

Financeirização: um problema de economia política internacional?

Financial planning: an international political economy problem

Igor Vallinote Veloso*

Resumo

Ocorre atualmente nas economias um fenômeno denominado financeirização. Por se tratar de um problema que transcende a esfera financeira, o seguinte trabalho buscará entendê-la enquanto um problema de pesquisa para a Economia Política Internacional, se atentando tanto para o fato de que ela seria um dos resultados diretos do processo de construção do sistema monetário internacional contemporâneo. Quanto aos problemas que ela gera para uma reconfiguração mais estável do sistema, tendo em vista o potencial benéfico que o sistema financeiro pode vir a ter para o desenvolvimento econômico.

Palavras-chave: Financeirização. Sistema Financeiro. Sistema Monetário Internacional. Finanças Internacionais.

Abstract

There is currently a phenomenon in the economies called financialization. Since it is a problem that transcends the financial sphere, the following work will seek to understand it as a research problem for International Political Economy, is paying attention to the fact that it would be one of the direct results of the construction process of the contemporary international monetary system. And for the problems it creates for a more stable reconfiguration of the system, given the potential benefits that the financial system may have for economic development.

Keywords: Financialization. Financial System. International Monetary System. International Finance.

*Graduando em Relações Econômicas Internacionais pela Universidade Federal de Minas Gerais. Contato: ig_v@hotmail.com.

Introdução

Entendendo a Economia Política Internacional (EPI) como um campo de estudos, dentro de relações internacionais, que busca uma convergência de análise que conecta diretamente política e economia – aliado a um escopo de análise internacional –, o seguinte trabalho busca compreender a questão da financeirização enquanto um problema para o futuro da economia global, ao mesmo tempo estabelecendo-a enquanto um problema de pesquisa para a EPI. Isso, por sua vez, se daria pela própria natureza do fenômeno, como também pelas consequências trazidas por ela à ordem econômica internacional contemporânea.

O termo financeirização remete a um modo de operação da economia no qual o processo de acumulação e valorização do capital se realiza majoritariamente por canais ligados ao sistema financeiro, e não por meio de investimentos em atividades produtivas. Essa preferência pela via financeira de valorização se intensifica a partir do momento em que o sistema financeiro passa a apresentar uma miríade de oportunidades de investimento, a nível global, que se mostram mais vantajosas em comparação a outras possibilidades (BRUNO, 2011).

Isso posto, a discussão em torno desse problema possui implicações diretas sobre os anseios de desenvolvimento econômico dos países emergentes. E tendo em vista a instabilidade econômica observada nessas economias na década de 1990 – advinda de crises relacionada à volatilidade dos mercados financeiros –, aliado à crise financeira de 2007/2008, falar de financeirização, em ótica de EPI, também implica discutir o que os Estados têm (ou não) feito para minar essa instabilidade e construir uma ordem financeira internacional mais saudável. Assim sendo, propõe-se aqui uma reflexão da dimensão sistêmica que esse fenômeno possui, tendo em vista sua relação direta com a construção do sistema monetário internacional (SMI) contemporâneo.

Desse modo, a primeira seção do artigo tratará da trajetória supracitada da economia global, que culminará na financeirização. A segunda, por sua vez, discutirá as relações entre o sistema financeiro e desenvolvimento econômico. Por fim, a terceira, buscará compreender a forma como o debate em torno da reforma do SMI após a crise financeira de 2007/2008, tendo em vista as questões levantadas nas seções anteriores.

A financeirização enquanto processo histórico

Tendo em vista a definição de financeirização supracitada, pode-se caracterizá-la, em um primeiro momento, por: i) uma estrutura macroeconômica que permita a priorização de investimentos em ativos financeiros em detrimento do investimento em capital fixo produtivo; ii) impactos no âmbito microeconômico a partir do momento que condicionaria as práticas de gestão das firmas a tirar desse ambiente financeirizado (BRUNO; CAFFÉ, 2015).

Tal ambiente, por sua vez, se mostra o resultado de dois processos históricos: i) a evolução do SMI ao longo dos séculos, ii) a própria evolução do modo de produção capitalista, que por sua vez, permitiu à ascensão de um sistema financeiro mais complexo e mais propenso à instabilidade. Logo, a construção do cenário contemporâneo da financeirização pode ser entendida, primeiramente, a partir desses dois pontos de referência. No que tange ao primeiro, fala-se aqui do desmantelamento do arranjo do SMI estabelecido em Bretton Woods², já no que se refere ao segundo aspecto, trata-se da ascensão do regime de acumulação financeirizado.

O desmantelamento de Bretton Woods e a retomada das finanças

No que se trata do rompimento da ordem estabelecida nos acordos de Bretton Woods³, essa teve um resultado político diretamente relacionado com o fenômeno da financerização: a retomada das finanças a uma posição de destaque no cenário econômico e político mundial (HELLEINER, 1994). Desse modo, a partir dos anos 1980, com estabelecimento de uma nova configuração do sistema monetário sob as ruínas de Bretton Woods, iniciou-se a pressão pela abertura dos mercados periféricos, pregando um receituário político tratado como inevitável a esses países emergentes (FIORI, 2004).

2. Os acordos de Bretton Woods realizados em 1944, foram responsáveis pela consolidação da nova configuração do SMI que veio a substituir ao assim chamado padrão-ouro trocas. Em suma, seu objetivo principal era o de trazer estabilidade ao SMI e fomentar a integração econômica internacional. Dentre as medidas tomadas, há o destaque para o estabelecimento de taxas de câmbio fixas, atreladas ao dólar (com uma banda mínima para pequenas variações), a criação do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial, entre outras medidas (EICHENGREEN, 2008; HELLEINER, 1994).

3. Cujo um dos marcos finais ocorre com a decisão unilateral do governo norte-americano em encerrar a conversibilidade do dólar ao ouro em 1971 (SERRANO, 2004).

