

Fluxo de capital e desigualdade de renda no Brasil (1981-2014)

Luccas Assis Attílio¹

Resumo:

Este artigo investiga a influência do fluxo de capital de portfólio sobre a distribuição de renda brasileira entre os anos de 1981 e 2014 com o uso do VEC. Os resultados indicam que esse fluxo impacta de forma desfavorável a desigualdade do Brasil. De acordo com o modelo de Demirguc-Kunt e Levine (2009), isso ocorreria em virtude da melhora das condições das famílias que já utilizam o mercado financeiro e pelo não acesso de famílias mais pobres a ele. Outro canal seria que esse mercado, ainda que se abrisse para as famílias pobres, não estaria fornecendo instrumentos para a obtenção de renda por meio de atividades produtivas.

Palavras-chave: Fluxo de capital de portfólio; desigualdade de renda; abertura financeira.

Capital flow and income inequality in Brazil (1981-2014)

Abstract:

This paper investigates the influence of the flow of capital portfolio on the Brazilian income distribution between the years 1981 and 2014 using the VEC. The results indicate that this flow affects unfavorably inequality in Brazil. According to the Demirguc-Kunt and Levine (2009)'s model, this would occur due to the improvement of conditions of rich families using the financial market and the non-access of the poor families. Another channel would be that the financial market, although open to the poor families would not be providing tools to them obtain income through productive activities.

Keywords: Portfolio flow; income inequality; financial open.

Classificação JEL code: G10; E25; G00.

1. Introdução

Desde as políticas de abertura financeira empreendidas nos anos 70 e 80 por economias desenvolvidas, e nos anos 90 por economias em desenvolvimento, um forte debate acerca do seu impacto sobre os países tem ocorrido (Levine e Zervos, 1998; Rodrik e Subramanian, 2009). Em especial nos últimos anos, têm aparecido um número significativo de trabalhos analisando o fluxo de capital de portfólio² e o

1 Professor de economia da UFOP. Mestre em economia pela UFMG. Graduado em economia pela UFV. E-mail: lassis@cedeplar.ufmg.br

2 De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), fluxo de portfólio é "is defined as cross border transactions and positions involving debt or equity securities, other than those included in

crescimento econômico (Kose et al, 2009). Por outro lado, trabalhos relacionando esse fluxo com a desigualdade de renda são mais escassos.

Desse modo, nossa primeira contribuição é enriquecer a literatura sobre o impacto do fluxo de capital de portfólio sobre a distribuição de renda. Ademais, como afirmam Jaumotte, Lall e Papageorgiou (2013), a literatura tem focado muito mais na influência do desenvolvimento financeiro sobre a desigualdade do que propriamente na abertura financeira. Esse é o caso de Bittencourt (2006), que embora tenha analisado o desenvolvimento financeiro brasileiro, não abrangeu a abertura financeira. Outros autores, como é o caso de Van Arnum e Naples (2013), Stockhammer (2015) e Dunhaupt (2016), utilizam o conceito de financeirização, que não ilustra de forma completa o fluxo de capital de portfólio.

A segunda contribuição é acrescentar o fluxo de portfólio no debate sobre a desigualdade brasileira. Salm (2006), Hoffmann (2009) e Carneiro, Bagolin e Tai (2016), apesar de terem explorado importantes canais para entender a evolução da renda das famílias brasileiras, não investigaram a influência das finanças. Pochmann (2010) aponta a inclusão bancária como fator de atenuação da disparidade de renda, mas inclusão bancária não é o mesmo que fluxo de capital de portfólio, e o autor não detalhou como se daria essa influência.

Há também autores que criticam a abertura financeira devido ao seu impacto negativo sobre a desigualdade de renda brasileira, porém não realizam análises econométricas que possam fornecer maior suporte às suas conclusões, sendo esse o caso, por exemplo, de Dowbor (2016). Em decorrência disso, iremos construir um modelo econométrico para que nossos resultados tenham maior suporte empírico.

Os trabalhos sobre desigualdade de renda utilizam, normalmente, poucas variáveis dependentes, sendo o índice de Gini, o 1% mais rico e os 20% mais pobres as variáveis mais usadas. Usaremos seis variáveis, incorporando não somente estas, mas também o índice de Theil, os 10% mais ricos e os 50% mais pobres. Nosso objetivo é tornar os resultados mais robustos ao analisar diferentes variáveis dependentes.

Em suma, pretendemos analisar o impacto do fluxo de capital de portfólio sobre a desigualdade de renda brasileira. Para isso, utilizaremos dados anuais de 1981 a 2014 com o método Vector Error Correction (VEC). Optamos pelo fluxo de portfólio como proxy para a abertura financeira em virtude dessa rubrica englobar, em grande parte, capitais considerados especulativos pela literatura³ (Stiglitz, 2000). Diversos trabalhos, como os de Diaz-Alejandro (1985), Grabel (1995) e Krugman (2009), relacionam os capitais especulativos com consequências negativas para a economia. Assim, ao utilizar o fluxo de portfólio, iremos investigar possíveis efei-

DI or reserve assets” (BPM6, paragraph 6.54). Deste modo, fluxo de portfólio compreende ativos financeiros privados e públicos, como ações de empresas, títulos de empresas privadas e títulos públicos. É a definição de abertura financeira utilizada nesse artigo.

3 Há outros fluxos importantes que retratam a abertura financeira, como o investimento estrangeiro direto. Entretanto, trabalhos como os de Gaulard (2012), Corrêa et al (2012) e Bonzani, Souza e Melo (2013) incorporaram o investimento direto nos fluxos, de modo que, ao analisarmos os fluxos de portfólio, estamos isolando determinados fluxos e verificando o efeito destes sobre a economia.

tos desse tipo de capital sobre a economia no tocante à desigualdade de renda.

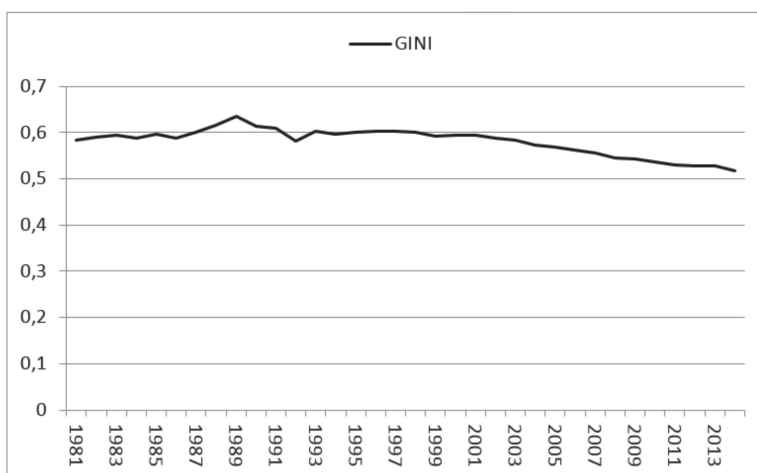
O artigo está dividido em quatro seções, além dessa introdução. A seção 2 analisa a evolução da desigualdade no Brasil, enfatizando variáveis que foram relevantes nesse processo. A seção 3 apresenta o modelo teórico que aponta os canais pelos quais o fluxo de capital pode afetar a distribuição de renda; a seção 4 elabora o modelo econométrico e exibe os resultados das estimações; e a seção 5 tece algumas considerações finais.

2. Análise descritiva

Nessa seção analisaremos indicadores relativos à desigualdade de renda do Brasil. Em um segundo momento, discutiremos fatores que interferem em sua trajetória, enfatizando os elementos normalmente retratados pela literatura. Como será visto ao longo da seção, os anos recentes testemunharam uma significativa melhora da distribuição de renda.

O Gráfico 1 exibe o Índice de Gini da economia brasileira. A partir do ano de 2001, os seus valores decrescem continuamente. Essa tendência foi retratada por diversos autores, como é o caso de Hoffmann (2009) e Carneiro, Bagolin e Tai (2016). Antes dessa queda gradual da desigualdade, o país apresentou oscilações. Note-se que, no final da década de 1980, o índice sofreu uma alta abrupta, muito em virtude do processo inflacionário que vigorava. Os preços seriam estabilizados com o Plano Real de 1994, culminando, não obstante o fim da hiperinflação brasileira, com a queda do Gini daquele ano, corroborando, portanto, o efeito pernicioso da alta inflação sobre a desigualdade de renda (Carvalho, 2016).

