1612
TEXTO PARA DISCUSSÃO

ipea

REGIME DE CRESCIMENTO, RESTRIÇÃO EXTERNA E FINANCEIRIZAÇÃO: UMA PROPOSTA DE CONCILIAÇÃO

Claudio Roberto Amitrano

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

1612

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Rio de Janeiro, maio de 2011

REGIME DE CRESCIMENTO, RESTRIÇÃO EXTERNA E FINANCEIRIZAÇÃO: UMA PROPOSTA DE CONCILIAÇÃO

Claudio Roberto Amitrano*

* Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro Wellington Moreira Franco

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete
Persio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
Daniel Castro

URL: http://www.ipea.gov.br
Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

ISSN 1415-4765
JEL: E11, E12, F43, O11

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 O CONCEITO DE REGIME DE CRESCIMENTO 7

3 OS MODELOS DE CRESCIMENTO COM RESTRIÇÃO NO BALANÇO DE PAGAMENTOS 26

4 FINANCEIRIZAÇÃO: UMA DIMENSÃO IMPORTANTE DOS PROCESSOS CONTEMPORÂNEOS DE CRESCIMENTO 30

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 33

REFERÊNCIAS 35

SINOPSE

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.

ABSTRACT[i]

The aim of this paper is to show that concepts such as 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.

---

[i]. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*
As versões em língua inglesa das sinopses (abstracts) desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

A trajetória das economias ao longo do tempo tem sido objeto de grande curiosidade intelectual desde o surgimento da economia como ciência. De autores do pensamento clássico, como Smith, Ricardo e Marx, ao *mainstream* da economia, como nos modelos de Solow e da teoria do crescimento endógeno, passando pelas tradições pós-keynesiana e evolucionária, a magnitude e o ritmo de expansão da atividade econômica se configuram como elementos centrais para a compreensão, ainda que parcial, do bem-estar das sociedades.

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.

2 O CONCEITO DE REGIME DE CRESCIMENTO

O tema do crescimento econômico pode ser tratado sob diversas perspectivas teóricas.[1] 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[2] três ordens de questões: *i*) a importância das *instituições*; *ii*) a centralidade da *demanda agregada* e da *distribuição de renda*; e *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*

1. 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).
2. Ver a este respeito Amitrano (2010).

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; 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; SOSKICE, 2001; PETIT, 2005; BOYER, 2009) entre si, bem como estão associadas a algum tipo de *hierarquia* institucional (AMABLE, 2000, 2005; 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 delineia 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 direta (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.[3]

3. Certamente, a intervenção do Estado neste caso também se faz notar, sobretudo, por intermédio da regulamentação dos diversos mercados.

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. Não obstante, é preciso especificar os fatores que determinam o processo de geração da renda nacional.

Neste trabalho será utilizada 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.[4] 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).[5]

Grande parte da reflexão pós-keynesiana sobre crescimento deriva, principalmente, de duas vertentes de trabalhos. A primeira está relacionada ao artigo pioneiro de Dixon e Thirlwall (1975), onde os autores formalizaram o argumento exposto por *Kaldor* sobre a relação entre crescimento e produtividade.

4. Como o leitor poderá perceber, propõe-se, neste texto, uma conexão entre uma das vertentes pós-keynesianas e a TR francesa. Para uma discussão sobre os nexos entre essas duas abordagens, ver Boyer (1988), Boyer e Petit (1991), Cornwall e Cornwall (2001), Setterfield e Cornwall (2002) e Setterfield (2010b).

5. É importante notar que ao assumir que o processo de crescimento depende da história e da contingência, esta abordagem se aproxima daquilo que em econometria focou conhecido como *data-driven ou data-first approach* (JUSELIUS, 2010). Isto porque, se por um lado, a noção de raiz unitária e, por conseguinte, de *path dependence* que ela sugere, representou um ponto em favor da abordagem de ciclos reais, como bem lembrado por Nelson e Plosser, por outro, a mesma também pode ser identificada como um artefato a corroborar teses pós-keynesianas que chamam a atenção para a história e as instituições, assim como para a noção de incerteza associada às trajetórias das variáveis econômicas ao longo do tempo. Ver a este respeito Libânio (2004, 2005) e Setterfield (2009).

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; e *ii*) a intensificação do aprendizado relacionado à diferenciação e ao surgimento de novas atividades produtivas. Em linhas gerais, um maior ritmo de expansão da economia, decorrente de aumentos na demanda agregada, possibilita o crescimento do mercado, bem como a diferenciação e o surgimento de novas atividades produtivas. Tais mecanismos fazem com que o crescimento da produtividade industrial dependa do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) da indústria, relação que ficou conhecida na literatura como Lei de Kaldor-Verdoorn.

A segunda vertente de estudos sobre crescimento da tradição pós-keynesiana 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, são determinados, sobretudo, pelo investimento e pela distribuição funcional de renda.[6] Nesses modelos, enquanto a distribuição da renda depende da capacidade de as 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 sobre a decisão de investir.

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.[7] Em todos esses trabalhos, pertencentes ao *Cambridge Post-keynesian* (CPK) *Approach* (PALLEY, 2005), a trajetória de uma

6. Uma boa resenha sobre esta vertente pode ser encontrada em Stockhammer (1999) e Blecker (2002).
7. Rowthorn (1981), Dutt (1990), Taylor (1991) e Lavoie (1992) parecem sugerir que essa convergência seria possível, mesmo entre os modelos de crescimento keynesianos de Kaldor e Robinson dos anos 1950 e os de Kalecki e Steindl, cuja diferença se dá, aparentemente, apenas em seus fechamentos (*closures*). Enquanto Kaldor e Robinson, em virtude das circunstâncias europeias daquele período, supunham ora plena capacidade, ora pleno emprego ou ambos, o que os levou ao conceito de poupança forçada, Kalecki e Steindl adotavam como hipótese base que o grau de utilização da capacidade produtiva seria endógeno. De certo modo, a análise empreendida por Marglin e Bhaduri (1990) parece ter deixado clara essa possibilidade de convergência. Ver a este respeito Hein (2008).

economia ao longo do tempo 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*; e *iii*) o *regime institucional*.