Desse modo, falar em uma retomada das finanças a uma posição de destaque no sistema econômico implica dizer que em um momento passado elas já ocuparam tal lugar. Isso posto, em Polanyi (2012), a assim chamada *haute finance*⁴ era um dos fatores responsáveis pelo estabelecimento da ordem econômica do século XIX, sob a hegemonia britânica. Por justamente servir como um vínculo entre as esferas políticas e econômicas, além de permitir um sistema de financiamento à atividade estatal, industrial e comercial (POLANYI, 2012). Não obstante, a partir de 1944 com a ratificação dos acordos de Bretton Woods, tal panorama é alterado a datar pelo seguinte ponto: o acordo pode ser interpretado como uma rejeição por parte dos Estados às políticas liberais que beneficiavam de forma plena o setor financeiro, que vinham em voga até a crise de 1929 (HELLEINER; 1994).

Não cabe a esse trabalho um aprofundamento acerca das particularidades dos acordos de Bretton Woods⁵, entretanto, certas questões em torno dos controles aos movimentos de capitais e as taxas de câmbio impostos pelos acordos merecem maior atenção por possuírem uma relação direta com o fenômeno da financeirização. Helleiner (1994), nos mostra que tais controles foram construídos como parte de um arranjo institucional que seria voltado a criar as condições favoráveis ao crescimento econômico. Ou seja, evitar que fluxos de capital financeiro, principalmente aqueles de visam lucros de curto prazo, desestabilizassem a capacidade de planejamento macroeconômico dos países⁶.

Em vista disso, davam-se privilégios aos movimentos de capital produtivo, que seriam ligados a fluxos direcionados à mercados emergentes à época, e aos fluxos que auxiliassem na manutenção dos equilíbrios dos balanços de pagamentos. Em paralelo, haveria também o ímpeto de se construir um esforço de expansão do livre comércio – por meio do GATT (General Agreement on Tariffs and Trade)⁷ –, que por sua vez denota o compromisso dos acordos com

4. Termo utilizado por Polanyi (2012) para designar os grupos políticos ligados à atividade financeira que almejavam lucros financeiros nos principais centros financeiros europeus do século XIX (POLANYI, 2012).

5. Nos trabalhos de Serrano (2004), Helleiner (1994) e Eichengreen (2008) podem ser encontrados maiores detalhes sobre os acordos, seu respectivo funcionamento e a sua crise.

6. Tal qual foi observado durante as tentativas de estabilização do padrão ouro no período entre guerras (EICHENGREEN, 2008).

7. Acordo Geral de Tarifas e Comércio, em português.

a promoção de um ambiente econômico mais estável e que permita as economias a autonomia e os meios de conseguir crescer, sendo o comércio também fundamental nesse aspecto. Em outras palavras, em Bretton Woods almejava-se um cenário descrito por Ruggie (1982) como o de um liberalismo incorporado, no qual haveria um esforço dos Estados em moldar um sistema econômico internacional multilateral cuja base se encontrava na intervenção dos governos nas suas respectivas economias.

Todavia, como bem aponta Helleiner (1994) as finanças não aceitaram tal subordinação às vontades dos Estados de forma subserviente, pois haviam demandas do setor financeiro por maior participação nas negociações, tanto por não possuírem as mesmas convicções que Keynes e White⁸ apresentavam sobre os efeitos nocivos dos fluxos de capital financeiro, quanto por questões mais ligadas à compatibilidade da prática de controle de capitais com regimes políticos democráticos. Ademais, apesar do descontentamento inicial, não se pode afirmar categoricamente que o resultado final em 1944 foi totalmente contrário aos desejos do setor financeiro, pois as “medidas financeiras restritivas de Bretton Woods também refletiam a crença comum entre os banqueiros e os *embedded liberals*, de que uma ordem financeira liberal não seria compatível, ao menos no curto prazo, com um sistema de taxas de câmbio fixa e livre comércio”⁹ (HELLEINER, 1994, p.50). O que fica implícito na argumentação do autor, é que o setor financeiro, por mais que tivesse suas objeções, não era totalmente contrário à ordem que viria a surgir, porém, isso não significava que iriam deixar pressionar para que os Estados fossem aos poucos afrouxando as restrições impostas.

Dessa maneira, a retomada das finanças – para Helleiner (1994) – passou diretamente pelas mãos dos Estados, pois esses

8. Respectivas lideranças das equipes econômicas das delegações inglesas e norte-americanas na conferência em questão. Apesar de serem tratados na literatura sobre os acordos de Bretton Woods como figuras antagônicas, havia certa coerência no que defendiam. Por exemplo, ambos defendiam que as capacidades dos governos de ter controle sobre suas respectivas políticas macroeconômicas deveriam ser mantidas, logo, haveria a necessidade de se impor controle sobre os movimentos de capital, principalmente os de curto prazo. Para maiores detalhes acerca das divergências e pontos em comuns entre os dois economistas, ver Helleiner (1994).

9. Restrictive Bretton Woods financial provisions also reflected the shared belief among bankers and embedded liberals alike that a liberal financial order would not be compatible, at least in the short term, with a stable system of exchange rates and a more liberal trading order.provisions (HELLEINER, 1994, p.50).

acabaram cedendo às pressões do setor financeiro por maior “liberdade”. Pressões essas que vinham ganhando mais força e embasamento tendo em vista os problemas que os Estados vinham tendo para gerenciar o sistema monetário internacional criado em Bretton Woods¹⁰. Assim, com a eminente crise de Bretton Woods na década de 1970 – e um clima intelectual pouco favorável às políticas até então vigentes – os Estados passaram a ter maiores dificuldades de executarem políticas econômicas de cunho mais keynesiano, aliado a uma crescente descrença nos países centrais na ordem estabelecida nos acordos (HELLEINER, 1994).

Como a ascensão e estabelecimento dos governos neoliberais, principalmente, nos Estados Unidos e Inglaterra nos anos de 1980, as finanças encontraram no Estado novamente um aliado, desde que esses governos perceberam na liberalização, uma forma de ter seus interesses econômicos atendidos. Além do mais, a partir do momento que os grandes centros financeiros da economia global passaram a adotar tais políticas, houve um efeito de contágio aos demais centros intermediários por políticas semelhantes, haja vista as pressões que os mercados financeiros exerciam sobre os Estados. Portanto, o estabelecimento de uma ordem internacional cujo objetivo final se encontrava na promoção de estabilidade e crescimento, e sua respectiva substituição por uma ordem desregulamentada, passou diretamente pela ação estatal (HELLEINER, 1994).

