelos de consistência entre fluxos e estoques (*Stock Flow Consistent Models – SFC*). Alguns estudos têm indicado que estes modelos são compatíveis com o conceito de regime de crescimento, porém este tipo de desdobramento ainda é muito preliminar. Sobre a literatura SFC veja Dos Santos (2005); Godley e Lavoie (2007), Macedo e Silva e Dos Santos (2008)

também afeta o **regime de produtividade**. Conforme Hein (2009b) e Van Treeck (2009), quando o mercado de capitais é o principal canal de financiamento e, portanto, prevalece a orientação para o lucro de curto prazo (*shareholder value orientation*) em detrimento dos investimentos de longo prazo, as empresas podem tanto aumentar a eficiência, na tentativa de obterem recursos internos adicionais, quanto reduzir a eficiência em virtude da baixa taxa de renovação do estoque de capital, da impossibilidade de realizar reorganizações no processo produtivo e, conseqüentemente, do menor ritmo de aprendizado organizacional. Ambos os casos decorrem das dificuldades impostas pelos acionistas à obtenção de recursos por meio de novas emissões de ações e aos vínculos entre remunerações da alta gerência e a valorização da empresa no mercado acionário.

Por fim, cabe salientar que as formas variadas de manifestação da **financeirização** e a intensa inter-relação entre os mercados de bens e financeiros faz com que a mesma se configure como elemento importante na conformação dos fatores determinantes do **equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos**. Tal fato pode se manifestar tanto na conta corrente, por intermédio do impacto dos diferenciais de juros sobre a trajetória da taxa de câmbio e dos preços de certos bens cotados internacionalmente, como as *commodities*, quanto na conta financeira, por meio dos fluxos de capitais de curto e de longo prazo associados ao processo de financeirização (vide equação 24).

### **Considerações finais**

O presente trabalho teve como propósito apresentar ao leitor uma abordagem alternativa às visões convencionais acerca dos processos de crescimento econômico. Mais do que isso, ao mobilizar um conjunto bastante amplo de elementos, buscou-se mostrar que a integração entre tradições relativamente consolidadas do pensamento heterodoxo pode ser dotada de relativa coerência, possibilitando a análise de episódios concretos de crescimento.

O pressuposto central da abordagem apresentada é que as economias capitalistas têm sua evolução condicionada por sua trajetória passada, bem como por formas institucionais (regime internacional, regime monetário-financeiro, padrão de atuação do Estado, regime de concorrência e relação salarial) específicas que operam no presente. A combinação entre história e instituições, por um lado, e suas repercussões sobre os determinantes dos regimes de demanda e de produtividade, por outro, são capazes de explicar episódios de crescimento diferentes no tempo e no espaço.

O trabalho procurou explicitar também que, no médio prazo, as características centrais dos regimes de crescimento, isto é, se *wage-led*, *profit-led*, *export-led* ou *finance-led*, depende fundamentalmente dos condicionantes da demanda agregada. Porém, a despeito do papel central da demanda, pôde-se constatar que por meio do regime de produtividade elementos associados à

---

e Dos Santos e Macedo e Silva (2009). Sobre a relação entre os modelos SFC e o conceito de regime de crescimento veja Hein e Van Treeck (2007; 2008), Van Treeck (2007) e Hein (2009a).

oferta, tais como a estrutura produtiva e o regime de incentivos à inovação têm um papel importante no entendimento do crescimento econômico.

No que diz respeito ao longo prazo, verificou-se que as economias não podem escapar do fato de que suas taxas de crescimento precisam ser compatíveis com o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos, de modo que suas despesas em divisas estrangeiras não podem exceder permanentemente e de forma explosiva as suas receitas.