Enquanto o regime de demanda procura descrever os determinantes dos componentes da demanda agregada e seus impactos sobre a taxa de crescimento econômico, 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 individuais. Isto ocorre porque a existência de *incerteza substantiva* (DOSI; EGIDI, 1991; DEQUECH, 2000, 2006), a presença de *racionalidade limitada* (SIMON, 2000) e de *reciprocidade* (BOWLES; GINTIS, 2005), adicionalmente ao autointeresse 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.

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

2.1.1 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,[8] tendo como ponto de partida as identidades macroeconômicas fundamentais, isto é, o PIB pela ótica do dispêndio e pela ótica da renda. Essas identidades implicam, como se sabe, que:

$$y = c + i + g + z \tag{1}$$

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. Por sua vez, o PIB pela ótica da renda pode ser escrito como:

$$y = \omega N + \rho k + rD + t + h \tag{2}$$

em que (ω) corresponde ao salário médio real; (N) ao número de trabalhadores; (ρ) representa a taxa real de lucro; (k) corresponde ao estoque real de capital; (r) à rentabilidade real dos ativos financeiros;[9] (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 para os propósitos deste trabalho assumiremos como igual a zero).

Uma vez apresentadas as identidades contábeis,[10] é preciso que se especifiquem, claramente, 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.

8. O modelo apresentado tem *caráter apenas ilustrativo*, tendo como objetivo mostrar a possibilidade de diálogo e interação entre as abordagens supracitadas.

9. O significado preciso de (r) será discutido mais adiante.

10. A apresentação das identidades contábeis da macroeconomia pode parecer, à primeira vista, uma obviedade e, neste tipo de trabalho, desnecessária. Porém, é preciso deixar claro que modelos macroeconômicos precisam ter consistência, senão entre fluxos e estoques, pelo menos entre os fluxos da economia, fato nem sempre respeitado.

2.1.2 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:

$$c = \frac{\omega}{q} y + (1-s)\frac{\rho}{v} y + (1-s)\frac{r}{d} y + j \tag{3}$$

em que (q) corresponde à produtividade do trabalho; $\left(\frac{w}{q}\right)$ à parcela da renda nacional apropriada pelos salários (σ); $\left(v = \frac{y}{k}\right)$ é o inverso da relação capital-produto; $\left(\frac{\rho}{v}\right)$ representa a participação dos lucros na renda (π); $\left(d = \frac{y}{D}\right)$ é a razão entre o produto e o estoque de dívidas, ações e debêntures; $\left(\frac{r}{d}\right)$ é a fração da renda financeira (φ); e (j) representa o valor real da parcela do estoque de riqueza gasto em consumo.[11] 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,[12] as propensões a poupar a partir dos lucros (s_Π) 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 dessas decisões, sua inclusão no regime de demanda será feita quando da discussão sobre a função governo.

11. É importante notar que (j) está relacionado inversamente à taxa de juros e diretamente à valorização dos ativos no mercado financeiro.
12. Isso significa dizer que, embora alguns trabalhadores individualmente possam poupar, a poupança da classe trabalhadora como um todo é zero, porque a despoupança dos indivíduos de baixa renda compensa a poupança daqueles com níveis mais elevados de renda.

2.1.3 A função investimento

Enquanto o consumo depende da distribuição da renda nacional entre salários, lucros e renda financeira, assim como da propensão a poupar da sociedade, 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[13] e o grau de utilização da capacidade produtiva)[14] e a taxa de juros que remunera os ativos financeiros; e *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.[15]

A função investimento[16] cumpre um papel central na caracterização dos regimes de demanda e, consequentemente, dos regimes de crescimento. Isto porque é maior ou

13. O leitor não familiarizado com a literatura pós-keynesiana sobre crescimento pode estranhar a proposição de que o investimento dependa da participação dos lucros na renda. No entanto, esta afirmação está relacionada ao fato de que esta participação é uma função das margens de lucro (*mark-up)*. Neste sentido, o que se capta aqui é o impacto das margens de lucro na decisão de investimento. Ver a este respeito Dutt (1990), Taylor (1991), Lavoie (1992) e Hein (2008).

14. Por definição, a taxa de lucro corrente (ρ) corresponde à razão entre a massa de lucros e o valor do estoque de capital. Seja $(\prod)$ a massa real de lucros, (y) o valor real da produção, (k) o estoque real de capital, $(\overline{y})$ a capacidade produtiva, então a taxa de lucro corrente pode ser definida como se segue. Seja $\rho = \prod / k,$ e multiplicando o segundo membro da equação por (y / y) e por $(\overline{y} / \overline{y})$ temos que: $\rho = (\prod / k).(\overline{y} / \overline{y}).(y / y)$, que manipulando algebricamente fornece a equação da taxa de lucro corrente: $\rho = (\prod / y).(y / \overline{y}).(\overline{y} / K),$ em que $\pi = (\prod / y)$ é a participação dos lucros na renda; $(y / \overline{y})$ é o grau de utilização da capacidade produtiva; e $(\overline{y} / k)$ corresponde ao inverso da relação capital-produto potencial. Neste sentido, a taxa de lucro corrente pode ser entendida apenas como o produto da participação dos lucros na renda pelo grau de utilização da capacidade e pelo inverso da relação capital-produto potencial, de modo que $(\rho = \pi u v)$. Como um dos fatos estilizados do crescimento econômico de longo prazo, tão bem descritos por Kaldor, é que $(\overline{y} / k)$ é relativamente constante, logo, uma boa aproximação para a taxa de lucro corrente é $(\rho = \pi u).$ Porém, como as decisões de investimento dependem da taxa de lucro esperada (ρ^e) e não da corrente, Marglin e Bhaduri (1990) sugerem que os efeitos da participação dos lucros na renda sejam separados daqueles relacionados ao uso da capacidade. Como a utilização da capacidade instalada muda de acordo com o nível de atividade econômica (y), a taxa de lucro esperada será expressa, alternativamente, como uma função separada da participação dos lucros na renda e do nível de atividade, ou seja, $\rho^e = f(\pi; y).$ Ver a este respeito, Naastepad (2006).