O regime de acumulação financeirizado

Ao falar-se em um regime de acumulação financeirizado (ou de dominância financeira), deve-se, em primeiro lugar, compreender o significado que o termo possui e suas respectivas implicações enquanto modo de se observar a dinâmica da acumulação capitalista. O termo advém da Teoria da Regulação Francesa ou Escola Francesa da Regulação, cujo significado remete ao “conjunto das regularidades que garante uma progressão geral e relativamente coerente da acumulação do capital, isto é, que permite incorporar e desdobrar no tempo as distorções e os desequilíbrios que nascem

10. Um exemplo disso foi a criação do chamado *Euromarkets*, que foi uma estrutura financeira que operavam com a ajuda e convivência estatal criada no fim da década de 1950. Em suma, tal estrutura permitia operações financeiras realizadas em dólar sem as restrições impostas como no restante do sistema (HELLEINER, 1994).

permanentemente do próprio processo [de acumulação]” (BOYER, 2009, p. 81).

Um dado regime de acumulação se constituiria de cinco regularidades: (i) a maneira com a qual a produção é organizada e a relação da classe trabalhadora com os meios de produção, (ii) o período necessário para que o processo de valorização do capital se complete, (iii) a configuração da demanda, (iv) o relacionamento com as formas de produção não capitalistas (tendo em vista o momento histórico no qual essas tiveram um papel central na formação da economia a ser estudada) e (v) a forma como ocorre a distribuição da riqueza gerada, em relação à reprodução das classes sociais (BOYER, 2009). Desse modo, a partir da crise de um determinado regime de acumulação, haveria o surgimento de outro regime com características distintas do anterior que permitiria – em tese – a continuidade da acumulação do capital por um novo período de tempo, seguindo novas regularidades (MELLO FILHO, 2016).

Mesmo sem se ser um autor regulacionista, vê-se em François Chesnais (1996, 2002, 2005) elaborações acerca da caracterização e do funcionamento do regime de acumulação em questão. A escolha pelas elaborações de Chesnais (1996, 2002, 2005) se fundamenta a partir de falhas que se pode observar na teoria da regulação. Sendo assim, uma das críticas feitas à teoria da regulação francesa se dá a ideia de que um determinado regime de acumulação seria a forma de observar o padrão de funcionamento estável do capitalismo. Ao ficarem presos a essa noção de estabilidade, os autores adeptos da teoria da regulação obtiveram problemas em diagnosticar o regime de acumulação que substituiu o fordismo após sua crise durante a década de 1970 por justamente não conseguirem identificar algo que viabilizasse o mesmo crescimento elevado e duradouro do período fordista. Ademais, tal dificuldade também se justifica a partir de uma visão inadequada do próprio funcionamento do capitalismo em que, por exemplo, há uma nítida negligência na questão tecnológica (MELLO FILHO, 2016).

Chesnais (1996) reconhece essas falhas da teoria da regulação francesa, contudo, consegue aliar o ferramental teórico desenvolvido por essa escola a uma abordagem marxista do problema. Para o autor, o regime que surge após o fordismo foi capaz de erodir as bases que garantiram as bases sociais do crescimento e

estabilidade anteriormente observados. Tais bases seriam: as relações de trabalho que provinham maior estabilidade no emprego e ganhos salariais crescentes, um ambiente monetário internacional menos sujeito à volatilidade do mercado financeiro e a existência de Estados cujas instituições eram capazes de se impor perante aos interesses privados (CHESNAIS, 1996).

Assim, o regime financeirizado seria caracterizado – no geral – por um efeito depressivo nas economias, e no caso, a mudança da relação entre o capital produtivo e o financeiro seria a propulsora desse efeito depressivo. Ou seja, a partir do momento em que o capitalismo se encontra em uma fase na qual a mundialização do capital amplificou seu aspecto integrador entre as economias, a relação benéfica entre o capital produtivo e o capital financeiro outrora observada, se degenera pelo fato de o segundo encontrar um ambiente global mais propício a satisfação de seus interesses. Portanto, a mundialização das finanças:

(...) remete tanto à ‘descompartimentalização’ interna entre diferentes funções financeiras e diferentes tipos de mercados (de câmbio, de crédito, de ações e obrigações) quanto à interpenetração externa dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração nos mercados mundializados. A descompartimentalização externa se apoia sucessivamente na liberalização dos mercados de câmbio, na abertura do mercado de títulos públicos aos operadores estrangeiros e na abertura da Bolsa às empresas estrangeiras. A descompartimentalização interna abriu caminho para uma (des)especialização progressiva dos bancos em nome da concorrência e da liberdade de empreendimento. (...) a ‘desintermediação’, que permite às instituições financeiras não bancárias ter acesso aos mercados como emprestadoras. Foram elas que tiveram um crescimento particularmente espetacular desde o início da desregulamentação financeira. Enfim, o movimento de liberalização e descompartimentação foi igualmente marcado pela criação de numerosas formas novas de aplicação da liquidez financeira (...), à medida que a remoção das regulamentações e controles nacionais anteriores abriu caminho para as ‘inovações financeiras’ (CHESNAIS, 2005, p.46).

Contudo, o capital financeiro ainda se vê dependente do produtivo, gerando uma situação de autonomia relativa, afinal:

a esfera financeira é um dos campos de valorização do capital, que deve gerar lucros como em qualquer outro setor. O problema, de ordem macroeconômica e também de ordem ético-social, é que, devido às características próprias da moeda, tais lucros formam-se

sucessivamente a transferências provenientes da esfera da produção, onde são criados o valor e os rendimentos fundamentais (salários e lucros) (CHESNAIS, 1996, p. 240-241).

Ou seja, a “esfera financeira alimenta-se da riqueza criada pelo investimento e pela mobilização de uma força de trabalho de múltiplos níveis de qualificação” (CHESNAIS, 1996, p.241). Ademais, tal autonomia das finanças ocorre em paralelo a maneira com que elas conseguem “alojar a ‘exterioridade da produção’ no próprio cerne dos grupos industriais” (CHESNAIS, 2005, p. 54). Em outros termos, os representantes do setor financeiros foram bem-sucedidos em inserir seus interesses diretamente nas estruturas de alto-escala dos principais grupos industriais do planeta, submetendo o desempenho das firmas aos desejos das finanças.