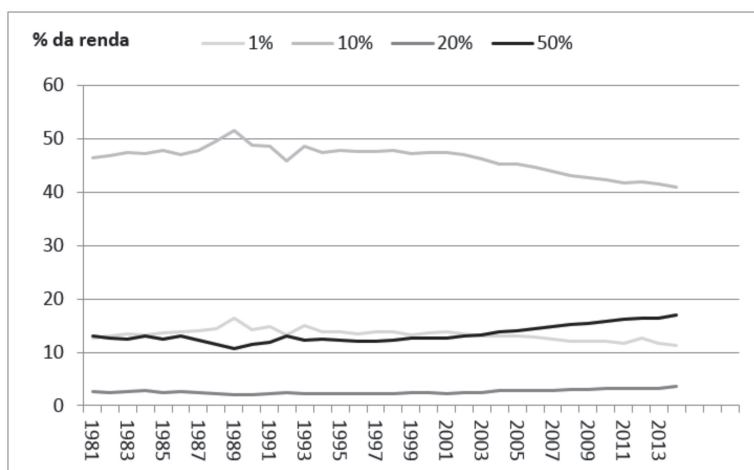
Gráfico 1: Índice de Gini



Fonte: IPEA

Outras medidas que retratam a distribuição de renda podem ser vistas no Gráfico 2. Todos os grupos detentores de parcela da renda nacional apresentaram trajetória condizente com a queda da desigualdade. Os grupos do 1% e dos 10% mais ricos apresentaram redução em suas parcelas de renda, ao passo que os grupos dos 20% e 50% mais pobres tiveram aumento.

Gráfico 2: Grupos de renda



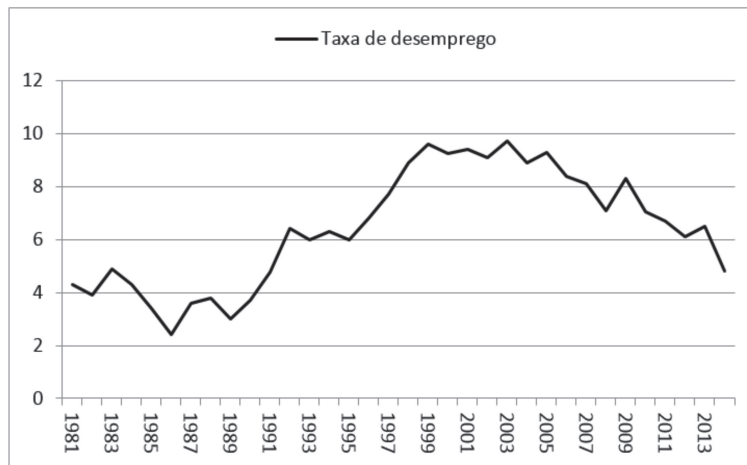
Fonte: IPEA

De acordo com a literatura, vários fatores podem explicar esse processo, como o aumento real do salário mínimo, o baixo patamar do desemprego, os programas sociais, a formalização do emprego, a elevação da escolaridade e a estabilidade dos preços (Salm, 2006; Pochmann, 2010).

Em particular, o período de 2004 a 2008 foi caracterizado pelo aumento dos preços de commodities que a economia brasileira exportava assim como pela ampla liquidez externa (Baltar, 2015). O país se aproveitou desse momento e apresentou elevado crescimento econômico, acarretando a queda do desemprego (Gráfico 3). Não se pode deixar de citar a realização de políticas voltadas para o pleno emprego.

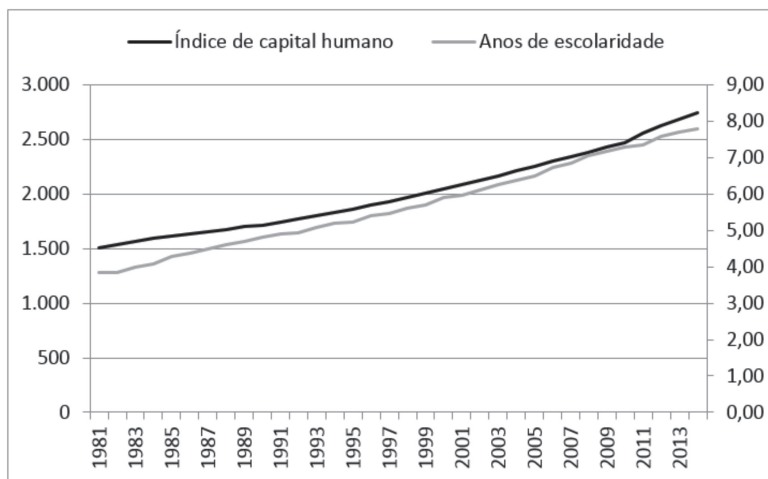
Buscando melhorar a distribuição de renda, políticas com esse objetivo foram empreendidas, como a valorização do salário mínimo (Baltar, 2015; Carvalho, 2016), programas sociais de transferência de renda, como o Bolsa Família (Pochmann, 2010), e a formalização do emprego. Ademais, programas visando aperfeiçoar a qualificação da população ajudaram a elevar a escolaridade brasileira (Gráfico 4). Pelo Gráfico 4, observa-se a melhora tanto nos anos de escolaridade quanto no índice de capital humano do Penn World Table, que mensura os anos de escolaridade e o retorno advindo deles.

Gráfico 3: Taxa de desemprego



Fonte: Banco Mundial

Gráfico 4: Capital humano



Fontes: Penn World Table (PWT) e IPEA

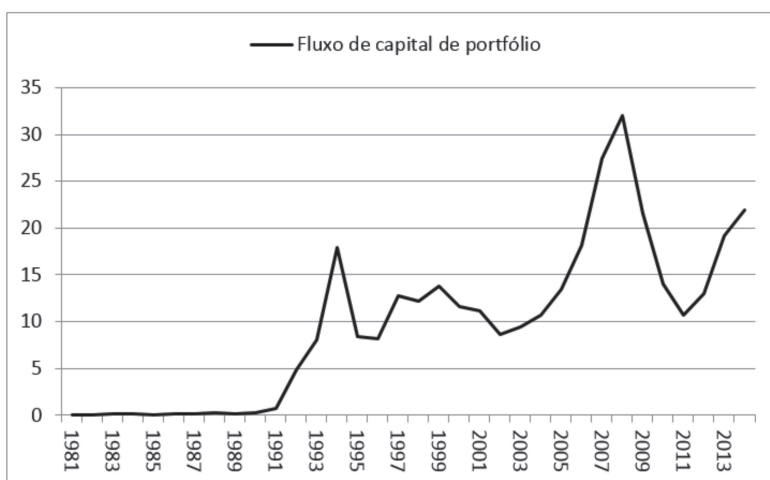
Nota: O primeiro eixo vertical é relativo ao índice de capital humano

Entretanto, como já dito na introdução, percebemos a ausência de trabalhos que relacionem o efeito da abertura financeira com a desigualdade de renda brasileira. Por meio do Gráfico 5, podemos visualizar que desde a década de 1990 o movimento de capitais aumentou significativamente. Entre os anos de 1981 a 1991, o

fluxo de portfólio não ultrapassou a marca de 1%⁴, sendo que no período 2004-2014 ele se manteve sempre superior a 10%. Provavelmente essa mudança decorreu das políticas graduais de abertura do mercado financeiro que o governo tem realizado.

O comportamento dessa variável vai ao encontro do trabalho de Chesnais (1996), no qual se argumenta que a terceira fase do processo de globalização financeira ocorreu nos anos 90, com a abertura do mercado de ações. A experiência brasileira, pelo Gráfico 5, parece confirmar essa proposição⁵. Esse maior movimento do capital de portfólio gerou preocupações nos pesquisadores, tanto por seu efeito pernicioso sobre o desempenho econômico, atingindo principalmente a produtividade industrial (Belluzzo, 2016), quanto pelo agravamento da distribuição de renda, o que beneficiaria a elite financeira e os rentistas⁶ (Paulani, 2013; Dowbor, 2016). Compreender o impacto desse fluxo de capitais sobre a desigualdade de renda é a motivação deste trabalho.

Gráfico 5: Fluxo de capital de portfólio em proporção com o PIB



Fonte: Bacen e Banco Mundial

4 Nesse período, o fluxo de capital apresentou significativa variação, mas com tendência crescente. Isso não é capturado pelo gráfico por causa da escala do eixo vertical.

5 De acordo com Chesnais (1996), a primeira fase do processo de globalização financeira (ou mundialização financeira) ocorreu nos anos 60, quando o regime das finanças era restrito, com maior intervenção do Estado (repressão financeira). A segunda fase foi composta pelas políticas de liberalização e desregulamentação financeira dos anos 70 e 80.