15. Ver a esse respeito Wood (1975), Lavoie (1992) e Dallery (2009).

16. 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; 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). Por fim, cabe notar que o processo de formação de expectativas dos agentes deve ser entendido como adaptativo condicional, na medida em que leve em consideração o aprendizado e reconheça a existência de erros sistemáticos. Isto ocorre porque embora levem em consideração as informações do passado e do presente, não o fazem extrapolando os resultados anteriores para o futuro, nem dispõem de toda a informação relevante para a tomada de decisão, dadas a incompletude do conhecimento e a existência de incerteza fundamental.

menor a sensibilidade do investimento às variações em cada um de seus determinantes, tal como apontado na equação (4),[17] que confere grande parte da especificidade destes regimes, assim como do padrão de política econômica a ser adotado.

$$i = b^{\gamma}\pi^{\beta_1} y^{\beta_2} r^{-\beta_2} \vartheta^{\beta_4} \quad (4)$$

em que (i) corresponde ao volume de investimento; (π) à participação dos lucros na renda; e (y) ao nível de atividade. 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 (SKOT; RYOO, 2007; RYOO; SKOT, 2008; HEIN, 2009b). Além disso, (ϑ) corresponde à razão de valorização (*valuation ratio*) de Kaldor, isto é, a razão entre o valor das empresas no mercado de capitais *vis-à-vis* seu valor patrimonial.[18] Note que os parâmetros $(b^{\gamma};\beta_1;\beta_2;\beta_3;\beta_4)$ 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:

$$\hat{i} = \beta_0 + \beta_1\hat{\pi} + \beta_2\hat{y} - \beta_3\hat{r} + \beta_4 \quad (4'), \text{ em que } (\beta_0 = \gamma \cdot b)$$

Se, por exemplo, a variação do investimento for relativamente mais sensível às mudanças na participação dos lucros na renda e, consequentemente, 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

17. A apresentação da função investimento nos moldes de uma função de tipo Cobb-Douglas tem sido bastante utilizada por autores do chamado *CPK Approach*. Ver a este respeito Naastepad (2006).
18. 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. Ver a esse respeito Lavoie (1998), Skot e Ryoo (2007), Ryoo e Skot (2008) e Hein (2009b).

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; 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[19] 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 nos últimos anos (até a crise de 2008), refletindo um dos aspectos do chamado *finance-led growth*.[20]

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

2.1.4 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, no entanto, 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[21] são

19. A discussão sobre a financeirização será feita na última seção do trabalho.
20. Certamente, a existência de um possível regime *finance-led* nos Estados Unidos não está relacionada apenas ao investimento, mas também à dinâmica do consumo derivado da riqueza financeira. Voltaremos a esse ponto mais adiante.
21. 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).

condicionadas por três elementos centrais relacionados ao processo de governo e à hierarquia decisória.

Segundo Couto (2001), Couto e Arantes (2006) e Frey (2000),[22] o primeiro elemento diz respeito à estrutura constitucional do Estado (*polity*)[23] 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 desse 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*. Portanto:

> *Polity*, *politics* e *policies* correspondem, (...), a diferentes níveis da vida estatal. O primeiro, à sua estrutura; o segundo, ao seu funcionamento; o terceiro, aos seus produtos. A estrutura diz respeito às regras de relacionamento entre os atores e às organizações em que eles atuam (...). O funcionamento tem a ver com a atividade política (...). Os produtos são aquilo que o Estado gera, seja para se autogerir e manter-se, seja para responder às demandas sociais existentes – filtradas e interpretadas de acordo com as condições em que se desenrola a *politics* (COUTO, 2001, p. 34-35).

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 (5).

Função dos gastos do governo: $g_t = g - t = g(\delta)$ (5)

em que (δ) 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, consequentemente, sobre o consumo. Porém, ambos afetam o regime de demanda por meio da ação governamental sintetizada na variável (g_t).[24]

22. Ver a esse respeito Pierson (2004).
23. Termo, em inglês, geralmente utilizado pelos autores da ciência política.
24. Como se verá adiante, diferentemente dos modelos keynesianos tradicionais, em que a carga tributária incide sobre o multiplicador, neste caso, ela incidirá negativamente na determinação do produto da economia por meio da função dos gastos líquidos do governo de impostos.

2.1.5 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.

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

Função de exportações: $$x = \left(\frac{p^*}{p} \cdot E \right)^{\varepsilon_x} \cdot (y^*)^{\eta_x} \quad (6)$$

Função de importações: $$z' = \frac{x^*}{\left(\frac{p^*}{p} . E \right) m} \quad (7)$$

em que (ε_x) corresponde à elasticidade-preço da demanda por exportações; (ε_m) à elasticidade-preço da demanda por importações; (E) representa a taxa de câmbio nominal; (ρ) o nível doméstico de preços; (ρ^*) o nível de preços do resto do mundo; (η_x) representa a elasticidade-renda da demanda externa; (y^*) a renda do resto do mundo; e (η) 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:

$$z' = \frac{x^*}{\left(\frac{p^*}{p} . E \right) m} \quad (8)$$

Ao colocarmos estas equações em termos de suas taxas de crescimento, teremos que:

$$\hat{x} = \varepsilon_x (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta_x \hat{y}^* \quad (9)$$

$$\hat{m} = -\varepsilon_m (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta \hat{y} \quad (10)$$

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:

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

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-à-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.

2.1.6 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.

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

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

$$\lambda = \frac{1}{\left[1 - \sigma - (1-s)(\pi + \varphi)\right]} \tag{13}$$

Repare que (λ) nada mais é do que o multiplicador keynesiano da economia, cujo principal determinante é a distribuição da renda entre salários (σ), lucros (π) e renda financeira (φ). Logo, podemos reescrever o produto real da economia simplesmente como:

$$y = \lambda[j + i + g_t + z) \tag{14}$$

Aplicando a derivada total em (14) e fazendo algumas manipulações algébricas,[25] temos que a taxa de crescimento da economia pode ser definida como:

$$\hat{y} = \hat{\lambda} + \lambda[\Phi_j \hat{j} + \Phi_i \hat{i} + \Phi_g \hat{g}_t + \Phi_z \hat{z}] \tag{15}$$

em que $(\hat{y})$ é taxa de crescimento do produto; $(\hat{j})$ é a taxa de crescimento do consumo derivado do estoque de riqueza; (Φ_j) é o peso do consumo derivado do estoque de riqueza no produto; $(\hat{i})$ é a taxa de crescimento do investimento; (Φ_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; (Φ_g) é o peso desses gastos no produto; $(\hat{z})$ é a taxa de crescimento das exportações líquidas; (Φ_z) é o peso das exportações líquidas no produto; (λ) é o multiplicador keynesiano; e $(\hat{\lambda})$, a taxa de crescimento do multiplicador keynesiano.