Isso, por sua vez denota um dos aspectos qualitativos que o regime possui, pois, não se chega ao ponto de que a valorização pela via do investimento produtivo seja inferior a financeira, mas sim de que houve uma adequação da dinâmica do setor produtivo à lógica financeira (PAULANI, 2009). Outro aspecto qualitativo do regime refere-se ao apontamento feito por Chesnais (2005) para o aumento do comportamento rentista por parte dos investidores. Tal comportamento seria fruto de um ambiente no qual não demandaria um sacrifício de fato por parte dos investidores, tendo em mente as diversas possibilidades de investimento financeiros existentes no sistema contemporâneo no qual o rentista pode ampliar sua renda.

Conforme visto na seção anterior, a retomada das finanças passou diretamente pela ação dos Estados nacionais, principalmente àqueles nos quais se localizavam dois dos principais centros financeiros do mundo. Da mesma maneira, os Estados serão fulcrais para o estabelecimento do regime de acumulação financeirizado nas demais economias. Chesnais (2002) aponta que a “adesão” ao regime nunca foi um processo nos quais os países – em sua ampla maioria – obtiveram muita capacidade de negociação. E assim como Helleiner (1994) viu na agenda posta pelos governos neoliberais de Estados Unidos e Inglaterra a plataforma de retomada das finanças, Chesnais (2002) terá nessas políticas o mecanismo de “adesão” ao regime.

Em outras palavras, o regime de acumulação financeirizado “é uma ‘produção’ dos países capitalistas avançados, mais precisamente dos Estados Unidos e do Reino Unido, onde as finanças tiveram seu enraizamento mais profundo até a crise de 1929” (CHESNAIS,

2002, p. 38). E por mais que esse regime possa ser visto como algo inerente ao funcionamento das economias centrais, isso não impede sua influência no restante do planeta. Haja vista que esses países conseguiram construir um panorama no qual as barreiras às finanças, ao comércio e ao investimento direto externo¹¹ foram amplamente reduzidas, permitindo uma projeção hierarquizada¹² do regime pelos países.

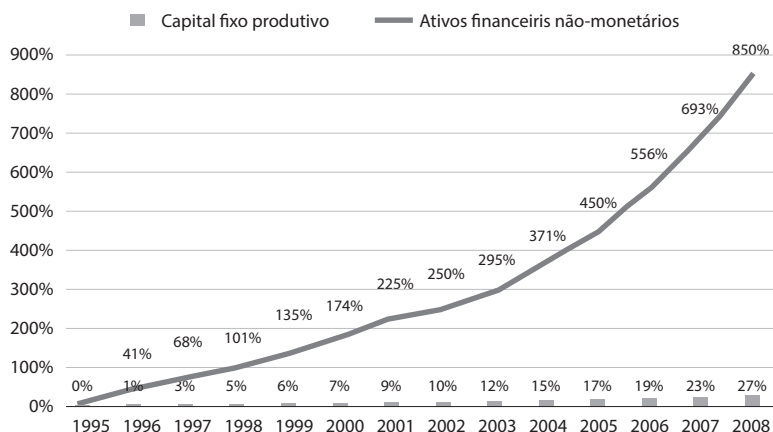
Portanto, o regime de acumulação financeirizado seria o resultado de políticas que vieram a atuar reforçando as tendências de expansão do capital já vigentes. De modo a permitir a ascensão de um panorama econômico e político dotado de patologias, contradições e instabilidade. Que por sua vez leva a um lento crescimento econômico, restrito a um pequeno grupo de países, sendo muito deles dependentes de condições especiais ou de ciclos virtuosos dentro do capitalismo, com pouca perspectiva de manutenção à longo prazo (CHESNAIS, 2005).

A título de nota da forma nociva como a financeirização atua nas economias emergentes, tomaremos o exemplo brasileiro enquanto caso ilustrativo, em seus aspectos macroeconômicos. Dentre as formas de mensuração da financeirização em sua dimensão macroeconômica trazidas por Bruno e Caffé (2015), o Gráfico 1 apresenta a relação entre o crescimento dos ativos financeiros não-monetários (representados pela subtração do agregado monetário M4 pelo agregado M1) e o crescimento acumulado do estoque de capital fixo produtivo (máquinas e equipamentos somado ao mensurado para a categoria construções não residenciais).

11. Ao teorizar sobre a mundialização do capital, Chesnais (1996) enxerga nesses três aspectos como as vias de internacionalização do capital e, conseqüentemente, de integração das economias.

12. Chesnais elenca três casos da forma como o regime é “aderido”: “O primeiro é aquele de países como a França, onde a burguesia financeira e os governos (tanto de esquerda como de direita, em “alternância”) mostraram o projeto de implantar o novo regime em domicílio mas onde principalmente preparam, consciente ou inconscientemente e com diversos níveis de entusiasmo, de resignação e de reticência, sua integração a um conjunto transatlântico do qual as peças mestras seriam os mercados financeiros americanos e a OTAN o braço armado. O segundo caso é aquele desses países muito numerosos para os quais o sonho de uma implantação autônoma do regime de acumulação não pode ser mantido e a escolha se dá entre procurar resistir, instalando limites para a liberalização financeira, ou participar sem falsa vergonha, como ‘província do Império’, das benfeitorias permitidas pelo livre acesso aos mercados com bolsas mais atraentes. Finalmente, há o caso particular ou, melhor, o caso único dos Estados Unidos que podem, notadamente, tirar vantagem do fluxo permanente de investimentos de portfólio oriundo do resto do mundo” (CHESNAIS, 2002, p. 39-40).

Gráfico 1: Crescimento dos ativos financeiros não monetários e do acumulado de estoque de capital fixo produtivo no Brasil de 1995 a 2008 (índice = 1995).



Fonte: IPEADATA (2018)

Por mais que os dados disponíveis pelo IPEA para as categorias de capital produtivo escolhidas pelos autores só possam ser obtidos – sem realizar estimativas – até 2008, a grande disparidade nas taxas de crescimento, observada acima já ilustra as consequências mais diretas da financeirização, principalmente no modo como o investimento produtivo – ou seja, aquele que gera renda e efeitos cumulativos para o crescimento econômico – é afetado por tal disparidade de recursos alocados. No aspecto macro, portanto, o exemplo dos dados para o Brasil aponta para parte da problemática da relação entre financeirização, haja vista a diferença alarmante de recursos alocados em cada tipo de investimento, e as consequências diretas que isso traz as perspectivas de crescimento econômico para economias em situação similar à brasileira.