6 Também há pesquisadores que visualizam impactos positivos da abertura financeira brasileira, como é o caso de Arida (2003), Arida (2003a) e Bacha (2003).

3. Desigualdade de renda e mercado financeiro

Um modelo simplificado é apresentado nesta seção para ilustrar o efeito da entrada de capitais sobre a desigualdade de renda. Esse modelo foi construído por Demirguc-Kunt e Levine (2009). Ele trata da renda de determinada família ao longo do tempo. A equação é a seguinte:

$$y(i,t) = h(i,t)w(i,t) + a(i,t)r(i,t) \quad (1)$$

Onde y é a renda total da família i ao longo do tempo t ; h é o capital humano da família i ; w é a taxa de salário; a é a riqueza da família; e r é o retorno dos ativos.

A renda da família é derivada do salário e do capital físico. O salário é o primeiro termo do lado direito da equação (1), e o capital físico é o segundo termo do lado direito dela.

Considere que a acumulação de capital humano esteja sujeita à seguinte equação:

$$h(i,t) = b[e(i,t),s(i,t)] \quad (2)$$

Nela, o termo e é a dotação de habilidade, e s é o investimento em capital humano (escolaridade). Em mercados de crédito perfeitos, indivíduos com elevada habilidade tomarão emprestado para investir em sua educação, independentemente da riqueza dos pais. Com isso, o termo s é incrementado, culminando em um valor elevado para h . Consequentemente, pela equação (1), a renda dessa família seria aumentada. Nesse caso, a persistência de desigualdade de renda não ocorreria, uma vez que o maior nível de educação não estaria restrito à riqueza dos pais, o termo a .

Na situação em que há restrição ao crédito, o investimento em educação dependerá da riqueza dos pais, isto é:

$$s(i,t) = a(i, t-1) \quad (3)$$

Podemos substituir a equação (3) na equação (2), obtendo:

$$h(i,t) = b[e(i,t),a(i,t-1)] \quad (4)$$

A equação (4) nos diz que crianças com baixa habilidade, mas com pais ricos, receberão mais educação, impactando favoravelmente sobre o capital humano. Por outro lado, crianças com alta habilidade, mas com pais pobres, receberão menor nível de educação. Essa dinâmica incrementaria a desigualdade de renda ao longo das gerações.

Em mercados financeiros imperfeitos, ocorre seleção adversa e famílias ricas têm maior acesso ao crédito. Indivíduos pobres não obtêm capital necessário para realizar investimentos, no caso em análise, na educação. Essa situação também ocorre quando analisamos investimentos em capital físico.

Nesse caso, a atual distribuição de riqueza afeta a futura distribuição de renda. Baixa riqueza, em reduzida magnitude, inibe o surgimento de empresários. Isso implica baixo retorno do capital, para esses indivíduos. O segundo termo da equação (1) tenderia a ser mais elevado para famílias mais ricas.

Com um mercado financeiro funcionando adequadamente, reduz-se o link entre investimento em um projeto e a riqueza do proprietário desse projeto. Famílias pobres teriam a chance de empreender investimentos, podendo aumentar a sua renda por meio do retorno do capital. Por conseguinte, a desigualdade de renda não iria se reproduzir: os mais pobres teriam a chance de auferir maior renda.

Nos dois casos analisados, a maior entrada de capital poderia combater essas imperfeições do mercado financeiro, eliminando as restrições de liquidez e expandindo as oportunidades de investimento para os pobres. Entretanto, o efeito do maior fluxo de capital pode operar agravando a desigualdade de renda, caso quem já possua acesso às finanças melhore suas condições e a entrada dos pobres não ocorra no setor financeiro de modo a permitir oportunidades de obter renda⁷. Não é por acaso que existe uma literatura defendendo tanto uma relação negativa entre a entrada de capital e a desigualdade de renda (Beck, Demirguc-Kunt e Levine, 2004; Levine, 2005) quanto uma relação positiva (Jaumotte, Lall e Papageorgiou, 2013; Stockhammer, 2015) entre elas.

O restante do artigo investiga à posição a economia brasileira pertence, e se a entrada de capital prejudicou ou melhorou a desigualdade de renda. Por meio de uma análise econométrica dos anos de 1981 a 2014, poderemos responder de forma mais adequada essa questão.

4. Análise econométrica

4.1 Discussão

O impacto da abertura financeira sobre o crescimento econômico é amplamente estudado e, em muitos casos, o resultado denota que os mercados financeiros livres apresentam um efeito positivo sobre a renda (Bekaert, Harvey e Lundblad, 2005). Entretanto, há autores que se colocam contra essa relação, afirmando que o maior fluxo de capital pode trazer efeitos negativos para a economia, como maior volatilidade do PIB e crises financeiras (Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000; Paula et al, 2012).

Nos últimos anos, aumentou o número de trabalhos que analisam o fluxo de capital de portfólio como definição de abertura financeira, da mesma forma como

⁷ Lapavitsas (2009; 2011) cunha o termo expropriação financeira para denotar a extração de mais-valia das famílias que participam do setor financeiro. Nesse caso, o crescente pagamento de juros pelos empréstimos tomados e, em alguns casos, a perda de bens em decorrência de *defaults*, caracterizariam essa transferência de renda. O setor financeiro não forneceria condições para o indivíduo se emancipar economicamente, mas tão somente para se tornar mais dependente dele.

estamos procedendo neste artigo (Prasad et al, 2003; Kose et al, 2009). Isso causou uma maior atenção para esse tipo de fluxo, ainda mais se considerarmos que a liberalização dos mercados de capital é algo relativamente recente (Chesnais, 1996). Há, por isso, o interesse em verificar qual o efeito desse fluxo sobre a distribuição de renda dos países (Levine, 2005). Salvo engano, observamos, e essa é uma contribuição de nosso estudo, que a análise desse fluxo sobre a desigualdade de renda tem sido pouco explorada.

Muitos trabalhos, como é o caso de Van Arnum e Naples (2013), Stockhammer (2015) e Dunhaupt (2016), se propuseram a verificar a relação entre a abertura financeira e a desigualdade, mas utilizaram diferentes definições do que representaria maior participação das finanças na economia.

Van Arnum e Naples (2013) analisaram os Estados Unidos da América (EUA) entre os anos de 1967 e 2010, utilizando Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os autores utilizaram o conceito de financeirização para retratar o avanço das finanças na economia, com a proxy valor adicionado pelo setor financeiro dividido pelo PIB. De forma parecida, porém, com uma amostra de 71 países, abrangendo os anos de 1970 a 2007, e com o uso de Dados em Painel, Stockhammer (2015) utilizou a proxy total dos ativos e passivos financeiros externos em proporção com o PIB para retratar as finanças. Por fim, Dunhaupt (2016) analisou 13 países europeus, no período de 1986 a 2007, com Dados em Painel. Utilizou a proxy soma dos dividendos e juros pagos pelas corporações não financeiras em proporção com o estoque de capital do setor de negócios. Em todos esses trabalhos os autores interpretaram a maior participação das finanças na economia como o processo de financeirização, e em todos os trabalhos o impacto da financeirização foi o de agravar a desigualdade de renda.

Não entraremos no mérito do conceito de financeirização, que pode ser entendido pelo maximizing shareholder value (Lazonick e O'Sullivan, 2000; Atílio, 2016), pela financeirização da vida cotidiana (Langley, 2006) e pelo novo regime de acumulação de capital (Boyer, 2000; Van der Zwan, 2014). Apenas nos limitaremos a afirmar que esse é um tipo de abordagem que engloba o fluxo de capital de portfólio de forma indireta, além de não o retratar de forma completa.

Beck, Demirguc-Kunt e Levine (2004), com uma amostra de 58 países, Dados em Painel e a utilização de dois períodos de tempo, 1960-1999 e 1980-2000, utilizaram o conceito de desenvolvimento financeiro para interpretar o impacto das finanças sobre a desigualdade de renda. A proxy foi a proporção do crédito fornecido pelo setor financeiro em razão do PIB. Na mesma esteira, Bittencourt (2006) investigou a economia brasileira entre os anos de 1985 a 1999, usando MQO e Dados em Painel. Sua definição de desenvolvimento financeiro foi mais ampla do que a de Beck, Demirguc-Kunt e Levine (2004). O autor incorporou agregados monetários (m2, m3 e m4) e o crédito fornecido tanto para os consumidores quanto para empresas. Nos dois trabalhos, o maior desenvolvimento financeiro reduziu a desigualdade de renda.