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

$$\hat{y} = \frac{\hat{\lambda} + \lambda \left| \begin{array}{l} \Phi_j \hat{j} + \Phi_i(\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{\vartheta}) + \Phi_g \hat{g}_t + \Phi_z((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1) \\ (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta_x \hat{y}^*) \end{array} \right|}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_2 \eta)]} \tag{16}$$

25. Fazendo a derivada total temos que:

$dy = \frac{\partial y}{\partial \lambda} d\lambda[j + i + g + z] + \lambda \frac{\partial y}{\partial j} dj + \lambda \frac{\partial y}{\partial i} di + \lambda \frac{\partial y}{\partial g_t} dg_t + \lambda \frac{\partial y}{\partial z} dz$. Dividindo por tudo *y* e multiplicando e dividindo cada componente da demanda por ele mesmo, teremos que:

$$\frac{dy}{y} = \frac{\partial y}{\partial \lambda} \frac{d\lambda}{\lambda} + \lambda \left[\frac{\partial y}{\partial j} \frac{dj}{j} \frac{j}{y} + \frac{\partial y}{\partial i} \frac{di}{i} \frac{i}{y} + \frac{\partial y}{\partial g_t} \frac{dg_t}{g_t} \frac{g_t}{y} + \frac{\partial y}{\partial z} \frac{dz}{z} \frac{z}{y} \right]$$

Esta expressão pode ser reescrita com o intuito de apresentar uma equação simplificada para o regime de demanda (DR, da sigla em inglês), tal como:

$$\hat{y} = \Delta_0 + \Delta_1 \left\lfloor \begin{matrix} \Phi_j \hat{j} + \Phi_i(\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{\vartheta}) + \Phi_g \hat{g}_t + \\ \Phi_z((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + \eta_x \hat{y}^*) \end{matrix} \right\rfloor \quad (16')$$

em que $\Delta_0 = \frac{\hat{\lambda}}{\lfloor 1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_2 \eta) \rfloor}$ corresponde à taxa ajustada de crescimento do multiplicador e $\Delta_1 = \frac{1}{[1 - \sigma - (1-s)(\pi + \varphi)][1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]}$ 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.

2.2 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, fato que possibilita a incorporação de novos elementos ao estudo. A equação (17) apresenta uma das formas mais usuais de se conceber o regime de produtividade (PR, da sigla em inglês).

$$\hat{q} = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{y} \quad (17)$$

Note que o parâmetro (α_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 sociopolítico e 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*.[26] 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).[27]

Por sua vez, o parâmetro (α_1) pode ser interpretado como o coeficiente de Kaldor-Verdoorn e mede a sensibilidade do aumento percentual da produtividade $(\widehat{q})$ à taxa de expansão do produto.[28]

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, normalmente, com base na 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.

26. Ver a este respeito Abramovitz (1986), Fagerberg (1994), Castellacci (2001) e Llerena e Lorentz (2004).
27. Ver a este respeito Kaldor (1958), Lavoie (1992) e Foley e Michl (1999).
28. É possível especificar uma forma funcional para o regime de produtividade que apresente de maneira mais adequada os impactos da composição setorial da economia sobre a produtividade. A equação (17') capta justamente este aspecto, de modo que: $\widehat{q} = \sum_{i=1}^{n} \varpi_i \alpha_0^i + \sum_{i=1}^{n} \varpi_i \alpha_1^i \widehat{y}_i$ (17').

Note que (η) corresponde ao número de setores da economia e que (ϖ_i)representa o peso de cada setor na economia, de sorte que o componente autônomo da produtividade é representado por uma média ponderada dos diversos elementos do sistema social de produção e inovação. De forma análoga, o coeficiente de Kaldor-Verdoorn da economia como um todo corresponde a uma média ponderada dos coeficientes setoriais de Kaldor-Verdoorn.

Regra de formação dos preços: $p = \tau \frac{w}{q}$ (18)

Ao colocarmos a equação (18) em termos de sua taxa de crescimento, temos:

$$\hat{p} = \hat{\tau} + \hat{w} - \hat{q} \quad (18')$$

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 médios $(\hat{w})$,[29] 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).

$$\hat{y} = \frac{\hat{\lambda} + \lambda \left[\begin{array}{l} \Phi_j \hat{j} + \Phi_i(\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{\vartheta}) + \Phi_g \hat{g}_t + \Phi_z((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1) \\ (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) + \eta_x \hat{y}^*) \end{array} \right]}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]} + \quad (19)$$

$$+ \frac{\lambda \Phi_z (\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_2 \eta)]} \hat{q}$$

Fazendo:

$$\Omega_0 = \frac{\hat{\lambda} + \lambda \left[\begin{array}{l} \Phi_j \hat{j} + \Phi_i(\beta_0 + \beta_1 \hat{\pi} - \beta_3 \hat{r} + \beta_4 \hat{\vartheta}) + \Phi_g \hat{g}_t + \Phi_z((\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1) \\ (\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) + \eta_x \hat{y}^*) \end{array} \right]}{[1 - \lambda(\Phi_i \beta_2 - \Phi_z \eta)]}$$

29. A equação (18) é uma versão extremamente simplificada da teoria pós-keynesiana dos preços, uma vez que é possível, e desejável, incorporar diversos elementos no processo de determinação de salários, tais como barganha salarial, expectativas, dentre outros, assim como matérias-primas e insumos nos custos médios de produção. Ver a este respeito Lavoie (1992) e Cassetti (2003).

e $\Omega_0 = \frac{\hat{\lambda}\Phi_z(\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)}{[1 - \lambda(\Phi_i\beta_2 - \Phi_z\eta)]}$, teremos uma nova equação (20) para o regime de demanda, que é função da taxa de crescimento da produtividade. Esta equação, associada à equação (17) do regime de produtividade, nos fornece a taxa de crescimento de equilíbrio do regime de crescimento, conforme expressa na equação (21).