Assim sendo, trazendo a discussão para o aspecto microeconômico, tal dificuldade de se induzir o investimento produtivo – como indicou Chesnais (1996, 2002) –, remete a maneira com a qual as firmas vêm adotando estratégias que acabam por “agir contra” o investimento produtivo. Lazonick (2011, 2013), em suma, aponta que as empresas, ao ter nos mercados acionários uma ampla fonte de financiamento, tendem priorizar estratégias de médio e/ou longo prazo, assim como suas condutas corriqueiras, que viabilizem os maiores lucros financeiros possíveis (LAZONICK,

2011, 2013). Além dos impactos diretos sob os mercados de trabalho que tais práticas implicam¹³, à subjugação da esfera produtiva à financeira traz complicações a compromissos financeiros de longo prazo que garantem não só o crescimento econômico, como a competitividade de um país. E nesse caso, fala-se especificamente do financiamento à inovação – que por sua vez se torna um caminho no qual uma política industrial deve passar no contexto atual. A importância do financiamento à inovação nesse cenário se torna problemática por se tratar de um compromisso financeiro constante de longo prazo para as firmas, sujeito às inúmeras incertezas de mercados inerentes ao processo de inovação (LAZONICK, 2011; MAZZUCATO, 2013).

Um exemplo do quão nocivo (ao investimento produtivo) essa relação entre os mercados de ações – e seus respectivos interesses – e as decisões de investimento das firmas pode ser visto no caso apresentado por Mazzucato (2013), em que a Microsoft, em sua tentativa de lançar um mecanismo de busca concorrente ao Google e a Yahoo, em 2006, anuncia um plano de investimentos a longo prazo no desenvolvimento do seu sistema de busca. No dia seguinte de tal anúncio, o preço de suas ações caiu 11% - o que reduziu a capitalização da Microsoft em US\$ 32 milhões -, e apesar dela ter seguido em frente com seus planos, a resposta negativa do mercado financeiro aponta a quão viciada se mostra a relação aqui descrita. Ou seja, empresas maiores, e já estabelecidas, tenderiam a suportar os custos de decisões semelhantes, inviabilizando tais opções para empresas menores – de qualquer setor –, o que limitaria o horizonte de instrumentos de possibilidade de crescimento dessas firmas, principalmente em economias emergentes.

Notas sobre sistema financeiro e desenvolvimento econômico

O problema da financeirização descrito até então possui sua dimensão macro e sua dimensão micro. Contudo, o que subjaz toda a discussão é o fato de o sistema financeiro ter conseguido atingir uma capacidade que lhe permite reter maior parte da riqueza e da

13. Lazonick (2011, 2013) aponta para a tendência a eliminação do que ele chama de “empregos de classe média”, devido a forma como as estratégias de expansão das firmas pela internacionalização (aliada à lógica de maximização dos lucros financeiros) vem eliminando postos de trabalho mais qualificados nas economias desenvolvidas.

renda gerada na economia global na forma de ativos não produtivos. Tendo isso em mente, qualquer maneira de se enfrentar o problema deve enfrentar a questão de como tornar o sistema financeiro – dentro de um arranjo de SMI – instituições que fomentam o desenvolvimento econômico.

A relação entre o sistema financeiro e o desenvolvimento pode ser vista a partir de duas grandes abordagens dentro da teoria econômica. Em uma perspectiva mais tradicional, o trabalho seminal de Gurley e Shawn (1955) trazem para discussão do crescimento econômico o papel do sistema financeiro como um agente alocador dos recursos das unidades econômicas superavitárias. Sendo que tal poupança ociosa seria ofertada: nos mercados financeiros, para o direcionamento dos recursos aos investimentos produtivos; e para as unidades econômicas deficitárias, que demandam tais recursos para consumo ou investimento. Assim, o sistema financeiro é um indutor do dinamismo econômico a partir do fato de que se as decisões de gasto dos agentes definiriam a oferta de fundos emprestáveis. O sistema financeiro, por sua vez, responde a esses sinais criando uma série de ativos para que as diversas unidades sejam recompensadas pela decisão de postergar seus gastos (GURLEY; SHAWN, 1955).

Ao mesmo tempo, o sistema financeiro não possuiria o poder de decisão de criar crédito, ou melhor dizendo, de estabelecer a quantidade da oferta de crédito no sistema economia, pois assim como na questão da geração de fundos, o sistema financeiro também é passivo nesse quesito. Ou seja, a oferta de crédito de uma economia, segundo o modelo dos autores, está subjugada à decisão de gasto das unidades deficitárias que demandam empréstimos no mercado financeiro. Assim, a abordagem de Gurley e Shaw (1955) não foge muito da própria visão que o *mainstream* possui sobre ele, contudo, ao inserir a problemática da dinâmica do endividamento, os autores abrem o precedente para se discutir a importância de um sistema financeiro bem desenvolvido para que a manutenção do crescimento econômico.

Ademais, os autores partem para uma crítica da teoria da preferência pela liquidez de Keynes, que denotaria outros aspectos da relação entre o sistema financeiro e o crescimento. Segundo eles, a teoria de Keynes trazia uma dicotomia entre moeda e apenas um tipo de ativo financeiro, sendo que o desenvolvimento do sistema como um todo é marcado pelo estabelecimento de novas

instituições financeiras, que por sua vez, ampliou a gama de ativos disponíveis no mercado, com diversos tipos de liquidez. Esses, por conseguinte, podem acabar substituindo a moeda dependendo do tipo de transação. Isso, ligado a dinâmica de endividamento inserida a discussão pode gerar efeitos sob o crescimento, no sentido de ocorrer desvios do investimento produtivo para o investimento financeiro – ou seja, acaba levando a um sistema mais financeirizado. Portanto, uma das implicações do modelo de Gurley e Shawn (1955) seria a preocupação com o uso de outros canais para a obtenção de ativos que podem afetar o crescimento econômico, se a alocação for feita por intermediários fora do canal que liga diretamente as finanças ao crescimento.