Esses autores não analisaram o fluxo de capital de portfólio, mas tão somente uma das possíveis consequências que ele pode causar no sistema financeiro. Da

mesma forma, outros tipos de fluxos, como o investimento direto estrangeiro e o empréstimo bancário, podem também acarretar esse efeito.

O trabalho de Jaumotte, Lall e Papageorgiou (2013), que investigou 51 países entre os anos de 1981 e 2003, com Dados em Paineis, utilizou o fluxo de capital de portfólio em proporção com o PIB. Esse foi o trabalho que mais empregou variáveis para descrever a desigualdade de renda: índice de Gini e os cinco quintis da renda nacional, totalizando seis variáveis dependentes. Apesar disso, os autores não obtiveram um sinal significativo do fluxo de capital sobre a desigualdade.

Desse modo, esperamos contribuir com a evolução do estudo da abertura financeira sobre a desigualdade, utilizando o fluxo de capital de portfólio, analisando apenas uma economia, a brasileira, o que permite visualizar o impacto individual da abertura sobre a distribuição de renda, algo que não ocorre em amostras com muitos países, como foi o caso da maioria dos artigos citados. Iremos também aumentar o período de análise, dado que Bittencourt (2006) utilizou os anos entre 1985 e 1999, e empregaremos uma maior quantidade de variáveis que retratam a desigualdade de renda.

4.2 Dados e modelo

Na literatura não há um modelo padrão. Conforme a amostra, tenta-se acrescentar variáveis que condizem com a experiência econômica dos países. Desse modo, muitas das variáveis que utilizaremos são devido às conclusões dos trabalhos que tratam da desigualdade de renda do Brasil.

Pochmann (2010) e Carneiro, Bagolin e Tai (2016) apontam que a taxa de desemprego, o salário mínimo real, o tamanho do governo e a escolaridade são variáveis que influenciam de forma significativa a distribuição de renda da economia brasileira. E Salm (2006) denota que o nível dos preços é um elemento que não pode ser desconsiderado dessa análise.

Desse modo, usaremos para denotar o nível dos preços do Brasil; para o salário real mínimo; para o consumo do governo em proporção com o PIB; para a taxa de desemprego; e para a média de anos de estudo para os indivíduos com 25 anos ou mais. Nossa variável de interesse é o fluxo de capital de portfólio em proporção com o PIB, .

Paula et al (2012) apontaram para a importância de estudos que analisem o efeito do fluxo de capital de portfólio sobre a economia brasileira. Esses autores utilizaram a soma dos ativos e passivos financeiros externos em proporção com o PIB como proxy para denotar integração financeira. É uma medida de estoque, e não de fluxo. Ao utilizarmos o fluxo de capital, estamos atendendo a esse ponto.

Usaremos seis variáveis dependentes: é o índice de Gini; é o índice de Theil; é a proporção de renda apropriada pelos indivíduos pertencentes ao centésimo mais rico; é análoga ao , mas é relacionada aos 10% mais ricos do país; é a renda auferida pelo 20% mais pobres; e é a renda obtida pelo grupo 50% mais pobre.

Os dados são anuais e foram obtidos pelo Ipea, pelo Banco Mundial, pelo Penn World Table e pelo Banco Central do Brasil. O período de análise compreendeu os anos de 1981 a 2014, todas as variáveis estão em log⁸e utilizaremos o método Vector Error Correction (VEC), com a análise por meio das funções impulso resposta (FIR). Como temos seis variáveis que representam a desigualdade de renda, construiremos seis modelos, mas a diferença entre cada um será somente no tocante à variável dependente utilizada. As demais variáveis aparecerão em todos os modelos.

4.3 Resultados

Como estamos trabalhando com séries temporais, temos de verificar se as variáveis são estacionárias. Para isso, realizamos dois testes de raiz unitária: o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF) e o teste de Phillips-Perron (PP). Vieira e Holland (2009) assinalam que o teste ADF é sujeito a viés na presença de quebras estruturais e que, para oferecer maior segurança, é recomendável utilizar o teste PP. A Tabela 1 apresenta os resultados desses testes.

Tabela 1: Testes de raiz unitária

Variáveis	ADF	valor p	PP	valor p
<i>gini_t</i>	0.20	0.97	0.19	0.97
<i>theil_t</i>	-0.25	0.93	-1.11	0.70
<i>um_t</i>	-1.22	0.66	-2.81*	0.05
<i>dez_t</i>	-0.70	0.84	-0.68	0.85
<i>vinte_t</i>	0.10	0.96	-0.36	0.91
<i>cinquenta_t</i>	0.02	0.96	0.03	0.95
<i>infla_t</i>	-1.35	0.60	-1.26	0.64
<i>sm_t</i>	-0.66	0.85	-0.63	0.86
<i>gov_t</i>	-1.83	0.36	-1.07	0.72
<i>desem_t</i>	-1.69	0.43	-2.38	0.14
<i>educ_t</i>	-1.96	0.30	-1.57	0.49
<i>fluxo_t</i>	-0.92	0.78	-0.86	0.79

Fonte: Elaboração própria

Nota: * é significativa a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

8 Duas vantagens em relação a utilizar as variáveis em *log* podem ser elencadas. A primeira é que a possibilidade de existência de heterocedasticidade é reduzida. A segunda é que a possibilidade de quebra estrutural também é reduzida.

Pela tabela 1, vemos que a maioria das variáveis não é estacionária em nível. Há dois caminhos que podemos tomar. O primeiro é diferenciar essas variáveis e verificar se há estacionariedade em primeira diferença. A desvantagem dessa opção é a perda de observações. Como nossa amostra é relativamente pequena (1981-2014), não tomaremos esse caminho. Buscaremos uma outra alternativa: uma relação de longo prazo entre as variáveis não estacionárias.

Antes, porém, temos de definir a defasagem que será utilizada no modelo. Dado o tamanho de nossa amostra, seremos parcimoniosos quanto ao número de lags. Três fatores guiaram essa escolha. O primeiro é, como já dito, o cuidado de perda de observações em decorrência do número de defasagens. O segundo são os resultados do teste dos resíduos. Na Tabela 2 podemos visualizar esses resultados. É preciso lembrar que a hipótese nula é de ausência de autocorrelação. Testamos, para todos os modelos, a autocorrelação tanto de primeira quanto de segunda ordem. Quando esse problema foi detectado, descartamos a defasagem utilizada. A maioria dos modelos não detectou esse problema para o número de duas defasagens. Exceções foram os modelos com os 20% e os 50% mais pobres, que não indicaram autocorrelação para a defasagem de três períodos. O terceiro critério foi o fato de os coeficientes das variáveis serem significativos.

Tabela 2: Testes dos resíduos

Modelos	Auto correlação (1)	Auto correlação (2)
$gini_t$ (1)	0.01**	0.43
$gini_t$ (2)	0.11	0.80
$theil_t$ (1)	0.00***	0.47
$theil_t$ (2)	0.55	0.45
um_t (1)	0.00***	0.44
um_t (2)	0.28	0.27
dez_t (1)	0.00***	0.40
dez_t (2)	0.20	0.49
$vinte_t$ (1)	0.01**	0.00***
$vinte_t$ (2)	0.00***	0.73
$vinte_t$ (3)	0.70	0.15
$cinquenta_t$ (1)	0.04**	0.12
$cinquenta_t$ (2)	0.01**	0.53
$cinquenta_t$ (3)	0.91	0.30

Fonte: Elaboração própria

Nota: * é significativa a 10%, ** a 5% e *** a 1%. Número entre parênteses na frente da variável representa a defasagem. De forma parecida, número entre parênteses nas colunas 2 e 3 representam a ordem da autocorrelação.

Desse modo, a maioria dos modelos foi escolhida com o número de defasagem de dois períodos, sendo os modelos com os grupos dos 20% e 50% mais pobres com três defasagens. O próximo passo são os testes de cointegração. A Tabela 3 apresenta os testes de Trace e do Máximo Autovalor (MA). Os resultados indicam a existência de relações de longo prazo entre as variáveis. Consequentemente, estamos aptos para utilizar o método VEC.

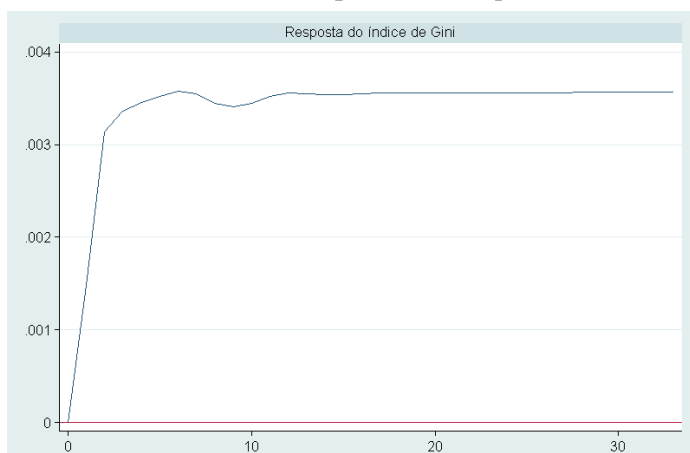
Tabela 3: Teste de cointegração

Modelos	Trace	5%	MA	5%
$gini_t (2)$	6.81	3.76	6.81	3.76
$tbeil_t (2)$	2.33	3.76	2.33	3.76
$um_t (2)$	13.97	15.41	13.20	14.07
$dez_t (2)$	6.55	3.76	6.55	3.76
$vinte_t (3)$	3.13	3.76	3.13	3.76
$cinquenta_t (3)$	6.05	3.76	6.05	3.76

Fonte: Elaboração própria

A análise ocorrerá pela função impulso resposta (FIR). Nas próximas figuras, cada uma representará a resposta da variável dependente em decorrência de um choque da variável fluxo de capital de portfólio, . Iniciando pela Figura 1, podemos analisar o comportamento da variável índice de Gini. Quanto mais próximo do valor 1 esse índice se apresentar, mais desigual é a distribuição de renda; de forma inversa, quanto mais próximo de zero, mais igualitária é a distribuição de renda. Na figura 1, vemos que o se eleva em função do choque do .

Figura 1: FIR do índice de Gini para um choque do fluxo de capital



Fonte: Elaboração própria

De acordo com o modelo apresentado na seção 3, dois caminhos poderiam ocorrer para o maior fluxo de capital na economia. Um deles era tornar a sociedade mais igualitária, conferindo maior participação das famílias com pouca riqueza nas oportunidades de renda⁹— seja pela difusão do crédito na economia (aumento da liquidez) ou pelo barateamento do crédito. O outro era agravar a distribuição de renda, à medida que as famílias ricas, com acesso ao mercado financeiro, melhorassem suas posições em detrimento das famílias pobres. A Figura 1 sugere que a situação da economia brasileira é o segundo caminho, o de incrementar a desigualdade de renda.

Sotiropoulos e Lapatsioras (2014) apontam que a emergência das finanças fomenta a renda da elite financeira, culminando no agravamento da distribuição de renda. Chesnais (1996) e Harvey (2005) seguem o mesmo raciocínio, embora apresentem algumas divergências, como o papel da dívida pública, que assume grande importância no trabalho de Chesnais, sendo, todavia, menos enfatizado em Harvey. Em comum, esses três autores interpretam a abertura financeira como uma medida que possibilitou o agravamento da disparidade de renda.

Um dos mecanismos é indicado por Lapavitsas (2009), no qual as famílias pobres se tornam dependentes do mercado financeiro. Em vista do desmantelamento do Estado de Bem-Estar Social e da queda dos rendimentos, esses agentes recorrem a serviços financeiros para tentar manter determinado padrão de vida. É nesse ponto que ocorre a extração de renda, com parcela do rendimento dos trabalhadores fluindo para o setor financeiro por meio de pagamento de juros ou pela penhora de bens, em caso de defaults. Esse é um mecanismo de extração de mais-valia em um mundo cada vez mais financeirizado (Marx, 1968; Chesnais, 1996; Lapavitsas, 2009).

No caso brasileiro, o problema de as finanças prejudicarem a distribuição de renda foi analisado por Paulani (2013). A autora, assim como os trabalhos anteriores, relaciona a abertura financeira com o aprofundamento da disparidade dos rendimentos. Silva (2014) enfatiza o crescente endividamento dos trabalhadores brasileiros, e Dowbor (2016) se detém no crescente enriquecimento da elite financeira.

Bin (2015) segue esses autores e aponta outras formas pelas quais as finanças podem prejudicar a desigualdade de renda. Uma delas decorre pelas contradições da democracia. Usando o banco central como exemplo, o autor aponta que poucos agentes decidem sobre o patamar da taxa de juros Selic, e que ela afeta a vida de milhões de pessoas. Ademais, considera o patamar dos juros direcionado para beneficiar instituições financeiras.

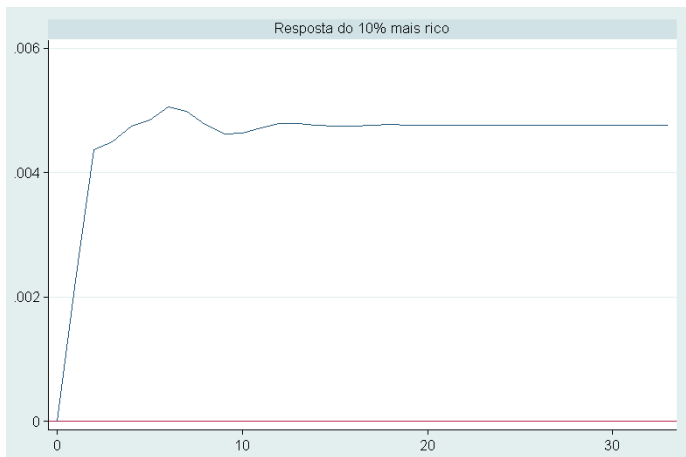
Desse modo, há diferentes canais pelos quais a maior participação das finanças pode afetar a desigualdade de renda. No caso do fluxo de capital de portfólio, por incorporar títulos públicos, a hipótese do rentismo não pode ser desconsiderada como fator a agravar a distribuição (agentes deslocam capital do setor produtivo para

9 Há variadas medidas para ilustrar a maior participação das famílias no mercado financeiro, como a proporção de crédito fornecido pelo setor privado para esses agentes, a aquisição de fundos de previdência privada, a participação no mercado acionário etc.

o setor financeiro para financiar o Estado, uma vez que a remuneração de tais ativos é elevada no Brasil¹⁰). Também o comportamento de agentes e instituições em favor do mercado financeiro deve ser considerado, principalmente por causa do papel dos mercados acionário e cambial em resposta a determinadas políticas públicas.

Prosseguindo nossa análise, a resposta dos 10% mais ricos da economia brasileira pode ser vista na Figura 2. A proporção de renda desse grupo responde de forma positiva ao choque, ou seja, a concentração de renda é incrementada. Em vista do modelo teórico, isso ocorreria por causa da melhora da posição desse grupo no mercado financeiro.

Figura 2: FIR dos 10% para um choque do fluxo de capital



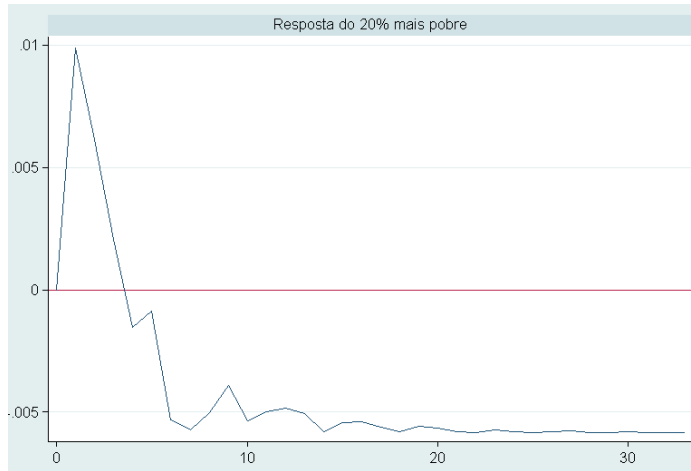
Fonte: Elaboração própria

A Figura 3 retrata o grupo dos 20% mais pobres. A renda auferida por esse grupo, embora tenha um aumento nos primeiros períodos, termina por se reduzir gradualmente nos demais anos. De acordo com essa figura, há um empobrecimento dessas famílias. Utilizando novamente o modelo teórico, isso se dá por causa da não participação dessas pessoas no mercado financeiro. Entretanto, em razão do impacto inicial positivo, podemos caminhar para além dos resultados do modelo e questionar se isso não ocorreria em virtude de uma participação no mercado financeiro inicial (a parte ascendente da função impulso resposta da Figura 3), que se transformaria em fardo econômico, com o pagamento de juros, entre outras razões, porque o crédito tomado pode ter sido direcionado para o consumo e não para criar um

10 Autores como Favero e Giavazzi (2002), Lopes (2014) e Weisbrot, Carrillo e Mello (2017) se detêm a analisar o elevado patamar da taxa de juros do Brasil e relacioná-lo com o também elevado pagamento de juros da dívida. Segundo esses trabalhos, o patamar da taxa de juros permite o comportamento rentista para agentes que possuem capital excedente.

meio de sustento para o indivíduo. Essa é uma das justificativas do modelo teórico para assinalar o agravamento da distribuição de renda após maior fluxo de capital. Assim, esse processo se adéqua à análise de Lapavitsas (2009) sobre o mecanismo de extração de renda, e converge para um dos caminhos do modelo da seção anterior.

Figura 3: FIR dos 20% mais pobres para um choque do fluxo de capital



Fonte: Elaboração própria

Muitos autores atribuem o endividamento dos consumidores ao fato de o crescimento econômico mundial apresentar pouco dinamismo (Togati, 2015). Outros, entretanto, mais próximos dos resultados do nosso artigo, relacionam o endividamento das famílias ao recrudescimento da desigualdade de renda (Palley, 2007). Em suma, o endividamento dos agentes econômicos é um dos tópicos em pauta na Ciência Econômica contemporaneamente.

Para evitarmos análises repetitivas, deixaremos nos anexos (figuras 6, 7 e 8) os resultados dos modelos com as variáveis índice de Theil, o 1% mais rico e os 50% mais pobres, mas ressaltamos que esses resultados reforçam as conclusões realizadas nesta seção; um choque do fluxo de capital é relacionado com o agravamento da distribuição e da concentração de renda.

Um resultado secundário interessante é o choque do fluxo de capital sobre o capital humano. Pelo modelo de Demirguc-Kunt e Levine (2009), o nível de escolaridade das famílias tende a se elevar em decorrência do fluxo de capital. A Figura 4 confirma esse resultado. Essa função impulso resposta é proveniente do modelo com a variável como dependente. Entretanto, todos os demais modelos apresentaram a mesma relação¹¹, com exceção do modelo dos 20% mais pobres, no qual o capital humano decresceu em virtude do choque do fluxo.

¹¹ Resultados dos outros modelos estão nos anexos (Figura 9).

Figura 4: FIR do capital humano para um choque do fluxo de capital



Fonte: Elaboração própria

Outro resultado secundário é o choque do fluxo de capital sobre o desemprego. A Figura 5 exibe a resposta do para o modelo do . Como pode ser visto, a taxa de desemprego se eleva. Essa relação ocorre nos demais modelos também¹², com exceção dos modelos dos grupos dos 20% e 50% mais pobres.

Figura 5: FIR da taxa de desemprego para um choque do fluxo de capital



Fonte: Elaboração própria

¹² Resultados também nos anexos (figura 10).

Lazonick e O'Sullivan (2000) e Lazonick (2012) investigam o impacto da maior participação das finanças sobre o desemprego da economia norte-americana. Os resultados indicam que, conforme as corporações não financeiras passassem a priorizar os ganhos financeiros em detrimento dos ganhos produtivos, o emprego seria afetado de modo adverso. Isso ocorreria porque essas instituições ficariam dependentes do mercado financeiro, tanto pelo financiamento quanto pela valorização de suas ações. Consequentemente, a busca pelo lucro financeiro, obtida, entre outros meios, pelo corte dos salários e empregados, atingiria diretamente os trabalhadores.

Husson (2015) realiza essa análise para a economia francesa e obtém os mesmos resultados. O desemprego é incrementado em decorrência do maior fluxo de capital. Para a economia brasileira, temos o trabalho de Attílio (2016), que analisa empresas não financeiras de capital aberto. As conclusões deste trabalho não se distanciam das de Lazonick e O'Sullivan (2000), Lazonick (2012) e Husson (2015). Por fim, Stockhammer (2004) também apresenta resultados similares aos desses autores ao investigar as economias dos EUA, do Reino Unido e da França, mas nesse trabalho o impacto do fluxo se dá, em um primeiro momento, sobre a acumulação de capital.

Finalizando esta seção, os resultados apontam para o aumento da desigualdade de renda em virtude do choque do fluxo de capital. Como preconizado pelo modelo de Demirguc-Kunt e Levine (2009), esse fluxo incrementa a escolaridade, entretanto, dado o resultado negativo sobre a distribuição de renda, podemos questionar se essa melhora na escolaridade não estaria ocorrendo de forma enviesada para as famílias mais ricas¹³. Por fim, os modelos com defasagens de dois períodos se adequaram melhor aos resultados previstos pelo modelo da seção 3.

5. Conclusão

Este artigo discutiu a influência do fluxo de capital de portfólio sobre a desigualdade de renda. Se, por um lado, há uma crescente literatura retratando o impacto desses fluxos sobre o aumento do PIB, essa relação é menos vista no tocante à desigualdade.

Os resultados econométricos sugerem que o maior fluxo de capital incrementa a desigualdade, prejudicando estratos mais pobres e aumentando a concentração de renda das famílias mais ricas. É um resultado que vai ao encontro de muitos pesquisadores que relacionam de forma negativa a globalização financeira com a desigualdade de renda.

13 Jaumotte, Lall e Papageorgiou (2013) afirmam que o capital humano ajuda a explicar incrementos da desigualdade de renda, como é o caso do ingresso de investimento direto estrangeiro que, ao exigir mão-de-obra mais qualificada, tende a recrudescer a disparidade salarial nos países em desenvolvimento.

No caso brasileiro, considerando a atual crise econômica que, como efeitos adversos, tem apresentado elevação do desemprego e queda dos rendimentos dos trabalhadores, torna-se preocupante a elevação da desigualdade de renda. Isso não somente porque somos um país caracterizado por uma grande desigualdade, mas também pelas consequências sociais e políticas que a concentração de renda pode ocasionar. O fluxo de portfólio pode ser uma força adicional nesse processo de aumento de desigualdade, e, como tal, mereceria maior atenção.

Também deve ser enfatizado o descolamento do mercado financeiro com a democracia. O atual governo do Brasil tem adotado medidas impopulares, por exemplo, corte de gastos sociais, todavia o mercado financeiro tem avaliado de forma positiva tais políticas. É um paradoxo, porque, em geral, os governantes são eleitos pelo povo, mas governam para um pequeno grupo, nesse caso, o mercado financeiro. O aumento no grau de abertura financeira – maior fluxo de portfólio – pode contribuir para a reprodução desse quadro, mais uma consequência da liberalização financeira que mereceria atenção.

Referências bibliográficas

ARIDA, P. Ainda sobre a Conversibilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, p.135-142, 2003.

_____. Por uma Moeda Plenamente Conversível. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, p.151-154, 2003a.

ATTILIO, L. A. **Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia *Maximizing Shareholder Value* Sobre o Emprego no Brasil**. 93p. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, 2016.

BACHA, E. Reflexões Pós-Cepalinas sobre Inflação e Crise Externa. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, p. 143-150, 2003.

BALTAR, P. **Crescimento da Economia e Mercado de Trabalho no Brasil**. IPEA. Texto para discussão, n. 2036, 2015.

BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A. e LEVINE, R. Finance, inequality, and poverty: cross-country evidence, National Bureau of Economic Research (NBER), Working paper, n. 10979, 2004.

BEKAERT, G., HARVEY, C. e LUNDBLAD, C. Does Financial Liberalization Spur Growth? **Journal of Financial Economics**, vol. 77, n.1, p. 3-55, 2005. **crossref**
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.007>

BELLUZZO, L. G. Abertura Financeira, Política Industrial e Crescimento. In: SADER, E. (Org.). **O Brasil que queremos**. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2016.

BIN, D. Macroeconomic Policies and Economic Democracy in Neoliberal Brazil. **Economia e Sociedade**, vol. 24, n. 3, p. 513-539, 2015. **crossref** <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2015v24n3art1>

BITTENCOURT, M. Financial development and inequality: Brazil 1985-99. ECI-NEQ: Society for the study of economic inequality. Working paper, n. 26, 2006.

BONZANINI, A., SOUZA, E. e MELO, L. FDI, Licensing, e Crescimento da Produtividade Total de Fatores. **Revista Brasileira de Economia**, vol. 67, n. 1, p. 25-43, 2013. **crossref** <https://doi.org/10.1590/S0034-71402013000100002>

BOYER, R. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. **Economy and Society**, vol. 29, n. 1, p. 111-145, 2000. **crossref** <https://doi.org/10.1080/030851400360587>

CARNEIRO, D., BAGOLIN, I. e TAI, S. Determinantes da pobreza nas regiões metropolitanas do Brasil no período de 1995 a 2009. **Nova Economia**, vol. 26, n. 1, p. 69-96, 2016. **crossref** <https://doi.org/10.1590/0103-6351/2036>

CARVALHO, F. Looking into the abyss? Brazil at the mid-2010s. **Journal of Post-Keynesian Economics**, vol. 39, p. 93-114, 2016. **crossref** <https://doi.org/10.1080/01603477.2016.1152556>

CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. Xamã, 1996.

CORRÊA, V., MESSENERG, R., SILVA, R. e BRAGA, J. Instability of capital inflows and financial assets returns in the Brazilian Economy. V Encontro da AKB, 2012.

DEMIRGUC-KUNT, A. e LEVINE, R. Finance and inequality: theory and evidence. National Bureau of Economic Research (NBER). Working paper, n. 15275, 2009.

DIAZ-ALEJANDRO, C. F., Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. **Journal of Development Economics**, vol.19, n. 1, p. 1-24, 1985. **crossref** [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(85\)90036-7](https://doi.org/10.1016/0304-3878(85)90036-7)

DOWBOR, L. A economia travada pelos intermediários financeiros. In: SADER, E. (Org.). **O Brasil que queremos**. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2016.

DUNHAUPT, P. Determinants of labour's income share in the era of financialisation. **Cambridge Journal of Economics**. Advance Access published July 6, 2016, p. 1-24.

FAVERO, C. e GIAVAZZI, F. Why are Brazil's interest rates so high? Working paper, 224. Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research, 2002.

GAULARD, M. The "hot money" phenomenon in Brazil. **Brazilian Journal of Political Economy**, vol. 32, n. 3, p. 367-388, 2012. **crossref** <https://doi.org/10.1590/S0101-31572012000300002>

GRABEL, I. Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World. **International Review of Applied Economics**, vol. 9, n. 2, p. 127-149, 1995. **crossref** <https://doi.org/10.1080/758538249>

HARVEY, D. **O neoliberalismo: história e implicações**. Edições Loyola, 2005.

HOFFMANN, R. Desigualdade da distribuição da renda no Brasil: a contribuição de aposentadorias e pensões e de outras parcelas do rendimento domiciliar per capita. **Economia e Sociedade**, vol. 18, n. 1, p. 213-231, 2009. **crossref** <https://doi.org/10.1590/S0104-06182009000100007>

HUSSON, M. Unemployment, Working Time and Financialisation: The French Case. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 39, p. 887-905, 2015. **crossref** <https://doi.org/10.1093/cje/bet051>

JAUMOTTE, F., LALL, S. e PAPAGEORGIOU, C. Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization? **IMF Economic Review**, vol. 61, n. 2 p. 271-309, 2013. **crossref** <https://doi.org/10.1057/imfer.2013.7>

KOSE, M., PRASAD, E., ROGOFF, K. e WEI, S. Financial Globalization: A Reappraisal. **IMF Staff Papers**, vol. 56, n. 1, p. 8-62, 2009. **crossref** <https://doi.org/10.1057/imfsp.2008.36>

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

LANGLEY, P. The Making of Investor Subjects in Anglo-American Pensions. **Environment and Planning D: Society and Space**, vol. 24, n. 6, p. 919-934, 2006. **crossref** <https://doi.org/10.1068/d405t>

LAPAVITSAS, C. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. **Historical Materialism**, vol. 17, p. 114-148, 2009. **crossref** <https://doi.org/10.1163/156920609X436153>

_____. Theorizing Financialization. **Work, Employment and Society**, vol. 25, n. 4, p. 611-626, 2011. **crossref** <https://doi.org/10.1177/0950017011419708>

LAZONICK, W. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can be Regained. The Academic-Industry Research Network, 2012. 42p. (Working Paper, 42307).

LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. **Economy and Society**, vol. 29, n. 1, p. 13-35, 2000. **crossref** <https://doi.org/10.1080/030851400360541>

LEVINE, R. Finance and growth: theory and evidence. In: AGHION, P. e DURLAUF, S. (Orgs.). **Handbook of economic growth**. Elsevier, 2005.

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

LOPES, F. On high interest rates in Brazil. **Brazilian journal of political economy**, vol. 34, n. 1, p. 3-14, 2014.

MARX, K. **O Capital, livro I, volume I**. Nova Civilização, 1968.

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

PAULA, L., PIRES, M., FARIA, J. e MEYER, T. Liberalização Financeira, Performance Econômica e Estabilidade Macroeconômica no Brasil: Uma Avaliação do Período 1994-2007. **Nova Economia**, vol. 22, n. 3, p. 561-596, 2012. **crossref** <https://doi.org/10.1590/S0103-63512012000300005>

_____. Acumulação Sistêmica, Poupança Externa e Rentismo: Observações Sobre o Caso Brasileiro. **Estudos Avançados**, vol. 27, n. 77, 2013. **crossref** <https://doi.org/10.1590/S0103-40142013000100018>

PIKETTY, T. **Capital in the Twenty-First Century**. Cambridge, Massachusetts London, England. The Belknap Press of Harvard University Press, 2014. **crossref** <https://doi.org/10.4159/9780674369542>

POCHMANN, M. Estrutura social no Brasil: mudanças recentes. *Serv. Soc. Soc.*, n. 104, p. 637-649, 2010.

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

RODRIK, D. Who Needs Capital-Account Convertibility? *Essays in International Finance*, vol. 207, Princeton University, 1998.

RODRIK, D. e SUBRAMANIAN, A. Why Did Financial Globalization Disappoint? *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, p. 112-138, 2009. **crossref** <https://doi.org/10.1057/imfsp.2008.29>

SALM, C. Sobre a recente queda da desigualdade de renda no Brasil: uma leitura crítica. In: BARROS, R., FOGUEL, M. e ULYSSEA, G. (Orgs). **Desigualdade de renda no Brasil: uma análise da queda recente**. IPEA, 2006.

SILVA, V. G. **Distribuição de Renda e Crescimento Econômico: Uma Análise à Luz da Financeirização Brasileira**. Tese (Doutorado em Economia do Desenvolvimento). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. 186p.

SOTIROPOULOS, D. P. e LAPATSIORAS, S. Financialization and Marx: Some Reflections on Bryan's, Martin's and Rafferty's Argumentation. *Review of Radical Political Economics*, vol. 46, n. 1, p. 87-101, 2014. **crossref** <https://doi.org/10.1177/0486613413488072>

STIGLITZ, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, vol. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000. **crossref** [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n. 5, p. 719-741, 2004. **crossref** <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>

_____. Determinants of the wage share: a panel analysis of advanced and developing economies. *British Journal of Industrial Relations*, p. 1-31, 2015.

TOGATI, D. How can we explain the persistence of the Great Recession? A balanced stability approach. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, n. 40, p. 1077-1101, 2015.

VAN ARNUM, B. e NAPLES, M. Financialization and Income Inequality in the United States, 1967–2010. **American Journal of Economics and Sociology**, vol. 72, n. 5, p. 1158-1182, 2013. **crossref** <https://doi.org/10.1111/ajes.12036>

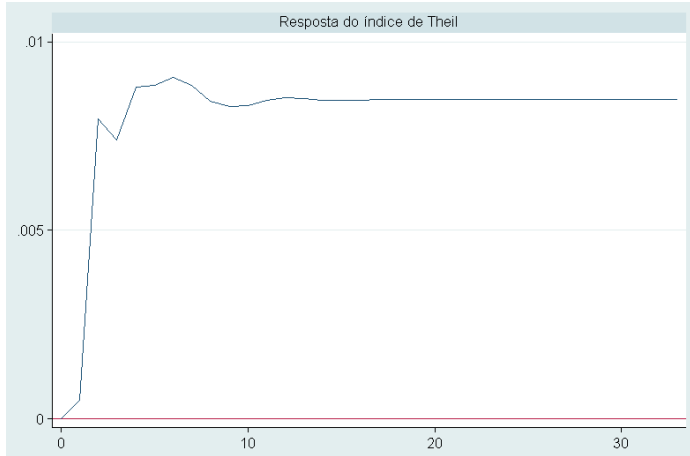
VAN DER ZWAN, N. Making Sense of Financialization. **Socio-Economic Review**, vol. 12, n. 12, p. 99-129, 2014. **crossref** <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>

VIEIRA, F. e HOLLAND, M. Crescimento econômico secular no Brasil, modelo de Thirlwall e termos de troca. Escola de Economia de São Paulo. Textos para discussão, n. 206, 2009.

WEISBROT, M., CARRILLO, J. e MELLO, V. A enorme taxa de juros do Brasil: será que os brasileiros conseguem suportá-la? Center for economic and policy research (CEPR), 2017.

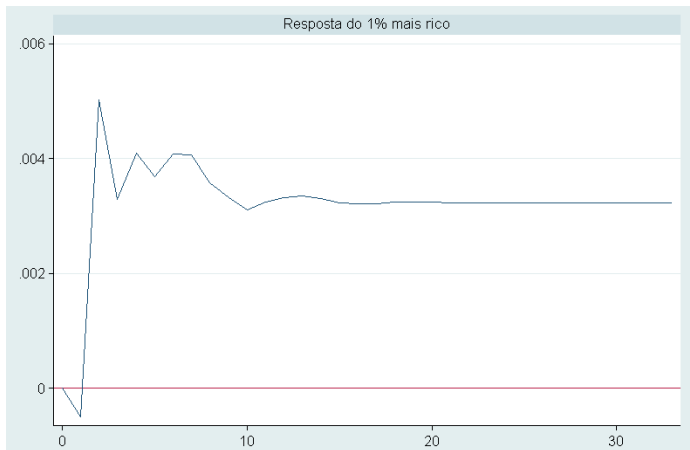
ANEXOS

Figura 6: FIR do índice de Theil para um choque do fluxo de capital



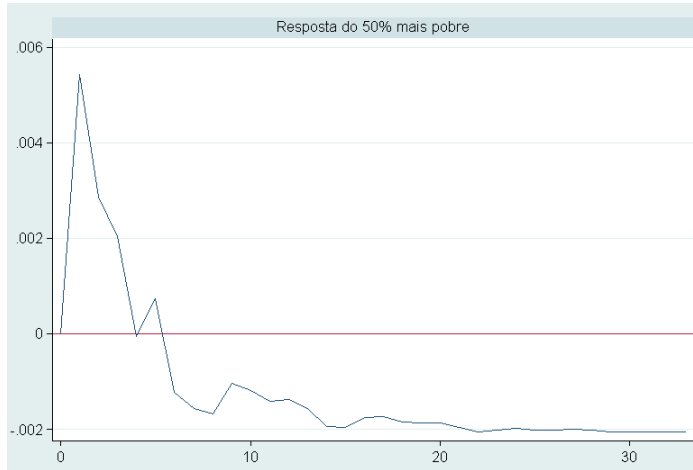
Fonte: Elaboração própria

Figura 7: FIR do 1% mais rico para um choque do fluxo de capital



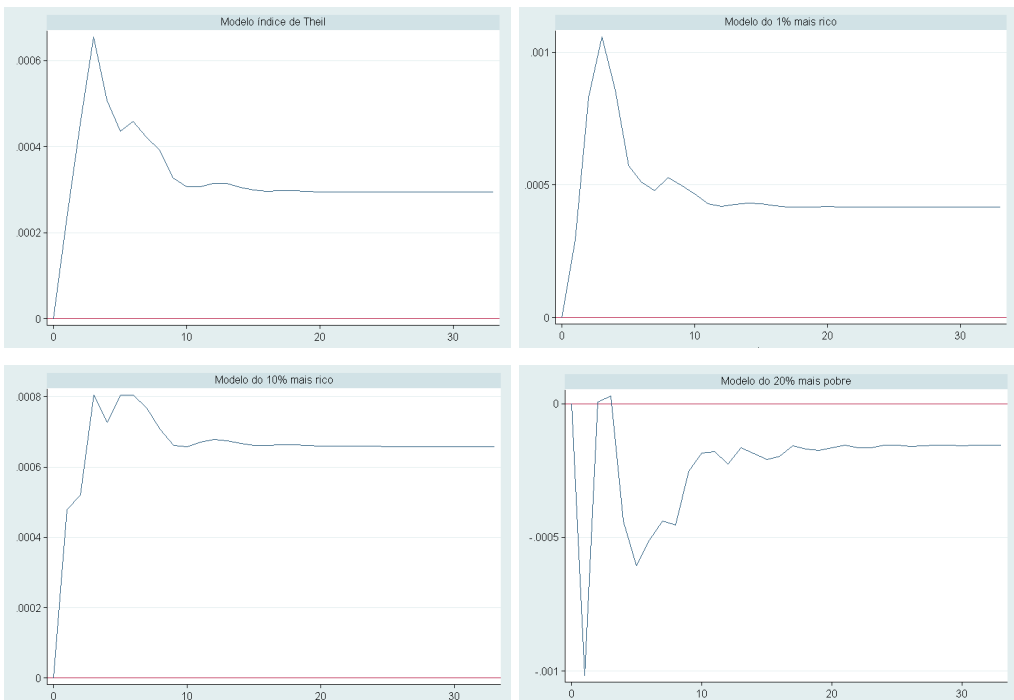
Fonte: Elaboração própria

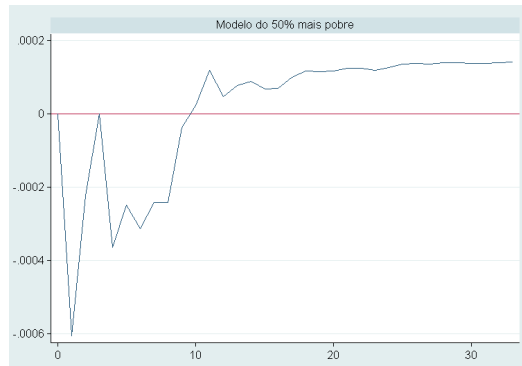
Figura 8: FIR dos 50% mais pobres para um choque do fluxo de capital



Fonte: Elaboração própria

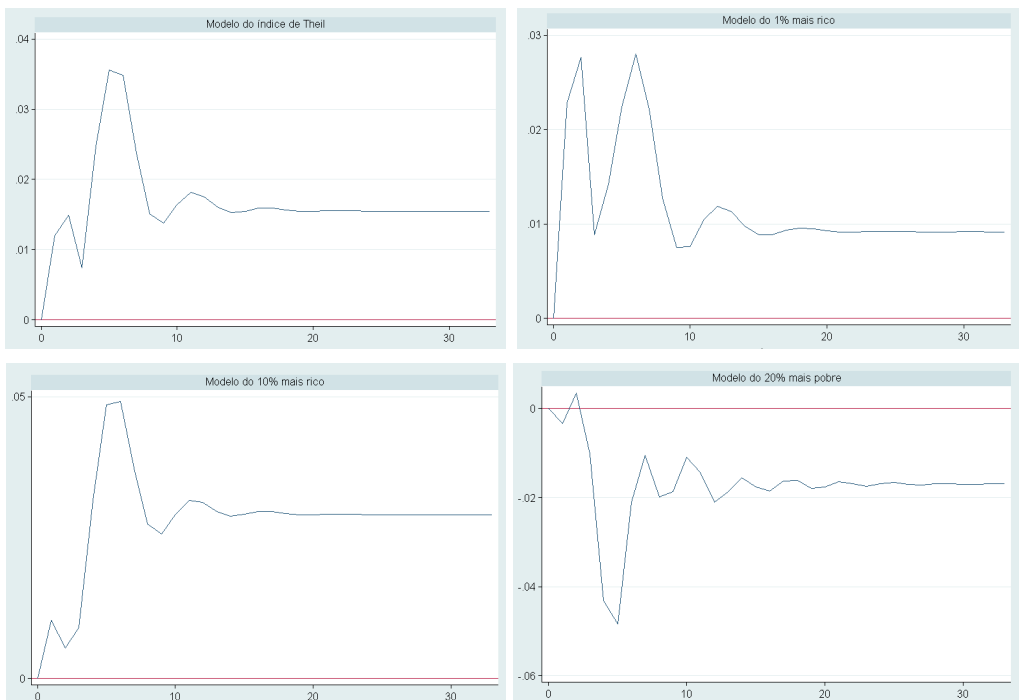
Figura 9: FIR da *educ* para um choque do fluxo de capital (modelos do índice de Theil, 1%, 10% mais ricos e 20% e 50% mais pobres)





Fonte: Elaboração própria

Figura 10: FIR da taxa de desemprego para um choque do fluxo de capital (modelos do índice de Theil, 1% e 10% mais ricos e 20% e 50% mais pobres)





Fonte: Elaboração própria

Recebido em 18.04.17

Aprovado em 27.11.17