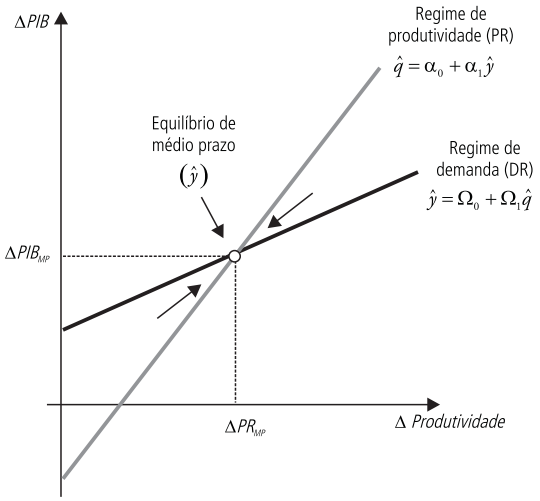
Regime de demanda (DR): $\hat{y} = \Omega_0 + \Omega_1 \hat{q}$ (20)

Regime de produtividade (PR): $\hat{q} = \alpha_0 = \alpha_1 \hat{y}$ (17)

Regime de crescimento $(\hat{y}_E)$: $\hat{y}_E = \frac{\Omega_0 + \Omega_1\alpha_0}{1 - \Omega_1\alpha_1}$ (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[30] (figura 1).

FIGURA 1
Regime de crescimento

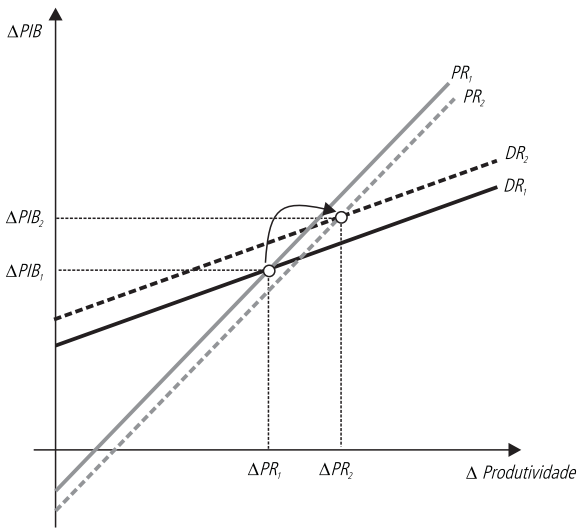


Fonte: Elaboração própria.

30. 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 uma aplicação do conceito de regime de crescimento no plano regional, ver McCombie e Roberts (2002), Roberts e Setterfield (2007) e Harris (2008).

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).

FIGURA 2
Mudanças nos regimes de demanda, produtividade e crescimento



Fonte: Elaboração própria.

A noção de médio prazo é fundamental, pois está associada a um *equilíbrio provisório* (CHICK; 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?

3 OS 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).[31]

Conforme Lima e Carvalho (2008, p. 57), 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".

E mesmo quando se leva em conta o fato de que déficits nas balanças de comércio e de 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 Hussain (1982), o equilíbrio no balanço de pagamentos pode ser definido como:

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

$$p \,.\, x + f = p^* \,.\, E \,.\, m \tag{22}$$

em que (p), (p^*), (E), (x) e (m) correspondem, como se sabe, ao nível doméstico de preços, ao nível dos preços internacionais, à taxa de câmbio nominal, às exportações e às importações, respectivamente; enquanto (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:

$$\hat{y}_{BP} = \frac{(\theta\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{p}) + (1-\theta)(\hat{f} - \hat{p}) + \theta\eta_x \hat{y}^*}{\eta} \tag{23}$$

em que ($\hat{f}$) corresponde à taxa de crescimento dos fluxos de capitais e (θ) 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 da razão entre a renda do resto do mundo, os fluxos líquidos de capitais para o país, as elasticidades-renda e preço das suas exportações, a elasticidade-preço das importações e sua taxa de câmbio real, de um lado, e a elasticidade-renda das suas importações, de outro.

Em sua versão mais restrita, também conhecida como Lei de Thirlwall, aquela taxa corresponde simplesmente à razão entre as exportações de um país e sua respectiva elasticidade-renda de importações $\left(y_{BP} \cong \frac{\hat{x}}{\eta} \right)$.

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

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

Fazendo

$$\psi_0 = \left[\frac{(\theta\varepsilon_x + \varepsilon_m - 1)(\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) + (1 - \hat{w}) * 1 - \theta)\hat{f} - \hat{\tau} \sim -w) + \theta\eta_x \hat{y}^*}{\eta} \right]$$

e

$$\psi_1 \left[\frac{\theta\varepsilon_x + \varepsilon_m - \theta}{\eta} \right]$$

teremos:

Taxa de crescimento de longo prazo: $\hat{y}_{BP} = \Psi_0 + \Psi_1 \hat{q}$ (25)

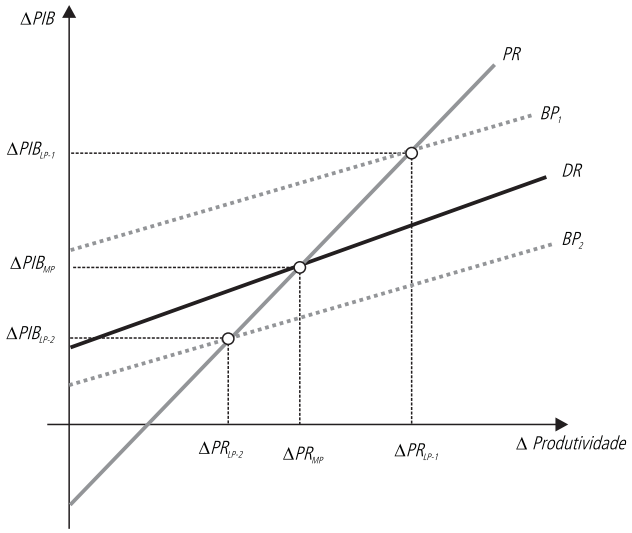
Assim, a taxa de crescimento de longo prazo pode ser representada no mesmo plano que os regimes de demanda e produtividade, tal como na figura 3.[32] Note-se que o equilíbrio no balanço de pagamentos pode acarretar tanto uma taxa de crescimento do produto mais elevada, quanto mais baixa que a de médio 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 verificada na América Latina e no Brasil em quase toda a sua história recente e significa que, mesmo que existam condições, tanto de oferta quanto de demanda, o crescimento de longo prazo será obstado pela restrição de divisas.[33]

32. Blecker (2009) faz uma derivação semelhante a esta, utilizando, contudo, o resultado de Moreno-Brid (1998-1999) 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, ver também Barbosa-Filho (2001).