Por fim, o fato de existirem ativos que substituam moeda, afeta diretamente a oferta de moeda da economia e a taxa de juros básica, que por sua vez afeta a dinâmica de poupança e investimento. Dentro do modelo, esse aumento da oferta de moeda causada por esses ativos gera uma maior volatilidade da taxa de juros - dependendo da variação na oferta de moeda – que pode interromper a alocação dos recursos para investimentos produtivos, e por sua vez afetar o crescimento. Deste modo, ao se inserir a dinâmica de endividamento e o sistema como intermediário entre as unidades econômicas, torna a análise do crescimento econômico – e do desenvolvimento possibilitado por esse – mais completo, no sentido de possibilitar políticas que permitam ao sistema financeiro desenvolver-se, de forma a cumprir a função alocadora de forma correta e que direcione ao crescimento econômico.

Já em uma abordagem pós-keynesiana, a questão da relação entre sistema financeiro e desenvolvimento aparece de outro modo. Ela inverte a visão do *mainstream* sobre o papel da moeda e, respectivamente, do sistema financeiro na dinâmica do desenvolvimento econômico. Em primeiro lugar, é necessário estabelecer alguns princípios da teoria, antes de se discorrer sobre o papel do sistema financeiro. Dentro desse arcabouço teórico, o sistema financeiro não pode ser apenas um alocador de recursos, pois assim como as unidades econômicas – para manter a terminologia de Gurley e Shawn (1955) – o sistema financeiro também é afetados pela preferência pela liquidez em momentos de incerteza, fazendo com que ele não seja mais uma entidade passiva na economia (STUDART, 1995a). Outra diferença essencial, se dá na inversão da causalidade entre poupança e investimento, em que se tal relação é

invertida, ou seja, não é necessária uma poupança prévia para que o nível de investimento suba. Tal fato é provado pela evolução do sistema financeiro e a respectiva criação de mecanismos, que no fim, o permite ampliar a oferta de moeda (CHICK, 1994).

Assim, o chamado circuito *Finance* – Investimento – Poupança – *Funding*, surge enquanto ferramenta de análise para a abordagem pós-keynesiana. Em suma, um financiamento gerado por uma instituição financeira gera um investimento, que por sua vez inicia um fluxo de renda que gera consumo, e uma poupança residual desse investimento inicial (STUDART, 1995a). Tal poupança é captada pelas instituições financeiras com o intuito de equalizar seus respectivos balanços, a um valor que equivale ao financiamento cedido, esse movimento de captação da poupança é denominado *funding*. O *funding*, em termos macroeconômicos, tem a função de servir como um freio à fragilidade financeira inerente ao sistema financeiro, principalmente em momentos de crescimento (PAULA, 2013).

Essa fragilidade supracitada se trata da hipótese da instabilidade financeira desenvolvida por Minsky, relacionada à instabilidade gerada pelo *finance*, no sentido que uma firma, ao financiar um investimento, está adquirindo uma dívida que será paga com os rendimentos desse investimento, ou seja, no momento futuro em que os frutos da produção são vendidos no mercado. À medida que o endividamento aumenta, em termos agregados, tem-se a possibilidade de uma forte crise na economia se por ventura tais investimentos financiados não se refletirem em rendas que possam pagar tais compromissos, isso possui impactos diretos sob o crescimento, na medida que tal instabilidade (em grau elevado) pode levar a fortes recessões. Não apenas o crescimento é afetado pela instabilidade, mas também pelo não desenvolvimento do sistema financeiro, no sentido de não haver maneiras de se realizar o *funding* de forma a equilibrar o *finance* realizado (STUDART, 1995a).

Assim sendo, o sistema financeiro seria o agente indutor do crescimento econômico (que pode vir a se tornar um processo de desenvolvimento de fato) e ao mesmo tempo é o agente indutor de instabilidade. A questão para a abordagem pós-keynesiana, portanto, passa a ser a construção de um sistema que mitigue essa capacidade de gerar instabilidade, e como dito anteriormente, um sistema capaz de gerar um *funding* em uma escala apropriada se mostra como algo central para a manutenção de um sistema saudável. Fala-se, portanto, do desenvolvimento do sistema financeiro

em termos de gerar instituições capazes de realizar tal atividade, em outros termos, ofertar aos agentes uma miríade de ativos diversificados que captem as poupanças geradas de modo a possibilitar a administração do passivo do sistema (PAULA, 2013). Logo, trata-se uma construção de um sistema financeiro funcional, capaz de ampliar os recursos existentes na economia sem trazer as contrapartidas que impossibilitem a continuidade do processo de desenvolvimento (STUDART, 1995b).

Mesmo se situando no *mainstream*, a visão de Gurley e Shawn (1955) já traz reflexões acerca da importância do desenvolvimento financeiro para uma economia que busque crescer e posteriormente se desenvolver. Contudo, a breve resenha acima da abordagem pós-keynesiana aponta aspectos que vão além do que os autores abordam, o que se torna chave para a discussão da financeirização dentro da EPI. Pois, se o desenvolvimento do sistema financeiro a partir da segunda metade da década de 1980, a nível internacional, trouxe maior instabilidade para a economia global¹⁴, há um problema sistêmico que engendraria o comportamento problemático no nível micro como apontado por Larzonick e Chesnais, cujo resultado, portanto, seria a financeirização das economias.

Alternativas para o SMI contemporâneo e a falta de combate à financeirização

A ideia que subjaz o conceito de SMI implica em um arranjo institucional que, além de criar vínculos entre as economias, permita o estabelecimento de ordem e estabilidade para os mercados cambiais, para as atividades financeiras e que permita aos países meios de solucionar seus problemas de balanço de pagamentos (EICHENGREEN, 2008). E tal arranjo, ao longo da história, sempre teve papel decisivo dos Estados na constituição do modo de organizar os fluxos econômicos internacionais.

Tecer quaisquer tipos de resposta que passe por uma simples reprodução descontextualizada dos pressupostos regulatórios instaurados em Bretton Woods, não aparenta ser uma proposta minimamente viável, ao mesmo tempo que uma reforma do sistema internacional se mostra necessária. Em Eichengreen (2008), por exemplo, vemos

14. Haja vista as diversas crises econômicas ocorridas na década de 1990 nas economias emergentes, a chamada crise “ponto com” ocorrida nos Estados Unidos no início dos anos 2000 e a própria crise financeira de 2007/2008.

diversos momentos da história do sistema monetário internacional – desde o padrão ouro – no qual uma cooperação maior entre os Estados em uma agenda poderia ter resultado na instauração de normas capazes de aumentar a estabilidade dos mercados, e a situação atual não deixa de ser um daqueles momentos que demandam uma ação regulatória mais assertiva. Não se trata, porém, de uma regulação que traga um simples retorno a um arranjo institucional nos moldes anteriores, ao mesmo tempo que não se nega a importância que medidas que venham a impor maior controle sobre os movimentos de capital de curto prazo, por exemplo, possuem para a construção de um marco regulatório que mantenha o sistema monetário internacional mais estável e com graus menores de financeirização.

Dentro da literatura após a crise financeira de 2007/2008, iniciou-se o debate acerca de que tipo de reforma do SMI necessitaria para evitar novas crises de magnitude semelhante ou mesmo piores. A título de nota das propostas discutidas na literatura, veremos brevemente alguns exemplos das ideias debatidas. Em Kregel (2009) parte-se de uma perspectiva mais “minskyana”, preocupando-se mais com reformas focadas na renda e na liquidez do sistema, de forma que “a reforma necessária seria aquela que provém financiamento para investimento produtivo, que aumenta a produtividade do trabalho e que reflete no aumento do salário real das famílias, com o aumento dos ganhos do sistema financeiro indo para o aumento do capital bancário” (KREGEL, 2009, p. 663). Já em Buitter (2009), há uma série de dezessete propostas, que podem ser resumidas em reformas visando a diminuição da probabilidade de uma nova crise sistêmica, e ao mesmo tempo alinhe os interesses privados e público dentro de um novo sistema. Pois, para o autor, ao mesmo tempo em que as pessoas não confiam mais no sistema financeiro, uma reforma fundada em pesada regulação danificaria o dinamismo dos mercados contemporâneos (BUIITER, 2009).

Em outra direção, o argumento trazido por D’Arista (2009) aponta que o sistema atual tem seu fundamento em um momento de recessão da economia internacional, e que as saídas encontradas após o fim de Bretton Woods foram estabelecidas de modo a garantir a continuidade da economia norte-americana enquanto centro hegemônico do sistema. Isso fez com que o novo sistema ainda herdasse os focos de instabilidade anteriormente observados, dado ao caráter de formação histórica dos arranjos do sistema monetário internacional. Dessa forma, a autora vai discutir grandes reformas

necessárias ao sistema monetário internacional, tendo em comum um ponto: a superação do uso de uma moeda nacional como meio de pagamentos internacional (D'ARISTA, 2009).

Seu argumento e respectivas proposições de reformas são baseados em propostas anteriormente feitas por Kaldor (1978), na década 1970, sendo elas: a criação de fundos públicos internacionais de investimento para economias emergentes, reformas no sistema de pagamentos internacional e uma nova estrutura para revitalizar a emissão de direitos especiais de saque. O que permeia essas propostas é a noção de que o SMI pode ser uma instituição que traga estabilidade a economia global e consiga garantir as condições para que os países busquem – novamente – uma agenda desenvolvimentista, sem garantir regalias a um país apenas pelo fato de sua moeda ser utilizada em todo o globo.

Deve-se ressaltar que o foco da autora em uma reforma na maneira como os países liquidariam suas transações são um tanto quanto limitadas, pensando a complexidade que o SMI adquiriu a partir do final de Bretton Woods. De forma que por mais que certas características se mantenham, há todo um novo contexto socioeconômico que dá mais forças a grupos que obtêm vantagem da atual configuração do sistema. Entretanto, o ponto que aqui será corroborado está justamente na construção de um arranjo que permita o desenvolvimento, tal qual Bretton Woods chegou a permitir.

Não se pode negar que houve um esforço de gerar um novo aparato regulador a partir do desmantelamento de Bretton Woods, mas, tal esforço se deu de modo a não inviabilizar os processos de liberalização econômica em voga na época. Os chamados Acordos de Basileia foram a resposta dos países aos problemas enfrentados durante a década de 1980, contudo, eles continuam não sendo suficiente para garantir a estabilidade do sistema. Não foram suficientes pois sua preocupação central – em todas as suas versões até hoje – se funda em apenas garantir meios do sistema financeiro se manter com graus elevados de liquidez para que o sistema possa ter meios de enfrentar crises financeiras (SPERO; HART, 2010). Suas primeiras duas versões falharam¹⁵ em minimizar os danos e

15. É válido a ressalva de que a segunda versão do acordo foi implementada pouco tempo antes da crise financeira de 2007/2008, o que impediria um veredito categórico acerca de sua eficácia. O mesmo valeria para a terceira e quarta versão dos acordos implementadas entre 2010 e 2011, e 2016 e 2017 respectivamente, tendo em vista que a regulação deve ser algo capaz demonstrar resiliência a longo prazo.

a volatilidade da atividade financeira, fazendo com que crises financeiras fossem algo recorrente na década 1990 e nos anos 2000 (GOODHART, 2010).

A tentativa de se instaurar uma regulação mais branda como a dos acordos de Basileia não suporta a nova condição de interdependência no SMI. Deve-se ter em mente que o SMI que emerge após Bretton Woods colocou em pauta uma tensão maior entre as demandas por cooperação por parte de todos os agentes envolvidos em torno do estabelecimento dos parâmetros de funcionamento estável do sistema, e os interesses nacionais. Ou seja, houve um aumento dos conflitos de políticas que seguiam a tendência multilateral já em voga, com questões internas a cada governo (SPERO; HART, 2010). Essas tensões são percebidas por Helleiner (1994) e D'Arista (2009) ao apontarem a base para as alternativas de SMI escolhidas durante a década de 1970, ou seja, a manutenção dos Estados Unidos em uma posição de hegemonia na economia global.

E aqui, se aponta uma problemática essencial para se pensar o futuro do SMI, pois, não se pode dissociar a configuração de um SMI em dado momento da história e a economia hegemônica do período, tendo em vista que a moeda que fundamenta o sistema representaria esse poder hegemônico, ao mesmo tempo que a organização do sistema tende a seguir padrões que ajam de modo favorável aos interesses da economia hegemônica¹⁶ (EICHENGREEN, 2008). O mundo pós década de 1970 observou a retomada da hegemonia norte-americana, porém, não se viu a mesma estabilidade que se viu anteriormente. Como dito outras vezes, os anos 1980 e 1990 foram marcados por uma ordem neoliberal, com os Estados Unidos - ao lado da Inglaterra - pressionando pela abertura dos mercados periféricos pregando que esse seria um fenômeno inevitável, e tal ordem foi acompanhada por uma série de crises econômicas na periferia (FIORI, 2004).

Se a financeirização é um subproduto desse SMI pós-Bretton Woods, logo, qualquer tipo de proposta de reforma deve tanto atacar as raízes das quais nasce a financeirização, quanto também criar modos de tornar os sistemas financeiros funcionais, em termos de elemento propulsor do crescimento e do desenvolvi-

16. Por exemplo, tendo em vista que no fim da década de 1960 o dólar se encontrava em uma posição fragilizada, foi de interesse dos Estados Unidos construir uma nova forma do SMI que preservasse a posição de privilégio do dólar (EICHENGREEN, 2008; HELLEINER, 1994).

mento econômico. Isso posto, se os países almejam retomar ritmos de crescimento mais sustentáveis ao longo prazo, abordar e propor soluções a problemas de impacto internacional deve ser uma agenda a ser cumprida pelos governos. E a financeirização se mostraria um dos pontos centrais dessa agenda.

Considerações finais

Afirmar que a financeirização é um problema de EPI, implica na questão de que se trata de um fenômeno econômico de implicação internacional. De modo que uma ação de combate unilateral de um determinado país pode não surtir os efeitos desejados, haja vista o poder desproporcional que as finanças adquiriram nas últimas décadas. Ao mesmo tempo que a própria regulação, sozinha, não parece ser capaz de trazer estabilidade para o sistema, quaisquer tipos de soluções viáveis devem passar por algum tipo de aparato regulatório.

Contudo, o que se deve também considerar o próprio papel dos agentes financeiros nessa questão. Não é de agora que o seu comportamento tem provocado ou ampliado a instabilidade dos mercados, e esse ponto deve ser observado em proposições futuras para o aparato regulatório. Se mostra necessário fazê-los perceber que a regulação não busca a destruição de tais instituições, mas sim impedir que as consequências danosas de suas ações atinjam os demais setores da economia.

Assim, ao enxergar a financeirização enquanto um produto de uma construção histórica significa reconhecê-la enquanto o resultado de um sistema financeiro que, por um lado, se mostra cada vez mais capaz de depender menos do lado real da economia para sobreviver – e obter lucros crescentes. Por outro lado, também detém o poder de alterar o comportamento das firmas para adoção de práticas que reforçam o seu poder perante a esfera produtiva. Ademais, não se pode separar os processos que levaram a sua construção do SMI pós-Bretton Woods dos interesses da economia norte-americana a época. Ou seja, a solução pela via da cooperação internacional deve ter como base a via multilateral, contudo, sem que isso resulte em uma mera reprodução de arranjos antigos. Os países devem construir um corpo regulatório capaz de atuar de maneira sistêmica e que seja capaz de se adaptar às dualidades da economia contemporânea.

Referências

BOYER, Robert. **Teoria da regulação: os fundamentos**. São Paulo: Estação Liberdade, 2009.

BRUNO, Miguel. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. **Com-Ciência**. n.128.2011. Disponível em: <http://comciencia.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-76542011000400009&lng=es&nrm=iso>. Acesso em: 22 jan. 2018.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: BRUNO, M. (org.), **População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: IBGE, p. 35-61, 2015.

BUITER, Willem. **Lessons from the global financial crisis for regulators and supervisors**. 25th Anniversary Workshop of the Advanced Studies Program of the IFW: The Global Financial Crisis: Lessons and Outlook. Kiel: 8/9 may, 2009. Disponível em: <<http://www.lse.ac.uk/fmg/assets/documents/papers/discussion-papers/DP635.pdf>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, jan./jun. 2002.

CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (org.) **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo, p. 35-67, 2005.

CHICK, Victoria. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p.9-23, 1994.

D'ARISTA, Jane. The evolving international monetary system. **Cambridge Journal Of Economics**, [s.l.], v. 33, n. 4, p.633-652, 2009.

EICHENGREEN, Barry. **Globalizing capital: a history of the international monetary system**. Princeton: Princeton University Press, 2008.

FIORI, José Luis. O poder global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites. In: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Ed. Vozes, p. 67-109, 2004.

GOODHART, Charles. How should we regulate bank capital and financial products? What Role for "Living Wills"? In: TURNER, A. et al. (Org.) **The future of finance and the theory that underpins it: The LSE Report**. London: London School of Economics and Political Science, p.165-186, 2010.

GURLEY, John; SHAWN, Edward. Financial aspects of economic development. **The American Economic Review**, v.65, n.4, p. 515-38, 1955.

HELLEINER, Eric. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University, 1994.

IPEADATA. IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica aplicada. Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 25 abr. 2018.

KALDOR, Nicholas. **Collected economic essays**. London: Duckworth, v. 6: Further essays on applied economics. 1978.

KREGEL, Jan. Why don't the bailouts work? Design of a new financial system versus a return to normality. **Cambridge Journal of Economics**. v.33, n.4, p. 653-663, 2009.

MAZZUCATO, Mariana. Financing innovation: creative destruction vs. destructive creation. **Industrial and Corporate Change**, v.22, n.4, p.851-867, 2013.

MELLO FILHO, Marcelo Soares Bandeira. **Escola francesa da regulação, escola da estrutura social de acumulação e as etapas do capitalismo**. 2016. 246f. Tese (Doutorado em economia) - Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Belo Horizonte.

PAULA, Luiz Fernando de. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos**, vol.43 no.2 São Paulo, apr./jun. 2013.

PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados**, v.23, n.66, p.25-39, 2009.

POLANYI, Karl. **A grande transformação: as origens da nossa época**. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2012.

RUGGIE, John Gerard. International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order. **International Organization**, v. 36, n. 2, p. 379-415, 1982.

SERRANO, Franklin. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Ed. Vozes, p. 190-204, 2004.

SPERO, Joan; HART, Jeffrey. **The politics of international economic relations**. 7. ed. Boston: Wadsworth, 2010.

STUDART, Rogério. **Investment finance in economic development**. London: Routledge, 1995a.

STUDART, Rogério. The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 2, p. 269-292, 1995b.

Recebido em: 04.05.2018

Aprovado em: 11.06.2018