Por fim, o artigo chamou atenção para a importância da financeirização, tentando evidenciar que este fenômeno pode afetar o crescimento econômico no médio prazo por meio, tanto dos regimes de demanda quanto de produtividade, assim como restringi-lo através de restrições de divisas ao financiamento do balanço de pagamentos no longo prazo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAMOVITZ, M. Catching Up, Forging Ahead, and Falling Behind. **The Journal of Economic History**, Vol. 46, No. 2, The Tasks of Economic History, pp. 385-406., Jun., 1986.
- AMABLE, B. Institutional complementarity and diversity of social systems of innovation and production. **Review of International Political Economy**, 7:4 Winter, pp. 645–687, 2000.
- AMADEO, E. J. Crescimento, Distribuição e Utilização da Capacidade Produtiva: um modelo neo-Steindliano. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.16, n.3, p. 689-712, 1986.
- AMITRANO, C. R. Instituições e Desenvolvimento: Críticas e Alternativas à Abordagem de Variedades de Capitalismo. **Tese de Doutorado**, IE-UNICAMP, 2010.
- AOKI, M. **Toward a Comparative Institutional Analysis**. Cambridge, MA: MIT Press, 2001.
- BARBOSA FILHO, N. H. The balance-of-payments constraint: from balanced trade to sustainable debt. **Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review**, n. 219, p. 381-399, 2001.
- BERTELLA, M. A. O Fio da Navalha de Harrod e a Resposta da Escola de Cambridge. **Análise Econômica** (UFRGS), v. set/00, p. 113-126, 2000.
- \_\_\_\_\_. Modelos de Crescimento Kaleckianos: Uma Apreciação. **Revista de Economia Política**, v. 27, p. 209-220, 2007.
- BLECKER, R. Distribution, Demand, and Growth in Neo-Kaleckian Macro Models. In: SETTERFIELD, M. (ed.). **The Economics of Demand-Led Growth: Challenging the Supply-Side Vision of the Long Run**. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.
- \_\_\_\_\_. Long-run growth in open economies: export-led cumulative causation or a balance-of-payments constraint? In: 2nd Summer School on Keynesian Macroeconomics and European Economic Policies. **Anais eletrônicos...**Berlin, 2-9 August, 2009. Disponível em: <http://www1.american.edu/academic.depts/cas/econ/workingpapers/2009-23.pdf>

- BOWLES, S.; GINTIS, H. Social Preferences, Homo Economicus and Zoon Politikon. In: GOODIN, R. E.; TILLY, C. **The Oxford Handbook of Contextual Political Analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2005.
- BOYER, R. Formalizing growth regimes. In: DOSI, G. et al. (eds). **Technical Change and Economic Theory**. London: Frances Pinter, 1988.
- \_\_\_\_\_. Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economy and Society**, 29:1, pp. 111 – 145, 2000.
- \_\_\_\_\_. **Teoria da Regulação: os fundamentos**. São Paulo: Estação Liberdade, 2009.
- BOYER, R.; PETIT, P. Kaldor's Growth Theories: Past, Present and Prospects for Future. In: NELL, E. e SEMMLER, W. (ed.). **Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?** London: Macmillan, 1991.
- BOYER, R.; SAILLARD, Y. (Org.). **Théorie de la régulation: l'état des savoirs**. Paris: La Découverte, 1995.
- CASSETI, M. Bargaining power, effective demand and technical progress: a Kaleckian model of growth. **Cambridge Journal of Economics**, 27, pp. 449–464, 2003.
- CASTELATI, F. A. Technology-gap approach to cumulative growth: toward an integrated model. Empirical evidence for Spain, 1960-1997. **DRUID Working Paper** No 01-04, May, 2001. Disponível em: <<http://www3.druid.dk/wp/20010004.pdf>>.
- CHICK, V.; CASERTA, M. Provisional equilibrium and macroeconomic theory in: ARESTIS, P, PALMA, G. AND SAWYER, M. (eds.). **Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honour of Geoff Harcourt**. Volume 2, London: Routledge, 1997.
- COMMENDATORE, P. et al. Keynesian theories of growth. In: SALVADORI, N. **The Theory of Economic Growth: a 'Classical' Perspective**. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.
- CORNWALL, J.; CORNWALL, W. **Capitalist Development in the Twentieth Century: An Evolutionary Keynesian Analysis**, Cambridge: Cambridge University Press, 2001.
- COUTO, C.G. O avesso do avesso: conjuntura e estrutura na recente agenda política brasileira. *São Paulo em Perspectiva*, vol.15 no.4. São Paulo Oct./Dec. 2001.
- \_\_\_\_\_.; ARANTES, R. B. Constituição, governo e democracia no Brasil. *Revista Brasileira de Ciências Sociais* - vol. 21 nº. 61, junho, 2006.
- DALLERY, T. Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization. **Review of Radical Political Economics**, Volume 41, No. 4, pp. 492-515, Fall 2009.
- DEQUECH, D. Fundamental uncertainty and ambiguity. **Eastern Economic Journal**, 26 (1): pp. 41-60, 2000.

\_\_\_\_\_. Conventional and unconventional behavior under uncertainty. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 25, n. 4, pp. 145-168, 2003.

\_\_\_\_\_. New Institutional Economics and the theory of economic behaviour under uncertainty. **Journal of Economic Behavior and Organization**, Vol. 59, pp. 109–131, 2006a.

DIXON, R. J.; THIRLWALL, A. P. A Model of Regional Growth-Rate differences on kaldorian Lines. **Oxford Economic Papers**, vol. 27, pp. 201-14, 1975.

DOSI, G.; EGIDI, M. Substantive and procedural uncertainty: An exploration of economic behaviours in changing environments. *Journal of Evolutionary Economics*(1): pp. 145-68, 1991.

DOS SANTOS, C. H. Keynesian theorising during hard times: stock-flow consistent models as an unexplored frontier of Keynesian macroeconomics. **Cambridge Journal of Economics**, v. 30, p. 541-565, 2006.

\_\_\_\_\_. ; MACEDO E SILVA, A. C. . Revisiting (and Connecting) Marglin-Bhaduri and Minsky: A SFC look at financialization and profit-led growth Levy Economics Institute **Working Paper** 567, 2009. Disponível em: < [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_567.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_567.pdf) >.

DUTT, A. K. Stagnation, income distribution and monopoly power. **Cambridge Journal of Economics**, 8, pp. 25-40, 1984.

EPSTEIN, G. Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, **Working Paper**, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December, 2001. Disponível em: <[http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin\\_Epstein.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf)>.

FAGERBERG, J. Technology and International differences in growth rates. **Journal of Economic Literature**, 32: 1147-1175, 1994.

Foley, D. K.; Michl, T. R. **Growth and Distribution**. Harvard University Press, Cambridge, MA, 1999.

FREY, K. Políticas públicas: um debate conceitual e reflexões referentes à prática da análise de políticas públicas no Brasil. Planejamento e Políticas Públicas. Brasília: IPEA, vol.21. 2000. p.211-259. Disponível em: < <http://www.ipea.gov.br/pub/ppp/ppp21/Parte5.pdf> >.

GODLEY, W.; LAVOIE, M. **Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth**. Palgrave Macmillan, 2007.

HARRIS, R. Models of Regional Growth: Past, Present and Future. Spatial Economics Research Centre, LSE, **SERC Discussion Papers**, nº 0002, 2008. Disponível em: < <http://www.spataleconomics.ac.uk/textonly/SERC/publications/download/sercdp0002.pdf> > .

HEIN, E. **Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation: contributions to Monetary Analysis**. Palgrave Macmillan, 2008.

\_\_\_\_\_. A (Post-)Keynesian perspective on 'financialisation'. Macroeconomic Policy Institute (IMK), **Working Paper** n° 1, 2009a. Disponível em: <[http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_studies\\_01\\_2009.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_studies_01_2009.pdf)> .

\_\_\_\_\_. Financialisation, distribution, capital accumulation and productivity growth in a Post-Kaleckian model. **Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper** No. 18574, November, 2009b. Disponível em: <[http://mpa.ub.uni-muenchen.de/18574/1/MPRA\\_paper\\_18574.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/18574/1/MPRA_paper_18574.pdf)>.

HEIN, E.; TARASSOW, A. Distribution, aggregate demand and productivity growth: theory and empirical results for six OECD countries based on a post-Kaleckian model. **Cambridge Journal of Economics**, 34, p. 727–754, 2010.

HEIN, E.; VAN TREECK. 'Financialisation' in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth. Macroeconomic Policy Institute (IMK), **Working Paper** n° 07, 2007. Disponível em: <[http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_wp\\_07\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_07_2007.pdf)> .

\_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_. 'Financialisation' in Post-Keynesian models of distribution and growth - a systematic review. Macroeconomic Policy Institute (IMK), **Working Paper** n° 10, 2008. Disponível em: <[http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_wp\\_10\\_2008.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_10_2008.pdf)> .

KALDOR, N. Capital Accumulation and Growth (1958). In: TARGETTI, F. e THIRLWALL, A.P. (Org.). **The Essential Kaldor**. New York: Holmes & Meier Publishers, Inc., (1958), 1989.

\_\_\_\_\_. Causes of the Slow Rate of Economic Growth of The United Kingdom (1966). In: TARGETTI, F. e THIRLWALL, A.P. (Org.). **The Essential Kaldor**. New York: Holmes & Meier Publishers, Inc., (1966), 1989.

HOLLAND, M.; VIEIRA, F.; CANUTO, O. Economic growth and the balance-of-payments constraint in Latin America. **Investigación Económica**, v. LXIII, 247, 2004.

JAYME JR.; F. G. Balance-of-payments-constrained economic growth in Brazil. **Revista de Economia Política**, v. 23, jan./mar., 2003.

\_\_\_\_\_.; RESENDE, M. F. C. Crescimento econômico e restrição externa: teoria e a experiência brasileira. In: MICHEL, R.; CARVALHO, L. (Org.). **Crescimento econômico, setor externo e inflação**. Rio de Janeiro, Ipea, 2009.

JONES, C. I. **Introdução à teoria do crescimento econômico**. Ed. Campus, 2000.

JUSELIUS, K. Time to reject the privileging of economic theory over empirical evidence? A reply to Lawson. **Cambridge Journal of Economics**, 2010.

LAVOIE, M. **Foundations of Post Keynesian Economic Analysis**, Aldershot: Edward Elgar, 1992.

\_\_\_\_\_. The Neo-Pasinetti theorem in Cambridge and Kaleckian models of growth and distribution. **Eastern Economic Journal**, 24, pp. 417-434, 1998.

- LEÓN-LEDESMA, M. Cumulative growth and the catching-up debate from a dis-equilibrium standpoint. In: MCCOMBIE, J.S.L. PUGNO, M. e SORO, B. (eds.) **Productivity Growth and Economic Performance: Essays on Verdoorn's Law**. New York: Palgrave, Macmillan, 2002.
- LLERENA, P.; LORENTZ, A. Co-Evolution of Macro-Dynamics and Technological Change: an Alternative View on Growth. **Revue d'économie industrielle**. Vol. 105., pp. 47-70, 1er trimestre, 2004.
- LIBÂNIO, G. Unit roots in macroeconomic time series: a post keynesian interpretation.
- CEDEPLAR. **Texto para discussão**, 233, Belo Horizonte, 2004. Disponível em: <  
<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20233.pdf> >
- \_\_\_\_\_. Unit roots in macroeconomic time series: theory, implications, and evidence. **Nova Economia**. Belo Horizonte, 15 (3), 145-176, setembro-dezembro, 2005.
- LIMA, G. T.; CARVALHO, V. R. Macrodinâmica do produto sob restrição externa: a experiência brasileira no período, 1930-2004. **Revista de Economia Aplicada**, v. 12, p. 55-77, 2008.
- LOPEZ, J.; CRUZ, A. Thirlwall's law and beyond: the Latin American experience. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 22, n. 3, Spring, 2000.
- MACEDO E SILVA, A. C. ; DOS SANTOS, C. H. . Além do curto prazo? Explorando os nexos entre a teoria pós keynesiana e a macrodinâmica de fluxos e estoques. IE - Unicamp, **Texto para Discussão** 141, Campinas, 2008. Disponível em: <  
<http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/textos141.pdf> >.
- MARGLIN, S.A.; BHADURI, A. Profit squeeze and Keynesian theory, in: Marglin, S.A., Schor, J.B. (eds.), **The Golden Age of Capitalism**. Reinterpreting the Postwar Experience. Oxford: Oxford University Press, 153-186, 1990.
- MCCOMBIE, J.S.L.; ROBERTS, M. The role of the balance of payments in economic growth. In: Setterfield, M. (Ed.). **The economics of Demanded-led Growth: Challenging the Supply-side Vision of the Long Run**. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.
- \_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_. Returns to Scale and Regional Growth: The Static-Dynamic Verdoorn Law Paradox Revisited, **Journal of Regional Science**, 47:2, pp.179-208, 2007.
- \_\_\_\_\_.; THIRLWALL, A. P. **Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint**, Basingstoke: Macmillan, 1994.
- MORENO-BRID, J. C., "On Capital Flows and the Balance-of-Payments-Constrained Growth Model," **Journal of Post Keynesian Economics**, 21(2), Winter, 283-98, 1998-99.



NAASTEPAD, C.W.M. Technology, demand and distribution: a cumulative growth model with an application to the Dutch productivity growth slowdown. **Cambridge Journal of Economics**, 30, pp. 403–434, 2006.

PALLEY, T. **Post keynesian economics**: debt, distribution, and the macro economy. New York: St. Martin's Press, 1996.

\_\_\_\_\_. Class Conflict and the Cambridge Theory of Distribution. In: Gibson, B. (ed.). **Joan Robinson's Economics**: A Centennial Celebration Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

\_\_\_\_\_. Financialization: What it is and Why it Matters. PERI, **Working paper Series**, Number 153, November, 2007. Disponível em: <  
[http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_151-200/WP153.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_151-200/WP153.pdf)>.

PETIT, P. Structural Forms and Growth Regimes of the Post-Fordist Era. **Review of Social Economy**, Volume 57, Issue 2, pages 220 – 243, June 1999.

\_\_\_\_\_. **Croissance et richesse des nations**. Paris, La Decouverte, 2005.

PIERSON, P. **Politics in Time**: History, Institutions and Social Analysis. Princeton University Press, New Jersey, 2004.

ROWTHORN, R. E. Demand, real wages and economic growth, **Thames Papers in Political Economy**, Aut., 1981.

RYOO, S.; SKOT, P. Financialization in kaleckian economies with and without labor constraints. University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, **Working Paper** nº 05, 2008. Disponível em: < <http://www.umass.edu/economics/publications/2008-05.pdf> >.

SETTERFIELD, M. Path dependency, hysteresis and macrodynamics. In: Arestis, P. e Sawyer, M. (eds). **Path Dependency and Macroeconomics**. London, Palgrave Macmillan, 2009.

\_\_\_\_\_. Endogenous Growth: A Kaldorian Approach. Trinity College, Department of Economics, **Working Paper** 10-01, 2010a. Disponível em:  
<<http://internet2.trincoll.edu/repec/WorkingPapers2010/wp10-01.pdf> >.

\_\_\_\_\_. Anticipations of the Crisis: On the Similarities Between Post Keynesian Economics and Regulation Theory. Trinity College Department of Economics, **Working Paper** 10-07, 2010b. Disponível em: < <http://internet2.trincoll.edu/repec/WorkingPapers2010/wp10-07.pdf> >

\_\_\_\_\_.; CORNWALL, J. A neo-Kaldorian perspective on the rise and decline of the Golden Age. In: SETTERFIELD, M. (Ed.). **The economics of Demanded-led Growth**: Challenging the Supply-side Vision of the Long Run. Cheltenham, Edward Elgar, 2002.

SIMON, H. Barriers and bounds to Rationality. **Structural Change and Economic Dynamics**, 11, pp. 243–253, 2000.



SKOT, P.; RYOO, S. Macroeconomic implications of financialization. University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, **Working Paper** nº 08, 2007. Disponível em: <<http://www.umass.edu/economics/publications/2007-08.pdf>>.

SOLOW, R. Perspectives on Growth Theory. **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 8, No. 1., Winter, pp. 45-54, 1994.

\_\_\_\_\_. Neoclassical Growth Theory. In: Taylor, J.B.; Woodford, M. (org.). **Handbook of Macroeconomics**. North Holland, 1999.

STOCKHAMMER, E. Robinsonian and Kaleckian growth: an update on post-keynesian growth theories. Department of Economics, Vienna University of Economics and Business Administration. **Working Paper** No. 67, October, 1999 Disponível em: <<http://www.wu.ac.at/inst/vw1/papers/wu-wp67.pdf>>.

\_\_\_\_\_. Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. **Competition & Change**, Vol. 12, No. 2, pp. 184–202, June 2008.

TAYLOR, L. **Income distribution, inflation and growth**: Lectures on structuralist macroeconomic theory. the MIT Press, Cambridge MA, 1991.

THIRLWALL A. P. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, 128, pp. 45–53, 1979.

\_\_\_\_\_. **A Natureza do Crescimento Econômico**: Um Referencial Alternativo para Compreender o Desempenho das nações. Brasília, IPEA, 2005.

THIRLWALL, A. P.; DIXON, R. J. A Model of Export-Led Growth with a Balance of Payments Constraint. In: BOWERS, J. K. (Ed.). **Inflation, Development and Integration**: Essays in Honour of A. J. Brown, Leeds: Leeds University Press, 1979.

THIRLWALL A. P.; HUSSAIN, M. **The balance of payments constraint, capital flows and growth rates differences between developing countries**. Oxford Economic Papers, v. 34, 1982.

VAN TREEK, T. A Synthetic, Stock-Flow Consistent Macroeconomic Model of Financialisation. Macroeconomic Policy Institute (IMK), Working Paper nº 06, 2007. Disponível em: <[http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_wp\\_06\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_06_2007.pdf)>.

ZAMPARELLI, L. The Steady State Growth Rate in the Neoclassical Theory: A Brief Survey. **The New School Economic Review**, Volume 1, Fall, Number 1, 2004.

WOOD, A. **A theory of profits**. Cambridge University Press, Cambridge, 1975. [Edição em português: Uma teoria de lucros. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1980.]