33. Diversos estudos (LOPEZ; CRUZ, 2000; HOLLAND; VIEIRA; CANUTO, 2004; BÉRTOLA; HIGACHI; PORCILE, 2002; JAYME JÚNIOR, 2003; SANTOS; LIMA; CARVALHO, 2005; LIMA; CARVALHO, 2008; CARVALHO; LIMA, 2009) têm demonstrado que, para o caso brasileiro, por exemplo, a taxa de crescimento de longo prazo não é diferente da versão restrita do modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos. Em outras palavras, a taxa de crescimento de longo prazo deve ser igual à razão entre as exportações de um país e sua respectiva elasticidade-renda de importações. Nos termos do modelo apresentado isso significa que $(\theta = 1), (\varepsilon_x + \varepsilon_m = 1)$ e que os termos de troca e a taxa de câmbio têm impacto bastante limitado sobre o saldo comercial no longo prazo $((\hat{e} + \hat{p}^* - \hat{\tau} - \hat{w}) \cong 0)$, de modo que $y_{BP} = \frac{\eta_x \hat{y}^*}{\eta} \cong \frac{x}{\eta}$.

Repare que isto não significa dizer que os fluxos financeiros do balanço de pagamentos não são importantes, senão o contrário. Em virtude de sua elevada volatilidade, estes fluxos não aliviam de forma permanente as restrições de divisas para o crescimento do produto no longo prazo. Este fato, aliás, parece muito bem demonstrado por episódios como o da crise da dívida externa na América Latina nos anos 1980.

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, no longo prazo, do conceito de regime de crescimento, pode-se perceber, 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 fortes. Isto porque as formas institucionais que condicionam os regimes de demanda e de produtividade, também influenciam o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos.

Repare que, de 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 seus respectivos regime monetário-financeiro, padrão de atuação do Estado, regime de concorrência e relação salarial, condicionam os preços domésticos, a taxa nominal de câmbio, as saídas de capitais, assim como a elasticidade-renda das importações.

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

4 FINANCEIRIZAÇÃO: UMA DIMENSÃO IMPORTANTE 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. A maneira pela qual a dimensão financeira se manifesta nos demais domínios da vida econômica fica evidente em diversos episódios ao longo dos últimos 30 anos.

Um exemplo interessante está relacionado à elevação dos juros norte-americanos em 1979 e à consequente crise da dívida na América Latina na década de 1980. A mudança na forma de operação do regime monetário e financeiro estadunidense repercutiu violentamente sobre as economias da região, afetando, principalmente, as condições de financiamento do setor público e do balanço de pagamentos. Outro episódio ilustrativo se refere à crise financeira ocorrida no Sudeste da Ásia ao final da década de 1990 que, por meio da conexão entre os diversos mercados financeiros internacionais, afetou as condições de solvência externa de grande parte dos países em desenvolvimento, estivessem eles com estruturas adequadas ou não de financiamento do balanço de pagamentos.

Por fim, outro caso que exemplifica a questão se refere à recente crise financeira mundial. Após anos de expansão da economia dos Estados Unidos comandada pelo processo de endividamento e consumo das famílias, as incertezas sobre sua capacidade de solvência fizeram com que o mercado imobiliário entrasse em colapso, levando consigo grande parte do sistema financeiro e da economia real norte-americanos e, por meio dos vínculos entre os mercados financeiros internacionais, a maior parte da economia mundial.

De acordo com Epstein (2005, p. 3), 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*". Esta definição, se por um lado é bastante geral, e por isso mesmo encontra dificuldades em conferir significado preciso e operacional ao conceito, por outro, 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, com esta definição pode-se perceber 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 intertemporal 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, 2007; VAN TREECK, 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 de enfrentar a escolha entre investir (obtendo retornos elevados, porém incertos, apenas no longo prazo) 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 fórmula $(\beta_1\hat{\pi}),(\beta_3\hat{r})\,e\,(\beta_4\hat{\vartheta})$.

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.[34] Porém, é possível vislumbrar uma maneira por meio da qual a mesma 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, consequentemente, 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.

34. O nexo 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, ver Dos Santos (2005), Godley e Lavoie (2007), Macedo e Silva e Dos Santos (2008) e Dos Santos e Macedo e Silva (2009). Sobre a relação entre os modelos SFC e o conceito de regime de crescimento, ver Hein e Van Treeck (2007, 2008), Van Treek (2007) e Hein (2009a).

Por fim, cabe salientar que as formas variadas de manifestação da *financeirização* e a intensa inter-relação entre os mercados de bens e financeiros fazem 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 – ver equação (24) – por meio dos fluxos de capitais de curto e de longo prazo associados ao processo de financeirização.

5 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*, dependem 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 oferta, tais como a estrutura produtiva e o regime de incentivos à inovação, têm um papel muito importante para o 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. É importante notar ainda que, com base nestes conceitos, foi possível refletir sobre alguns dos possíveis impactos das políticas econômicas sobre a evolução das economias.

O artigo chamou a atenção também 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.

Um aspecto a ser salientado é que, para esta abordagem, as políticas públicas, em geral, e a política econômica, em particular, podem ter efeitos reais nas economias em horizontes temporais bastante amplos, tanto por canais de oferta quanto de demanda. Esta possibilidade é garantida, desde sempre, por dois fatos indisputáveis. Em primeiro lugar, que os níveis de produto e de emprego não se encontram em seus patamares máximos. Em segundo lugar, está o fato de que o sistema de preços relativos cumpre apenas parcialmente sua função informacional, devido à presença de incerteza, assimetria de informações, externalidades e bens públicos. Nestes casos, a simples operação do mercado não garante a alocação ótima de recursos, tampouco o pleno emprego e a plena utilização da capacidade produtiva.

As políticas públicas podem, portanto, alterar a trajetória de crescimento das economias ao: *i*) modificarem os níveis de incerteza sobre a evolução da demanda, por meio, por exemplo, da política monetária, dos gastos públicos e da tributação; *ii*) afetarem a precisão das informações sobre os atributos dos bens e serviços, através de regulamentações setoriais; e *iii*) incidirem sobre a eficiência econômica por intermédio de políticas que afetem os custos e os benefícios individuais e sociais das diversas atividades econômicas. De qualquer forma, é preciso ter claro que a maneira como essas intervenções são realizadas nos casos concretos, se bem ou malfeitas, é objeto da história, não da teoria.

REFERÊNCIAS

ABRAMOVITZ, M. Catching up, forging ahead, and falling behind. **The Journal of Economic History**, v. 46, n. 2, p. 385-406, June 1986.

AMABLE, B. Institutional complementarity and diversity of social systems of innovation and production. **Review of International Political Economy**, v. 7, n. 4, p. 645-687, Winter 2000.

_____.; PETIT, P. **The diversity of social systems of innovation and production during the 1990s**. Cepremap, 2001. Disponível em: <http://www.cepremap.cnrs.fr/couv_orange/co0115.pdf>

AMADEO, E. J. Crescimento, distribuição e utilização da capacidade produtiva: um modelo neo-steindliano. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 689-712, 1986.

AMITRANO, C. R. **Instituições e desenvolvimento**: críticas e alternativas à abordagem de variedades de capitalismo. 2010. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 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,** Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), p. 113-126, 2000.

_____. Modelos de crescimento kaleckianos: uma apreciação. **Revista de Economia Política**, v. 27, p. 209-220, 2007.

BÉRTOLA, L.; HIGASHI, H.; PORCILE, P. Balance-of-payments-constrained growth in Brazil: a test of Thirlwall's Law, 1890-1973. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 25, n. 1, Fall 2002.

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: SUMMER SCHOOL ON KEYNESIAN MACROECONOMICS AND EUROPEAN ECONOMIC POLICIES, 2., 2009, Berlin. **Anais eletrônicos**… Berlin, 2-9 Aug. 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*. (Ed.). **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**, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

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

_____.; PETIT, P. Kaldor's growth theories: past, present and prospects for future. In: NELL, E.; SEMMLER, W. (Ed.). **Nicholas Kaldor and mainstream economics**: confrontation or convergence? London: Macmillan, 1991.

_____.; SAILLARD, Y. (Org.). **Théorie de la régulation**: l'état des savoirs. Paris: La Découverte, 1995.

BRUNO, M. *et al*. **Finance-led growth regime no Brasil**: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. Brasília: Ipea, dez. 2009 (Texto para Discussão, n. 1.455). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/TD_1455.pdf>

CASSETTI, M. Bargaining power, effective demand and technical progress: a Kaleckian model of growth. **Cambridge Journal of Economics**, v. 27, p. 449-464, 2003.

CASTELLACCI, F. A. **Technology-gap approach to cumulative growth**: toward an integrated model. Empirical evidence for Spain, 1960-1997. May 2001 (DRUID Working Paper, n. 01-04). Disponível em: <http://www3.druid.dk/wp/20010004.pdf>

CHICK, V.; CASERTA, M. Provisional equilibrium and macroeconomic theory. In: ARESTIS, P.; PALMA, G.; SAWYER, M. (Ed.). **Markets, unemployment and economic policy**: essays in honour of Geoff Harcourt. London: Routledge, 1997. v. 2.

CARVALHO, V. R.; LIMA, G. T. Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento econômico: a experiência brasileira. **Economia e Sociedade,** v. 18, p. 31-60. São Paulo: UNICAMP, 2009.

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**, São Paulo, v. 15, n. 4, out./dec. 2001.

_____.; ARANTES, R. B. Constituição, governo e democracia no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 21, n. 61, jun. 2006.

DALLERY, T. Post-Keynesian theories of the firm under financialization. **Review of Radical Political Economics**, v. 41, n. 4, p. 492-515, Fall 2009.

DEQUECH, D. Fundamental uncertainty and ambiguity. **Eastern Economic Journal**, v. 26, n. 1, p. 41-60, 2000.

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

_____. New institutional economics and the theory of economic behaviour under uncertainty. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 59, p. 109-131, 2006.

DIXON, R. J.; THIRLWALL, A. P. A model of regional growth-rate differences on Kaldorian lines. **Oxford Economic Papers**, v. 27, p. 201-214, 1975.

DOS SANTOS, C. H. A stock-flow consistent general framework for formal Minskyan analyses of closed economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 27, n. 4, p. 711-735, Armonk, NY, 2005.

_____. 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, 2009 (Working Paper, n. 567). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_567.pdf>

DOSI, G.; EGIDI, M. Substantive and procedural uncertainty: an exploration of economic behaviours in changing environments. **Journal of Evolutionary Economics**, v. 1, p. 145-168, 1991.

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

_____. **Growth, distribution and uneven development**. Cambridge and New York: Cambridge University Press, 1990.

EPSTEIN, G. **Financialization, rentier interests, and central bank policy**. Amherst, MA: University of Massachusetts, Department of Economics, Dec. 2001 (Working Paper). Disponível em: <http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf>

FAGERBERG, J. Technology and International differences in growth rates. **Journal of Economic Literature**, v. 32, p. 1.147-1.175, 1994.

FOLEY, D. K.; MICHL, T. R. **Growth and distribution**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 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, v. 21, p. 211-259, 2000. 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.

HALL, P. A.; SOSKICE, D. (Ed.). Introduction. **Varieties of Capitalism**: institutional sources of comparative advantage. Oxford: Oxford University Press, 2001.

HARRIS, R. **Models of regional growth**: past, present and future. spatial economics. Research Centre, LSE, 2008 (SERC Discussion Papers, n. 0002). Disponível em: <http://www.spatialeconomics.ac.uk/textonly/SERC/publications/download/sercdp0002.pdf>

HEIN, E. **Money, distribution conflict and capital accumulation**: contributions to monetary analysis. UK: Palgrave Macmillan, 2008.

_____. **A (post-)Keynesian perspective on "financialisation"**. Macroeconomic Policy Institute (IMK), 2009a (Working Paper, n. 1). Disponível em: <http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_studies_01_2009.pdf>

_____. **Financialisation, distribution, capital accumulation and productivity growth in a post-Kaleckian model**. Nov. 2009b (Munich Personal RePEc Archive, MPRA, Paper, n. 18.574). Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18574/1/MPRA_paper_18574.pdf>

_____.; 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**, v. 34, p. 727-754, 2010.

_____.; VAN TREECK. "**Financialisation" in Kaleckian/post-Kaleckian models of distribution and growth**. Macroeconomic Policy Institute (IMK), 2007 (Working Paper, n. 07). Disponível em: <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), 2008 (Working Paper, n. 10). Disponível em: <http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_10_2008.pdf>

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

JAYME JÚNIOR, 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**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

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

KALDOR, N. Capital accumulation and growth (1958). In: TARGETTI, F.; 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 Kingdon (1966). In: TARGETTI, F.; THIRLWALL, A. P. (Org.). **The essential Kaldor**. New York: Holmes & Meier Publishers, Inc., (1966), 1989.

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**, v. 24, p. 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.; SORO, B. (Ed.). **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**, v. 105, p. 47-70, 1er trimester, 2004.

LIBÂNIO, G. **Unit roots in macroeconomic time series**: a post Keynesian interpretation. Belo Horizonte: Cedeplar, 2004 (Texto para Discussão, n. 233). 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, v. 15, n. 3, p. 145-176, set./dez. 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. Campinas: IE/UNICAMP, 2008 (Texto para Discussão, n. 141). 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. (Ed.). **The golden age of capitalism**. Reinterpreting the postwar experience. Oxford: Oxford University Press, p. 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**, v. 47, n. 2, p. 179-208, 2007.

MCCOMBIE, J. S. L.; 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**, v. 21, n. 2, p. 283-298, Winter 1998-1999.

NAASTEPAD, C. W. M. Technology, demand and distribution: a cumulative growth model with anapplication to the Dutch productivity growth slowdown. **Cambridge Journal of Economics**, v. 30, p. 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**. Nov. 2007 (PERI, Working Paper Series, n. 153). Disponível em: <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**, v. 57, p. 220-243, Issue 2, June 1999.

_____. **Croissance et richesse des nations**. Paris: La Decouverte, 2005.

PIERSON, P. **Politics in time**: history, institutions and social analysis. New Jersey: Princeton University Press, 2004.

ROBERTS, M.; SETTERFIELD, M. What is endogenous growth theory? In: ARESTIS, P.; BADDELEY, M.; MCCOMBIE, J. S. L. (Ed.). **Economic growth**: new directions in theory and policy. Cheltenham: Edward Elgar, 2007.

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

RYOO, S.; SKOT, P. **Financialization in Kaleckian economies with and without labor constraints**. Amherst, MA: University of Massachusetts, Department of Economics, 2008 (Working Paper, n. 05). Disponível em: <http://www.umass.edu/economics/publications/2008-05.pdf>

SANTOS, A. T. L.; LIMA, G. T.; CARVALHO, V. R. A restrição externa como fator limitante do crescimento econômico brasileiro: um teste empírico. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 23, Natal, dez. 2005. **Anais eletrônicos**... Disponível em: <www.anpec.org.br>.

SETTERFIELD, M. Path dependency, hysteresis and macrodynamics. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Ed.). **Path dependency and macroeconomics**. London: Palgrave Macmillan, 2009.

_____. **Endogenous growth**: a Kaldorian approach. Trinity College, Department of Economics, 2010a (Working Paper, n. 10-01). 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, 2010b (Working Paper, n. 10-07). 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**, v. 11, p. 243-253, 2000.

SKOT, P.; RYOO, S. **Macroeconomic implications of financialization**. Amherst, MA: University of Massachusetts, Department of Economics, 2007 (Working Paper, n. 08). Disponível em: <http://www.umass.edu/economics/publications/2007-08.pdf>

SOLOW, R. Perspectives on growth theory. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 8, n. 1, p. 45-54, Winter 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**. Vienna University of Economics and Business Administration, Department of Economics, Oct. 1999 (Working Paper, n. 67). Disponível em: <http://www.wu.ac.at/inst/vw1/papers/wu-wp67.pdf>

_____. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. **Competition & Change**, v. 12, n. 2, p. 184-202, June 2008.

STORM, S.; NAASTEPAD, C. W. M. It is high time to ditch the NAIRU. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 29, n. 4, p. 531-554, Summer 2007.

TAYLOR, L. A stagnationist model of economic growth. **Cambridge Journal of Economics**, n. 9, p. 383-403, 1985.

_____. **Income distribution, inflation and growth**: lectures on structuralist macroeconomic theory. Cambridge, MA: The MIT Press, 1991.

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

_____. **A natureza do crescimento econômico**: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações. Brasília: Ipea, 2005.

_____.; 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.

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

VAN TREECK, T. **A synthetic, stock-flow consistent macroeconomic model of financialisation**. Macroeconomic Policy Institute (IMK), 2007 (Working Paper, n. 06). Disponível em: <http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_06_2007.pdf>

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

ZAMPARELLI, L. The steady state growth rate in the neoclassical theory: a brief survey. **The New School Economic Review**, v. 1, n. 1, Fall 2004.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2011

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão
Eliezer Moreira
Elisabete de Carvalho Soares
Fabiana da Silva Matos
Gilson Baptista Soares
Lucia Duarte Moreira
Míriam Nunes da Fonseca

Editoração
Roberto das Chagas Campos
Aeromilson Mesquita
Camila Guimarães Simas
Carlos Henrique Santos Vianna
Maria Hosana Carneiro Cunha
Paula Mascarenhas Rodrigues de Almeida (estagiária)

Capa
Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br
Tiragem: 500 exemplares

Logotipo/slogan de governo removido em observancia ao disposto no art. 40 da Lei n 9.504/1997

ISSN 1415-4765

Ipea – Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

SECRETARIA DE
ASSUNTOS ESTRATÉGICOS
DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA