



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa



INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO (ISEG) – LISBON
SCHOOL OF ECONOMICS & MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM
ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS EUROPEUS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**CRESCIMENTO ECONÓMICO NUM MODELO NEO-
KALECKIANO:
IMPACTOS DA DESIGUALDADE FUNCIONAL DE RENDIMENTO E DA
FINANCIARIZAÇÃO DAS EMPRESAS**

MIGUEL FERNANDES MENDES DA SILVA CHORA
(54511)

ORIENTAÇÃO
PROFESSOR DOUTOR PEDRO LEÃO

OUTUBRO – 2023

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação representa o cumprimento de mais uma etapa no meu percurso de vida. Apesar de poder parecer que a sua realização decorreu de um mérito individual e solitário, a verdade é que ela só foi possível devido ao apoio de outros. Por isso, no final desta etapa, é indispensável deixar cinco agradecimentos.

O primeiro, para todos os meus professores desde o primeiro ciclo do ensino básico, ao segundo ciclo do ensino superior. Agradeço em especial aos docentes da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Nova de Lisboa (NOVA-FCSH) e do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa (ISEG-ULisboa), por terem sido decisivos para os estudos superiores nas duas áreas que me apaixonam: a ciência política e a ciência económica.

O segundo, para todos os meus colegas de tantas turmas pelas conversas, debates, trabalhos de grupo e trocas de opinião que muito me ensinaram e enriqueceram ao longo dos anos.

O terceiro, para o professor doutor Pedro Leão não só pela indispensável ajuda e sábia orientação que me deu para a elaboração deste trabalho, mas principalmente pela influência que teve na forma como vejo, atualmente, a teoria económica.

O quarto, para todos aqueles com quem me fui cruzando ao longo do tempo e a quem tenho o gosto de chamar amigos. A sua fraternidade e empatia deixam-me muito honrado e agradecido.

Por fim, para todos os meus familiares fica o agradecimento mais importante e um abraço muito sentido. Agradeço em especial às minhas avós, pela referência que sempre representaram na minha vida e, particularmente, ao meu pai e à minha mãe, sem os quais nada do que sou e faço faria sentido.

Abstract/Resumo

O presente estudo teórico tem como objetivo utilizar um modelo Neo-Kaleckiano para analisar o impacto, sobre o crescimento económico, de duas realidades que têm aumentado exponencialmente nas últimas décadas: a desigualdade na distribuição do rendimento e a financiarização das empresas produtivas. Neste modelo, o crescimento económico é explicado com base na interação dinâmica entre duas variáveis fundamentais: a taxa de acumulação e a taxa de utilização das empresas. Como tal, qualquer fator que influencie estas variáveis afetará, inerentemente, a dinâmica de crescimento no modelo. Por um lado, provamos que o aumento da desigualdade na distribuição de rendimento influencia negativamente o crescimento económico no modelo porque contribui para a diminuição da taxa de utilização das empresas. Por outro lado, mostramos que a financiarização das empresas prejudica o crescimento económico no modelo, porque afeta negativamente quer a taxa de acumulação quer a taxa de utilização das empresas.

Palavras-chave: crescimento económico; neo-Kaleckiano; desigualdade de rendimento; financiarização; taxa de utilização; taxa de acumulação

Índice

1 – Introdução	5
2 – O Modelo de Crescimento Neo-Kaleckiano	7
2.1 – Impacto da taxa de utilização (u) sobre a taxa de acumulação (g)	8
2.2 – Impacto da taxa de acumulação (g) sobre a taxa de utilização (u)	10
2.3 – Crescimento económico no modelo	12
3 – Desigualdade de Rendimento e Crescimento Económico	14
3.1 – Desigualdade de rendimento e regimes de crescimento	14
3.2 – Distribuição de rendimento no curto prazo	17
3.2.1 – Teoria de preços kaleckiana e distribuição de rendimento	18
3.2.2 – Distribuição funcional de rendimento e procura agregada	22
3.3 – Desigualdade de rendimento no modelo Neo-Kaleckiano	25
4 – Financiarização e Crescimento Económico	28
4.1 – Financiarização das empresas produtivas	29
4.2 – Financiarização no modelo Neo-Kaleckiano	30
4.2.1 – Financiarização e taxa de acumulação	30
4.2.2 – Financiarização e taxa de utilização	34
5 – Conclusão	37
Anexos	41
Bibliografia	51

1 – Introdução

O crescimento económico é um tema amplamente debatido pela teoria económica, existindo diversos fatores que o influenciam e múltiplos modelos que procuram explicá-lo. Essa multiplicidade fornece aos economistas uma grande riqueza teórica, mas também lhes coloca um desafio já que nenhum modelo consegue considerar todos os fatores que afetam o crescimento das economias. Portanto, todos os modelos explicam o crescimento económico com limitações deixando de fora, inevitavelmente, diversos fatores relevantes para perceber plenamente o fenómeno em causa. Assumindo esta limitação, a presente dissertação analisa o crescimento económico através de um modelo Neo-Kaleckiano que explica as variações do crescimento através da relação entre as taxas de utilização (u) e de acumulação (g) das empresas.

Contrariamente ao que o parágrafo anterior parece indicar, neste estudo não procuramos aprofundar o debate teórico entre modelos de crescimento nem buscamos evidenciar os méritos ou falhas do modelo Neo-Kaleckiano face a outras modelizações. Pretendemos sim, desenvolver uma nova abordagem teórica que nos permita usar o modelo Neo-Kaleckiano para estudar o impacto, sobre o crescimento económico, de dois fenómenos preponderantes na realidade económica das últimas décadas. O primeiro fenómeno é o aumento da desigualdade na distribuição do rendimento, estudado por diversa literatura onde se destacam autores paradigmáticos como Piketty (2014) ou Stiglitz (2015). Nesta dissertação, olharemos concretamente para a desigualdade entre salários e lucros apelidada de desigualdade funcional de rendimento. O segundo fenómeno é o aumento da financiarização, definido como o aumento da relevância do setor financeiro, nas suas várias dimensões, sobre o funcionamento das economias nacionais e da economia internacional (Epstein, 2005). Nesta dissertação analisaremos uma das suas facetas, designadamente a financiarização das empresas produtivas.

Para compreender o impacto destes dois fenómenos sobre o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano, avaliaremos os seus efeitos sobre as taxas de acumulação e utilização das empresas. Para isso, a dissertação divide-se em cinco capítulos sendo a presente introdução o primeiro deles.

No segundo capítulo, apresentaremos o modelo de crescimento Neo-Kaleckiano. Na secção 2.1, destacaremos que o modelo se baseia na interação entre a taxa de acumulação (g) e a taxa de utilização (u) e mostraremos como u influencia g fazendo uma breve revisão de literatura acerca da função investimento, nesta família de modelos. Na secção 2.2, mostraremos de que forma g influencia u explicando a nuance assumida nesta dissertação face à versão canónica do modelo. Na secção 2.3, destacaremos que a interação entre estas duas variáveis explica o comportamento do crescimento económico ao longo do tempo.

No terceiro capítulo, explicaremos o impacto da desigualdade de rendimento sobre o modelo. Na secção 3.1, apresentaremos dados empíricos que mostram o aumento da desigualdade funcional de rendimento nas últimas décadas, explicando a distinção entre modelos de crescimento *wage-led* vs *profit-led*. Na subsecção 3.2.1, utilizaremos a teoria de preços kaleckiana para explicar a distribuição de rendimento em termos unitários, no curto prazo. Na subsecção 3.2.2, generalizaremos essa explicação mostrando o seu impacto sobre a distribuição de rendimento em termos agregados e sobre a procura agregada, no curto prazo. Na secção 3.3, explicaremos o impacto do aumento da desigualdade na distribuição do rendimento sobre a taxa de utilização das empresas (u) e, conseqüentemente, sobre o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano.

No quarto capítulo, analisaremos o impacto da financiarização das empresas sobre o modelo. Na secção 4.1, definiremos o conceito em causa mostrando dados que evidenciam o seu aumento nas últimas décadas, através do que apelidamos de “dois pilares” da financiarização das empresas. Na subsecção 4.2.1, analisaremos o aumento de participação das empresas nos mercados financeiros (primeiro pilar), o impacto desse aumento sobre a taxa de acumulação (g) e, conseqüentemente, sobre o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano. Na subsecção 4.2.2, analisaremos o maior poder de agentes financeiros sobre as empresas produtivas (segundo pilar), o impacto desse aumento sobre a taxa de utilização (u) e, conseqüentemente, sobre o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano.

O capítulo quinto sintetiza o raciocínio desenvolvido, destacando as principais conclusões a retirar deste estudo.

2 – O Modelo de Crescimento Neo-Kaleckiano

No presente capítulo, apresentamos o modelo no qual nos baseamos para explicar o crescimento económico. Começamos por destacar cinco características fundamentais deste modelo Neo-Kaleckiano. Primeiro, o crescimento varia com a variação do investimento das empresas, responsável por determinar o nível do Produto em cada período. Segundo, este modelo assenta em três equações: uma condição de equilíbrio do mercado de bens ($I = S$), uma função poupança e uma função investimento como em Hein et al. (2012, p.141), Lavoie (2014, p.360-361) e em vários modelos de crescimento Neo-Kaleckianos¹. As duas primeiras equações sintetizam-se na equação do multiplicador Kaleckiano (Leão & Leão, 2023). Terceiro, acrescentamos uma nova equação ao modelo, elaborada por Leão & Leão (2022, 2023), que permite considerar o impacto da acumulação de capital sobre a variação da capacidade produtiva das empresas, facto ignorado no modelo canónico. Quarto, baseados em Kalecki (1954, 1971) e Steindl (1952) assumimos que a acumulação de capital (investimento líquido das empresas) é independente, no longo prazo, da poupança macroeconómica. Quinto, a dinâmica de crescimento no modelo depende da interação entre a taxa de utilização (u) e a taxa de acumulação (g) das empresas, conceitos que definimos de seguida.

A taxa de utilização das empresas (u), representa a produção realizada numa economia relativamente à capacidade produtiva total dessa economia. Em termos formais, sendo Y o produto num determinado momento e Y_{fe} a capacidade produtiva máxima (produto que existiria se a capacidade produtiva fosse totalmente empregue), tem-se que u é dada por:

$$(1) \quad u = Y/Y_{fe}$$

A taxa de acumulação das empresas (g), representa o peso do investimento realizado sobre o *stock* de capital existente na economia. Sendo I o investimento realizado num determinado ano e K o stock de capital acumulado até esse ano, tem-se que g é dada por:

$$(2) \quad g = I/K$$

¹ (Dutt, 1990, p.12-25; Dutt, 2017a, p.1242-1247; Lavoie, 2014, p.361; Palley, 2013, p.91; Sawyer, 2012, p.8-9; Allain, 2015, p.1358-1359; Dutt, 2019, p.289-291; Lavoie, 2016, p.176-178; Cesaratto, 2015, p.162)

Como veremos, o crescimento económico variará consoante a variação de g ao longo do tempo (Dutt, 2001, p.20). Variação essa que depende do valor de u em cada período que, por seu turno, é influenciado pela variação de g face ao período anterior. Ou seja, o crescimento económico deve-se à dinâmica de influência mútua entre as variáveis u e g que passamos a explicar nas secções 2.1 e 2.2.

2.1 – Impacto da taxa de utilização (u) sobre a taxa de acumulação (g)

Começamos por analisar o impacto da taxa de utilização das empresas sobre a sua taxa de acumulação. Para isso, assumimos que as empresas operam sempre abaixo da sua capacidade produtiva máxima (formalmente $u < 1$), mantendo uma percentagem de *spare capacity* (López & Assous, 2010, p.27; Nikiforos, 2012). Apresentamos três razões que o explicam. Primeiro, como Trezzini (2021, p.326-327), Sawyer (2012) ou Harcourt (2006, p.44) destacam, a incerteza relativa à procura futura leva as empresas a manterem parte da sua capacidade produtiva “de prevenção”, caso seja necessário aumentar a produção perante um pico de procura repentino. A segunda razão prende-se com as características do capital físico que, por um lado, é indivisível levando as empresas a instalar quantidades superiores ao necessário (Lemos & Oreiro, 2006, p.488). Por outro lado, tem grande durabilidade impossibilitando reduções instantâneas em caso de necessidade (Trezzini, 2021, p.326-327). Terceiro, como Kalecki (1939, p.33) destacou, a capacidade não utilizada perpetua a natureza oligopolista dos mercados. Autores como Winston (1974), Kaldor (1935), Chamberlin (1962), Spence (1977), Cowling (1981) e Nah & Lavoie (2017, p.230) reforçam esta ideia, advogando que as empresas não utilizam parte da sua capacidade produtiva para criar barreiras à entrada nos mercados, perpetuando os elevados lucros oligopolistas decorrentes da parca concorrência.

Baseados nestas três razões, assumimos que as empresas não utilizam a sua capacidade produtiva total e designamos por taxa de utilização normal (u_n), a percentagem da capacidade produtiva que as empresas desejam utilizar na produção. Se uma empresa usar toda a capacidade produtiva (100%) tem-se $u = 1$; se usar 70%, $u = 0,7$ e assim sucessivamente. Podemos, então, apresentar a equação que explica o

impacto da taxa de utilização sobre a taxa de acumulação. Esta é a primeira equação do modelo, baseada em Skott (2012), que designamos como função investimento:

$$(3) \quad g^i = I/K = \delta + I_A/K + \alpha_u \cdot (u_{t-1} - u_n)$$

Nesta equação, δ é o fator de depreciação de capital; I_A o investimento autónomo; α_u a expectativa das empresas relativamente ao aumento de vendas à taxa de utilização normal; u_{t-1} a taxa de utilização do período anterior e u_n a taxa de utilização normal.

Antes de analisarmos em específico esta equação, importa destacar um debate na literatura Neo-Kaleckiana relativamente às variáveis independentes da função g^i , leia-se, relativamente aos fatores relevantes para explicar o investimento das empresas. Bhaduri & Marglin (1990), Kurz (1990), Rowthorn (1981) entre outros² desenvolveram modelos onde a taxa de utilização e a *profit share* (π)³ são variáveis relevantes na função investimento. Nas versões lineares destes modelos, g depende apenas de π (e.g. Dutt, 2017(b), p.185). Em sentido inverso, Onaran & Galanis (2014), Hein (2018, p.29) Onaran & Obst (2016), Kaldor (1966) ou Caldentey & Vernengo (2013, p.2), defendem que π é irrelevante na função investimento e consideram a procura agregada como fator decisivo para explicar a variação da taxa de acumulação. Como tal, consideram que u é a variável chave na função g^i . Lopes (2003), Sørensen & Jacobsen (2005) e Blecker (2016) assumem a mesma posição, enquanto seguidores do *accelerator principle*. Já Robinson (1956), considerou a taxa de lucro esperada na sua função investimento tal como Kaldor (1958), Kaldor & Mirrlees (1962), Eichner (1976), Eisner (1963), entre outros⁴. Por seu turno, Kalecki considerou, ao longo do tempo, variáveis tão diversas como a taxa de lucro esperada, a taxa de utilização ou a poupança esperada (Kalecki, 1954; Arestis, 2011, p.137-138). Lavoie & Godley (2001, p.285) consideraram variáveis como a taxa de juro ou o rácio de alavancagem bancária, enquanto Chirinko (1993) ou Kopcke & Brauman (2001) consideraram a lucratividade, o endividamento e o volume de vendas, como variáveis independentes nas suas funções g^i .

Após esta breve revisão de literatura, voltemos à equação g^i do nosso modelo que, como se nota, dá uma relevância particular à taxa de utilização das empresas enquanto

² (Lavoie & Godley, 2001, p.285; Dutt, 2017(a), p.1249; Arestis & Baltar, 2017, p.130; Blecker, 2016, p.383)

³ Peso dos lucros agregados no rendimento

⁴ (Eichner & Kregel, 1975; Rowthorn, 1981; Dutt, 1984)

variável independente. Assumindo tudo o resto constante, a diferença entre u_{t-1} e u_n determinará a variação de g no modelo: se $u_{t-1} > u_n$, g aumentará. Isso significa que quando as empresas são forçadas a utilizar a sua capacidade produtiva acima do nível normal (sendo forçadas a recorrer à sua capacidade não utilizada), reagem aumentando o investimento, refletido num aumento da taxa de acumulação (g). Se $u_{t-1} < u_n$ acontecerá exatamente o raciocínio oposto: as empresas desinvestirão e g diminuirá. Logo, a variação da taxa de utilização determina a variação da taxa de acumulação das empresas no modelo, segundo a seguinte regra: sempre que u estiver acima de u_n , as empresas aumentarão g . Fazem-no para que u diminua e regresse ao nível pretendido, leia-se ao nível normal, raciocínio que retomaremos na secção 2.3 quando explicarmos o conceito de “paradoxo do investimento”. Porém, antes de compreender esse raciocínio é necessário explicar o impacto das variações de g sobre u , na secção 2.2.

2.2 – Impacto da taxa de acumulação (g) sobre a taxa de utilização (u)

A versão canónica do modelo Neo-Kaleckiano considera que g influencia u apenas através do impacto do investimento sobre o Produto (Y). Este princípio verifica-se nos *new kaleckian growth models* (Rowthorn, 1981; Taylor, 1991; Del-Monte, 1975) e nos modelos Neo-Kaleckianos mais recentes (ver nota 1). Na presente dissertação, alteramos este raciocínio seguindo Leão & Leão (2022) já que consideramos que variações de g também fazem variar a capacidade produtiva (Y_{fe}). Logo, como $u = Y/Y_{fe}$, o impacto de g sobre u dependerá da combinação dessas duas variações.

Começemos por analisar o impacto de g sobre Y , dependente do efeito do investimento sobre o Produto, ou seja, do efeito multiplicador do investimento. Este formaliza-se através da respetiva equação, deduzível a partir de duas equações do modelo Neo-Kaleckiano estático. A primeira é a função poupança g^s (Leão & Leão, 2023, p.6):

$$(4) \quad g^s = S/K = s_p \cdot \pi \cdot u/v$$

sendo S a poupança; K o *stock* de capital; s_p a propensão marginal a poupar; π o peso dos lucros (P) no rendimento (Y); u a taxa de utilização e v o peso do *stock* de capital

(K) no produto de pleno emprego (Y_{fe}). A segunda é a condição de equilíbrio do mercado de bens:

$$(5) \quad S = I$$

Com base em Leão & Leão (2023, p.6), as equações (4) e (5) permitem formalizar a equação do multiplicador do investimento apresentada em Leão & Leão (2022, p.3):

$$(6) \quad Y = \{1/[1 - (c^W[1 - \pi] + c^P\pi) \cdot (1 - t)]\} \cdot (C^* + I + G)$$

onde Y é o produto; c^W e c^P as propensões marginais a consumir de salários e lucros; π o peso dos lucros no rendimento; $1 - \pi$ o peso dos salários no rendimento; t a taxa de imposto geral; C^* o consumo autónomo e G os gastos públicos (Leão & Leão, 2022, p.3). Esta é a segunda equação do modelo, representando o efeito do investimento sobre o produto (Y). Assumindo tudo o resto constante, um aumento do investimento das empresas representa o aumento do Produto através deste efeito multiplicador. Na versão estática do modelo, g influencia u apenas através deste efeito porque se assume, irrealisticamente, que o investimento das empresas não faz variar a sua capacidade produtiva (Leão & Leão, 2023; Leão & Leão, 2022). Logo, aumentos de g levam invariavelmente a aumentos de u , como na curva linear g^s da figura 1 em anexo.

Nesta dissertação defendemos que, para tirar conclusões acerca da influência de g sobre u , há que olhar para outra equação, formulada por Leão & Leão (2022, p.4), que permite considerar o efeito do investimento sobre a capacidade produtiva, Y_{fe} . Esse efeito baseia-se na multiplicação do investimento líquido pela produtividade do capital (Patriarca & Sardoni, 2014, p.3), dado pela seguinte equação:

$$(7) \quad Y_{fe} = a \cdot K_{t-1} + a \cdot (I - \partial \cdot K_{t-1})$$

sendo a a produtividade do capital; K_{t-1} o *stock* de capital acumulado até ao período anterior e $\partial \cdot K_{t-1}$ a depreciação do capital. Portanto, quando o investimento aumenta (g aumenta) assumindo $I > \partial \cdot K_{t-1}$, a capacidade produtiva (Y_{fe}) também aumenta.

Logo, um aumento de g implica dois efeitos: efeito multiplicador do investimento e aumento da capacidade produtiva da economia (Leão & Leão, 2022), podendo gerar um aumento ou uma diminuição de u , como se demonstra na curva g^u da figura 2

abaixo apresentada. Se o efeito multiplicador suplantar o efeito da equação 7 ($\uparrow Y > \uparrow Y_{fe}$), o aumento de g implica o aumento da taxa de utilização (u) porque o aumento do Produto é superior ao aumento da capacidade produtiva das empresas. Inversamente, se o aumento de g implicar um aumento do Produto inferior ao aumento da capacidade produtiva ($\uparrow Y < \uparrow Y_{fe}$), a taxa de utilização (u) diminui.

2.3 – Crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano

Explicada a influência mútua entre as variáveis g e u , podemos apresentar a dinâmica do modelo Neo-Kaleckiano, ou seja, a forma como este explica o crescimento económico. É relevante notar, desde já, que u e g não crescem infinitamente (instabilidade Harrodiana) nem tendem para um equilíbrio no longo prazo (Dutt, 2001, p.23; Nah & Lavoie, 2018, p.17; Sasaki, 2013, p.147; Patriarca & Sardoni, 2014, p.3). Pelo contrário, variam constantemente numa dinâmica cíclica como se verifica na figura 2, que ilustra a lógica subjacente a uma expansão económica e à sua inversão.

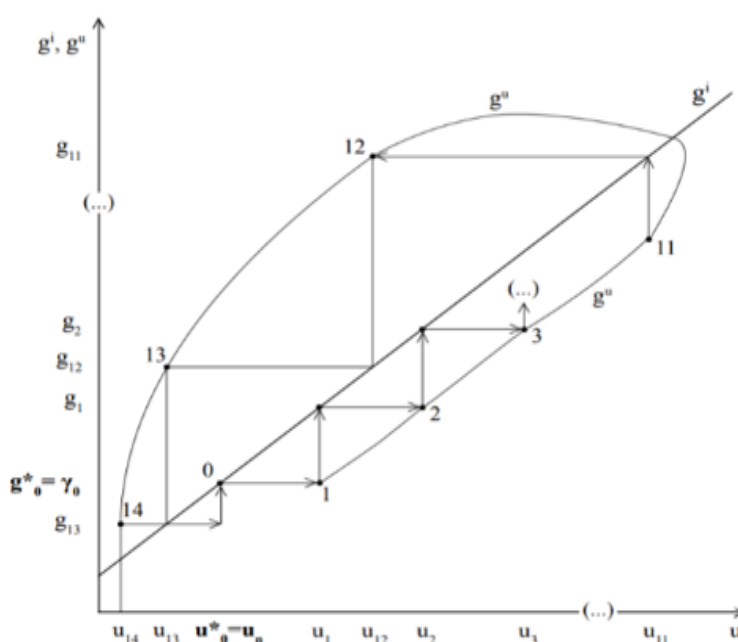


Figura 2 – Representação do modelo Neo-Kaleckiano reformulado com a equação acumulação de Capital (Y_{fe})
 Fonte: Leão & Leão (2023), pp.23

Começamos por olhar para uma expansão económica. Quando a taxa de utilização (u) excede o seu valor normal (u_n), as empresas aumentam g como explicámos na secção 2.1, para fazerem u diminuir até regressar ao seu nível normal

(u_n). Porém, se o aumento de g provocar um aumento do Produto superior ao aumento da capacidade produtiva ($\uparrow Y > \uparrow Y_{fe}$), ao invés de diminuir, u aumentará como explicámos na secção 2.2. Esse aumento implica que a situação na qual $u > u_n$ se mantenha, forçando as empresas a aumentar g novamente no período seguinte, como nos pontos 1 a 11 da figura 2. Este fenómeno é designado em Leão & Leão (2022) por *paradoxo do investimento*. Ou seja, se uma empresa isolada quiser diminuir u conseguirá fazê-lo aumentando o investimento, porque aumentará a sua capacidade produtiva sem aumentar a procura pelos seus produtos. Leia-se, aumentará Y_{fe} sem aumentar Y e, por isso, u diminui. Essa é a razão que leva uma empresa a aumentar o investimento (aumentando g), quando u suplanta o nível normal (u_n). Porém, em termos agregados, se todas as empresas aumentarem o seu investimento, além de aumentarem Y_{fe} , aumentam inadvertidamente Y devido ao efeito multiplicador. Nesse caso, se porventura $\uparrow Y > \uparrow Y_{fe}$ dá-se o paradoxo: ao agirem para reduzir u , as empresas acabam por aumentá-la. Esse novo aumento de u , força-as a aumentar g novamente provocando novo aumento do produto Y . Se esse aumento de g levar a $\uparrow Y > \uparrow Y_{fe}$, a taxa de utilização aumenta novamente e o ciclo repete-se. Esta dinâmica sustenta a perpetuação de um ciclo de crescimento económico (aumento de Y), no modelo.

A inversão deste ciclo ocorre, quando um aumento de g resulta num aumento do Produto inferior ao aumento da capacidade produtiva ($\uparrow Y < \uparrow Y_{fe}$), ou seja, quando chegamos ao ponto de coordenadas (u_{11} , g_{11}) da figura 2. Isto acontece porque o aumento do Produto (Y) depende do crescimento do investimento, enquanto o aumento da capacidade produtiva (Y_{fe}) depende do nível – não do crescimento – do investimento líquido (Leão & Leão, 2022, p.8). Assim, se o aumento do investimento for relativamente constante, provoca aumentos do Produto constantes através do efeito multiplicador. Porém, cada aumento de investimento faz com que o nível de investimento líquido seja maior, gerando aumentos progressivamente maiores da capacidade produtiva (Y_{fe}). Isto porque, cada aumento de g acrescenta capital físico a um stock de capital que, em cada período, é superior ao do período anterior. Logo, os aumentos de Y passam, a partir de certo momento, a ser inferiores aos aumentos de Y_{fe} (Leão & Leão, 2022, p.7-9). Na figura 2, isso verifica-se quando g aumenta para g_{11} fazendo u diminuir de u_{11} para u_{12} , levando, por seu turno, as empresas a baixar g para

g_{12} . Essa diminuição de g representa a diminuição do investimento e a inerente diminuição de Y nesse período, fruto do menor efeito multiplicador. Porém, o investimento (e a acumulação de capital) mantém valores positivos, pelo que Y_{fe} continua a aumentar provocando nova diminuição de u , que gera nova quebra de g no período seguinte e assim sucessivamente (pontos 11 a 14 da figura 2). Esta dinâmica explica um ciclo de recessão no modelo.

Conclui-se que, neste modelo Neo-Kaleckiano, a variação de Y depende da variação da taxa de acumulação das empresas (g), que influencia e é influenciada por variações na sua taxa de utilização (u). Com base nesta dinâmica estudaremos, de seguida, o impacto dos aumentos da desigualdade de rendimento (capítulo 3) e da financiarização das empresas (capítulo 4) sobre o crescimento económico no modelo.

3 – Desigualdade de Rendimento e Crescimento Económico

Neste capítulo, estudamos o impacto do aumento da desigualdade na distribuição do rendimento sobre o modelo Neo-Kaleckiano. Na secção 3.1, apresentamos evidência empírica sobre a variação da distribuição funcional do rendimento, nas últimas décadas. Na secção 3.2, formulamos uma explicação para o aumento da desigualdade nessa distribuição e mostramos o seu impacto sobre o Produto, no curto prazo. Na secção 3.3, explicamos como esse impacto afeta o crescimento económico no modelo.

3.1 – Desigualdade de rendimento e regimes de crescimento

O aumento da desigualdade funcional de rendimento, nas últimas décadas, é medido por diversa literatura⁵ que destaca a diminuição do peso dos salários agregados no rendimento ($1 - \pi$), na maioria das economias avançadas e emergentes (figura 3), face ao aumento do peso dos lucros agregados no rendimento (π) nessas economias

⁵ (Kiefer & Rada, 2015; Piketty & Saez, 2015; Dünhaupt, 2011; Peralta & Escalonilla, 2011; Onaran & Galanis, 2014)

(figura 4). Na figura 5, a tendência de quebra de $1 - \pi$ é confirmada para as principais economias avançadas e na figura 6, essa tendência é evidenciada especificamente para economias europeias. Acresce que, nas últimas décadas, a desigualdade salarial tem também aumentado⁶, como se nota nas figuras 7 e 8 onde é evidente o aumento exponencial do percentil superior dos salários face ao aumento médio dos mesmos, nas principais economias mundiais.

O aumento da desigualdade de rendimento verifica-se também nas figuras 9 e 10, que apontam para o aumento do rendimento detido pelo percentil superior na generalidade das economias avançadas (mais notório nas economias anglo saxónicas do que na europa continental e Japão). Já as figuras 11 e 12, evidenciam a mesma tendência de concentração considerando o decil superior do rendimento. Piketty (2014), destacou que o percentil e o decil superiores do rendimento são compostos maioritariamente por rendimentos do capital (lucros), a que se juntam alguns rendimentos salariais de topo. Por isso, consideraremos esses rendimentos salariais como sendo rendimentos do capital, também devido à menor propensão a consumir que apresentam comparativamente com os restantes salários (Piketty, 2014).

Passemos agora a uma breve revisão de literatura, acerca de dois grupos de modelos que procuram estudar a relação entre o crescimento económico e a distribuição de rendimento. Em Palley (2015, p.231), Bortz et al. (2018, p.9), Stockhammer (2015, p.944), Fujita (2019a, p.465) ou Lavoie & Stockhammer (2013b, p.21), encontramos a distinção entre regimes *wage-led growth* (crescimento económico é estimulado pelo aumento do peso dos salários no rendimento [$\uparrow 1 - \pi$]) e regimes *profit-led growth* (crescimento é estimulado pelo aumento do peso dos lucros no rendimento [$\uparrow \pi$]).

Por um lado, em Bhaduri & Marglin (1990), Taylor (1991), Stockhammer (2011) ou Bowles & Boyer (1995), encontramos referências que destacam que o regime de crescimento de uma economia depende do impacto da distribuição de rendimento sobre cada variável da procura agregada, numa economia sem Estado ($C + I + NX$). Estes modelos consideram que, *ceteris paribus*, aumentar o peso dos salários no

⁶ (Atkinson & Piketty, 2010; Hacker & Pierson, 2010; Stockhammer, 2012; OECD, 2008)

rendimento tem três consequências: primeiro, o Consumo (C) aumenta devido ao aumento do rendimento dos trabalhadores; segundo, como defende Blecker (1989), as exportações líquidas (NX) diminuem fruto da menor competitividade externa decorrente do aumento dos custos salariais; terceiro, a variação do Investimento (I) é incerta, pois depende do impacto díspar que os aumentos salariais têm sobre a taxa de utilização das empresas (positivo) e sobre a taxa de lucro (negativo). Assim, o crescimento será *profit-led* se o efeito negativo sobre NX e I for superior ao efeito positivo sobre C . Caso contrário, o crescimento será *wage-led*. Por outro lado, em Dutt (1984), Hein (2014), Palley (2016) ou Onaran & Galanis (2012), encontramos referências que consideram que o aumento de $1 - \pi$ impacta positivamente I , porque se assume que o investimento depende, fundamentalmente, da taxa de utilização das empresas e não da taxa de lucro. Além disso, ao assumirem uma economia fechada, estes modelos não consideram impactos da distribuição de rendimento sobre as NX , pelo que o seu regime de crescimento tende a ser *wage-led*.

Apesar de considerarmos que ambas as correntes explicam ineficazmente o crescimento económico (por não considerarem o impacto do investimento sobre a capacidade produtiva das empresas), cremos que os modelos *wage-led* descrevem a realidade mais eficazmente por dois motivos.

Primeiro, porque a pequena dimensão do comércio externo relativamente à procura interna, nas principais economias do mundo, faz com que o impacto da distribuição de rendimento sobre as NX seja pouco relevante face ao impacto sobre C . Em economias como EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, bem como na generalidade das economias do G20 e em muitas economias da OCDE, a economia doméstica (nomeadamente o consumo interno) tem um enorme peso no Produto, facto que tende a caracterizar um regime de crescimento *wage-led* (Stockhammer & Ederer, 2008; Hein & Vogel, 2008, etc.⁷). Assim, economias *profit-led* são, geralmente, pequenas economias abertas nas quais o setor externo é muito relevante (Stockhammer et al., 2009; Onaran & Galanis, 2012).

⁷ (Naastepad & Storm, 2006; Bowles & Boyer, 1995; Stockhammer & Stehrer, 2011; Onaran & Galanis, 2012)

Segundo, porque as economias *profit-led* são muito influenciadas pelo comportamento de economias com regimes de crescimento *wage-led* (Lavoie & Stockhammer, 2013b, p.26; Onaran & Obst, 2016; Stockhammer & Onaran, 2013, p.67, entre outros⁸). Os argumentos destes autores são diversos. Desde logo, como as principais economias mundiais têm regimes *wage-led*, uma diminuição de $1 - \pi$ leva à diminuição das importações nestas economias, prejudicando as economias *profit-led* cujo Produto está muito dependente da rubrica *NX*. Por outro lado, as principais zonas de integração económica são consideradas economias fechadas, com regimes de crescimento *wage-led*. Sendo a maioria do comércio internacional realizado dentro destas zonas de integração, as economias *profit-led* dependem muito do regime de crescimento do espaço económico em que se inserem. Logo, a redução de $1 - \pi$ no seu espaço de integração é-lhes prejudicial. A União Europeia, com os casos neerlandês e austríaco (duas economias *profit-led*), é um bom exemplo dessa realidade. Por fim, a economia global, considerada uma economia fechada, assume um regime de crescimento *wage-led*, pelo que a diminuição de $1 - \pi$ a nível global tende a prejudicar o crescimento económico mundial.

Considerando que assumimos uma economia fechada e considerando a função investimento explicada na secção 2.1, o regime de crescimento do nosso modelo aproxima-se das características de um regime *wage-led*. Dito isto, nas secções seguintes, mostraremos o impacto do aumento da desigualdade na distribuição de rendimento sobre o crescimento económico, no modelo Neo-Kaleckiano.

3.2 – Distribuição de rendimento no curto prazo

Na secção 3.1, vimos que o peso dos salários no rendimento diminuiu face ao aumento do peso dos lucros. Nesta secção, apresentamos uma hipótese explicativa para esse aumento de desigualdade através de um raciocínio unitário baseado na teoria de preços kaleckiana (subsecção 3.2.1). De seguida, mostramos como é que essa explicação se repercute sobre a distribuição funcional de rendimento em termos agregados e sobre

⁸ (Onaran, 2016, p.467; Onaran et al., 2015, p.38; Onaran & Galanis, 2014, p.2511; Stockhammer & Onaran, 2012, p.197)

a procura agregada (subsecção 3.2.2), materializando a conclusão de Joan Robinson (1979, p.190): “*the importance of Kalecki’s line of argument was in integrating the analysis of prices with the analysis of effective demand*”. Destacamos também, que a argumentação desta secção será desenvolvida no curto prazo, leia-se considerando um único período, contrariamente ao capítulo 2 onde estudámos a evolução de Y ao longo de vários períodos (no longo prazo). No fundo, aplicamos o ensinamento de Kalecki (1971, p.165): “*The long-run trend is but a slowly changing component of a chain of short-period situations: it has no independent entity*”.

3.2.1 – Teoria de preços kaleckiana e distribuição de rendimento

Começamos por apresentar quatro hipóteses fundamentais para compreender a teoria de preços kaleckiana.

Em primeiro lugar, Kalecki (1954, p.11) mencionou que “*changes in the prices of finished goods are ‘cost-determined’, while changes in the prices of raw materials (...) are demand-determined*”. Por isso, seguindo diversa literatura kaleckiana⁹, assumimos que o preço das matérias-primas resulta do confronto entre oferta e procura de mercado, enquanto o preço de bens industriais finais resulta da adição de um *markup*, pelas empresas, aos seus custos de produção.

Segundo, assumimos que as empresas operam abaixo da sua capacidade produtiva máxima (ver capítulo 2), pelo que variações da procura são ajustadas através de variações nas quantidades produzidas e não através de variações de preço. Assim, a variação do preço de um bem depende das variações, quer dos custos de produção, quer das margens de lucro (Coutts & Norman, 2013, p.343; López & Assous, 2010, p.72; Stockhammer, 1999, p.4; Fujita, 2019b, p.324).

Terceiro, os custos de produção subdividem-se em custos fixos, independentes da quantidade produzida (e.g. rendas ou juros) e custos variáveis, dependentes da quantidade produzida (e.g. matérias-primas, energia ou salários), também designados por *prime direct costs* (Lee, 2003, p.147). Enquanto os custos variáveis unitários são

⁹ (Hein, 2015, p.924; Kenyon, 1978, p.44; Lee, 2013, p.361; Hart & Kriesler, 2015, p.323; Asimakopulos, 1975, p.315-324).

constantes, os custos fixos unitários diminuem com o aumento da quantidade produzida (Lavoie, 1996, p.58).

Quarto, assumimos o princípio Kaleckiano de que, na definição do preço de bens industriais, as empresas adicionam um *markup* (*gross profit margin*) aos seus custos variáveis unitários. Este destina-se a cobrir os custos fixos unitários e a margem de lucro (Lee, 2003, p.144; Asimakopulos, 1975, p.327; Dixon & Toporowski, 2013, p.381; Dutt, 2001, p.20; Hein, 2015, p.924). Na definição desse *markup*, as empresas pretendem que o preço final não seja demasiado baixo face aos custos unitários de produção, para não prejudicar a sua margem de lucro e não seja demasiado elevado face à concorrência de mercado, para não prejudicar as suas vendas (Kalecki, 1954, p.12; 1971, p.44).

Assumindo estes pressupostos, apresentamos a equação de preços kaleckiana, baseada em López & Assous (2010,83), Heise (2020) e Dutt (2011):

$$(8) \quad p = \gamma(m + \varepsilon) + n\bar{p}$$

onde p é o preço de um bem fixado por uma empresa; ε são os custos variáveis; m é o *markup*; \bar{p} é o preço médio do bem no mercado onde a empresa vende; γ e n são coeficientes positivos menores que 1, que medem a importância relativa de cada parcela na definição do preço. Se $\gamma = 0$ e $n = 1$, o preço depende totalmente da média do mercado ($p = \bar{p}$) ou seja, a empresa não tem poder de mercado. Por outro lado, quanto maior o rácio γ/n , maior o poder de mercado da empresa (Harcourt, 2006, p.11; Dixon & Toporowski, 2013, p.373; Coutts & Norman, 2013, p.348). Se $n = 0$ e $\gamma = 1$, o preço depende totalmente do *markup* e dos custos variáveis. Esta hipótese verifica-se quando poucas empresas, de grandes dimensões, detêm todo o mercado e conseguem dirigir os preços, aumentando as suas margens e fazendo com que o *markup* seja muito elevado. Os economistas kaleckianos e pós-keynesianos assumem que essa é a realidade da maioria dos mercados¹⁰. Nas palavras de Harcourt & Kriesler (2015, p.34-35), “*markets have never been perfectly competitive, and the perfect competition is not useful as a model that can reflect aspects of reality for any sector of the economy*”. Por isso, assumimos a seguinte equação de preços:

¹⁰ (Kalecki, 1954, p.17–18; Kalecki, 1971, p.49–52; Assous & Dutt, 2013, p.1408-1411; Rugitsky, 2013, p.451-452; Hein, 2015, p.926-927; Dutt, 2012, p.437-438; Ozdemir, 2019, p.271-272)

$$(9) \quad p = m + \varepsilon$$

Esta equação demonstra que o preço de um bem depende, do *markup* estabelecido pela empresa e dos seus custos de produção.

No entanto, Hein (2015, p.925-927), Lee (2003, p.168-169), Assous & Dutt (2013, p.1408-1411) e diversos autores Kaleckianos (ver nota 10) destacam que, além do poder de mercado, existem três fatores que condicionam as empresas na definição do seu *markup*: a dimensão dos custos fixos, a competitividade não-preço e o poder negocial dos trabalhadores. Julgamos que este último fator, nos permite desenvolver uma hipótese explicativa para a variação da distribuição de rendimento. Como Kregel (1978, p.42) mencionou, “*Kalecki, recognized the ability of firms to determine the margin of prices over average prime costs. [This decision] would determine (...) at last, the division of national income between wages and profits*”.

Para desenvolver esta explicação, assumimos que os custos variáveis unitários (ε) são dados por:

$$(10) \quad \varepsilon = \varepsilon^{mp} + \varepsilon^w$$

sendo ε^{mp} custos de matérias-primas/energia e ε^w custos salariais dos trabalhadores da linha de produção. Reescrevendo a equação (9) temos:

$$(11) \quad p = m + (\varepsilon^{mp} + \varepsilon^w)$$

Assumindo ε^{mp} constante, esta reformulação permite estudar a distribuição de rendimento entre salários e lucros, do ponto de vista unitário.

Com base em Asimakopulos (1975, p.329), Bortz et al. (2018, p.6) e Amitrano & Vasconcelos (2019, p.285) assumimos que, em cada economia e em cada momento, existe um nível de margem de lucro que os trabalhadores consideram aceitável. Se as margens forem superiores a esse nível, os trabalhadores percecionam que as empresas têm condições para aumentar salários e, como tal, reivindicam aumentos salariais. Assumimos que essa reivindicação será igual à diferença entre a margem verificada e o valor considerado aceitável, pelos trabalhadores. Assumimos ainda que o sucesso dessa

reivindicação dependerá do poder negocial dos trabalhadores. Formalizamos este raciocínio na seguinte equação:

$$(12) \quad \widehat{\varepsilon}^w = \theta_w(m - m_w)$$

onde $\widehat{\varepsilon}^w$ representa o aumento do salário unitário; m o *markup* existente; m_w o *markup* aceitável na perspetiva dos trabalhadores e θ_w o poder negocial dos trabalhadores. A diferença $(m - m_w)$ traduz o aumento salarial reivindicado. A variável θ_w ($0 < \theta_w < 1$) depende positivamente do poder dos sindicatos, da negociação coletiva de salários ou do nível de emprego e depende negativamente do poder de mercado das empresas (Sasaki, 2013, p.152; Ozdemir, 2019, p.273).

Para compreender o efeito da negociação salarial sobre o estabelecimento do *markup*, vejamos o seguinte exemplo. Assumamos $\theta_w = 1$ e $m = m_w = 2$ u.m. Neste caso, se as empresas aumentarem m para 3 u.m., este passará a estar acima do valor aceitável (m_w) em 1 u.m. Percecionando esse facto, os trabalhadores reivindicarão um aumento salarial nesse exato valor e, como têm grande poder negocial ($\theta_w = 1$), conseguirão aumentar o seu salário unitário ($\widehat{\varepsilon}^w = 1$). Caso a empresa, para não prescindir do aumento da sua margem, refletir o aumento salarial num aumento do preço, isso fomentaria uma nova reivindicação de aumento salarial porque m continuaria acima de m_w , criando um potencial ciclo inflacionista que, a partir de certo ponto, levaria à diminuição das vendas (Kalecki, 1954, p.18; 1971, p.161). Assim, perante uma grande força negocial dos trabalhadores, a empresa optará por diminuir a margem de lucro (reduzindo o *markup*) para evitar aumentos de preço sistemáticos. Este princípio é mencionado em diversos estudos (e.g. Rugitsky, 2013; Dutt, 2012; Ozdemir, 2019; Kalecki, 1971; Sen & Dutt, 1995; Assous & Dutt, 2013; Hein, 2018; Palley, 2013).

Nesta circunstância, os trabalhadores conseguem aumentar o seu salário unitário (ε^w) e a margem de lucro da empresa diminui. Como tal, o salário real aumenta porque o peso do salário no preço aumentou, enquanto o peso da margem de lucro no preço diminuiu ($\uparrow \varepsilon^w > \uparrow p$). Em sentido contrário, se $\theta_w = 0$ os trabalhadores não têm poder para reivindicar aumentos salariais. Nesse caso, a empresa conseguirá aumentar a sua margem, traduzida num aumento do preço. Como o salário unitário não aumenta, o

salário real diminui porque o peso do salário no preço diminui face ao aumento do peso da margem de lucro no preço.

Em síntese, nesta subsecção formulámos uma explicação possível para o aumento da desigualdade na distribuição de rendimento em termos unitários. Leia-se, para o aumento do peso da margem de lucro e a diminuição do peso do salário no preço, ou por outras palavras, para o aumento da margem de lucro e a diminuição do salário real. Porém, para verificar se este raciocínio (desenvolvido em termos unitários) permite explicar o aumento da desigualdade funcional de rendimento evidenciado na secção 3.1, é necessário analisar o seu impacto em termos agregados.

3.2.2 – Distribuição funcional de rendimento e procura agregada

Nesta subsecção, mostraremos o impacto do aumento da margem de lucro e diminuição do salário real (explicados na subsecção anterior) sobre a distribuição funcional de rendimento em termos agregados e sobre a procura agregada.

Começemos por considerar que a procura agregada (ED), numa economia fechada sem estado, é dada por:

$$(13) \quad ED = C + I$$

Sendo C o consumo privado e I o investimento privado. De seguida, assumimos uma simplificação kaleckiana que divide a economia entre trabalhadores e empresários: os primeiros recebem salários e os segundos recebem lucros (Lee, 2003, p.144; Kregel, 1978, p.38; Palley, 2016, p.3; López & Assous, 2010, p.24-27; Nah & Lavoie, 2018, p.5):

$$(14) \quad Y = W + P$$

Sendo Y o rendimento nacional; W os salários agregados e P os lucros agregados. Assumindo a identidade fundamental da contabilidade nacional, vem que:

$$(15) \quad ED = Y \Leftrightarrow C + I = W + P$$

Em terceiro lugar, assumimos que C se divide entre tipos de rendimento:

$$(16) \quad C = C^* + C_w + C_p$$

Sendo C^* o consumo autónomo, C_w o consumo dos trabalhadores e C_p o consumo dos empresários. Com base em diversa literatura kaleckiana (Blecker, 2016, p.385; Ederer et al., 2019, p.5; Lemos & Oreiro, 2006, p.486; Palley, 2017, p.166; Hein & Vogel, 2008, p.492; Nikiforos, 2016, p.397), assumimos que os trabalhadores gastam a totalidade dos seus salários em consumo, enquanto os empresários só consomem uma parte dos seus lucros. Sendo c^W e c^P as propensões marginais a consumir de salários e lucros, tal que $c^W = 1$; $c^P < 1$ e $C^* = 0$, tem-se:

$$(17) \quad C_w = W \Leftrightarrow C_w = W \cdot c^W$$

e

$$(18) \quad C_p + I = P \Leftrightarrow (P \cdot c^P) + I = P$$

Estas equações, permitem-nos explicar de que forma o raciocínio da subsecção 3.2.1 se reflete em termos agregados.

Comecemos por analisar a questão do ponto de vista da Procura Agregada (ED). O aumento da margem de lucro das empresas e a diminuição do salário real dos trabalhadores implicam a redução da ED no curto prazo (Hart & Kriesler, 2015, p.325). Isto porque, ao diminuírem os salários reais, os trabalhadores têm menos poder de compra, diminuindo o seu consumo ($\downarrow C_w$) na exata proporção da diminuição do salário real. Essa diminuição leva, *ceteris paribus*, à diminuição da procura agregada ($\downarrow ED$), como destacam Taylor (1983), Dutt (1987) ou Azad (2012, p.296).

Analisemos agora, o impacto do aumento da margem de lucro e da conseqüente diminuição do salário real sobre a distribuição funcional de rendimento, cuja desigualdade, como vimos em 3.1, aumentou nas últimas décadas. Para isso, avaliemos o impacto do raciocínio da subsecção 3.2.1 sobre salários e lucros agregados (W e P).

Olhemos primeiro para os lucros agregados (P), apoiando-nos no conceito Kaleckiano de “paradoxo dos custos”. Neste paradoxo, Kalecki (1971, p.26) referiu que “*what is to the advantage of a single entrepreneur does not necessarily benefit all entrepreneurs as a class*”. Isto é, se uma empresa individual aumentar a sua margem de lucro, pode conseguir aumentar os seus lucros. Porém, se todas as empresas de uma economia aumentarem as suas margens, os lucros agregados (P) não aumentarão: este

é o paradoxo. Isto porque, o aumento das margens implica a diminuição dos salários reais, com as consequências negativas sobre a ED acima explicadas. Essa diminuição da ED representa a diminuição das quantidades vendidas pelas empresas. Relembremos que os trabalhadores despendem a totalidade dos seus salários em consumo e que, em termos unitários, o aumento da margem de lucro é exatamente igual à diminuição do salário real. Consequentemente, o ganho de lucro das empresas decorrente do aumento das margens em cada unidade vendida, será totalmente anulado pela perda de lucro resultante da diminuição das quantidades vendidas. Logo, o paradoxo dos custos Kaleckiano confirma-se: se a generalidade das empresas aumentar as margens de lucro, os lucros agregados não variam no curto prazo (ver e.g. Lavoie, 2006, p.91-94; López & Assous, 2010, p.69; Dixon & Toporowski, 2013, p.383; Rugitsky, 2013, p.448; Stockhammer & Onaran, 2013, p.63; Onaran et al., 2015, p.33).

Analisando a literatura, verificamos que a invariabilidade dos lucros no curto prazo é apontada por diversos autores. Harcourt (2006, p.13), Dixon & Toporowski (2013, p.373-376), Kregel (1978, p.41-42) e King (2019, p.312) defendem que, se os salários são totalmente gastos em consumo ($C_w = W$), os lucros agregados (P) são forçosamente iguais às despesas dos empresários ($C_p + I$). Nesse sentido, López & Assous (2010, p.28), Dixon & Toporowski (2013, p.373) e Arestis (2013, p.244) defendem que o consumo dos trabalhadores é determinado pelos seus salários (W) e que os lucros dos empresários (P) decorrem das suas despesas. Kaldor (1956, p.96) resumiu esta ideia dizendo “*capitalists earn what they spend, and workers spend what they earn*”. Na mesma linha, Kalecki (1971, p.78-79) destacou que “*capitalists can decide to consume and to invest more (...) but they cannot decide to earn more*”. Portanto, a literatura assume que as despesas dos empresários ($C_p + I$) determinam o seu rendimento (P). No seguimento dessa conclusão, López & Assous (2010, p.29) destacaram que $C_p + I$ não variam no curto prazo. Lavoie concordou dizendo, sobre o investimento das empresas (I), que:

“The short period treats the stock of capital as given, whereas the long period allows investment flows to alter the existing capital stock (...) [so] postulating that the stocks of capital (...) are constant, even though firms invest (...) can only be a snapshot of the economy in which periods are linked to one another in time”.

In Lavoie (2006), p.84

Já Kalecki considerou o consumo dos empresários (C_p) invariável no curto prazo, designando-o por “*lagged realized profits*” (Lavoie, 2006, p.85). Ora, como se assume que os lucros dependem das despesas dos empresários no curto prazo e que estas não variam, então a literatura considera que os lucros agregados (P) não variam no curto prazo confirmando, assim, a conclusão decorrente do paradoxo dos custos.

Olhemos agora para os salários agregados (W) cuja variação se torna evidente depois do raciocínio anterior. Primeiro, vimos que o aumento das margens e a diminuição dos salários reais implicam a diminuição da procura agregada ($\downarrow ED$), ou seja, a diminuição do rendimento ($ED = Y$). Segundo, sabemos que $Y = W + P$. Terceiro, mostrámos que os lucros agregados (P) não variam no curto prazo. Destes três factos decorre que a diminuição de Y só pode dever-se à diminuição de W . Chegamos à mesma conclusão se lembrarmos que a diminuição da ED se deveu à diminuição de C_w , fruto da redução dos salários reais dos trabalhadores. Como $ED = Y$ e $W = C_w$, a redução de C_w é exatamente igual à redução de W .

Em síntese, verificámos que o aumento da margem de lucro e a consequente diminuição do salário real em termos unitários (subsecção 3.2.1) implicam o aumento da desigualdade funcional de rendimento em termos agregados, já que provocam a diminuição de Y , a diminuição de W e a invariabilidade de P . Ou seja, implicam a diminuição do peso dos salários no rendimento ($\downarrow 1 - \pi$) e o aumento do peso dos lucros ($\uparrow \pi$), comprovando a evidência destacada na secção 3.1. Além disso, como implicam a diminuição da procura agregada no curto prazo (leia-se a diminuição do Produto), permitem-nos estudar o impacto do aumento da desigualdade de rendimento sobre o crescimento económico, no modelo Neo-Kaleckiano.

3.3 – Desigualdade de rendimento no modelo Neo-Kaleckiano

Na secção 2.2, mostrámos que a taxa de utilização das empresas (u) varia com a variação da taxa de acumulação (g). Explicámos ainda que ao aumentarem g , num determinado período, as empresas fazem com que o produto Y e a capacidade produtiva Y_{fe} aumentem (se $\uparrow Y > \uparrow Y_{fe}$, u aumenta; se $\uparrow Y < \uparrow Y_{fe}$, u diminui). Chamemos a este impacto de g sobre u , “efeito acumulação”. No modelo Neo-

Kaleckiano este é o único motivo que faz a taxa de utilização (u) variar, como explicado no capítulo 2.

Ora, a explicação desenvolvida na secção 3.2 permite-nos apresentar uma nuance ao raciocínio do modelo. Isto porque, o aumento da desigualdade na distribuição de rendimento explicada nessa secção implica a redução de Y e a invariabilidade do investimento (logo, a invariabilidade de Y_{fe}), no curto prazo. Como $u = Y/Y_{fe}$, isso representa a diminuição de u no modelo. Logo, podemos inferir que, no curto prazo, a taxa de utilização varia negativamente com o aumento da desigualdade de rendimento. Chamemos a este impacto da distribuição de rendimento sobre u , “efeito distribuição”.

Assim, a variação de u no modelo dependerá, em cada período, não apenas da variação de g (“efeito acumulação”), mas também deste “efeito distribuição” que, apesar de ser exógeno ao modelo, acaba por afetar o crescimento económico pelo efeito que tem sobre u . Vejamos a aplicação deste raciocínio, usando a figura 13.

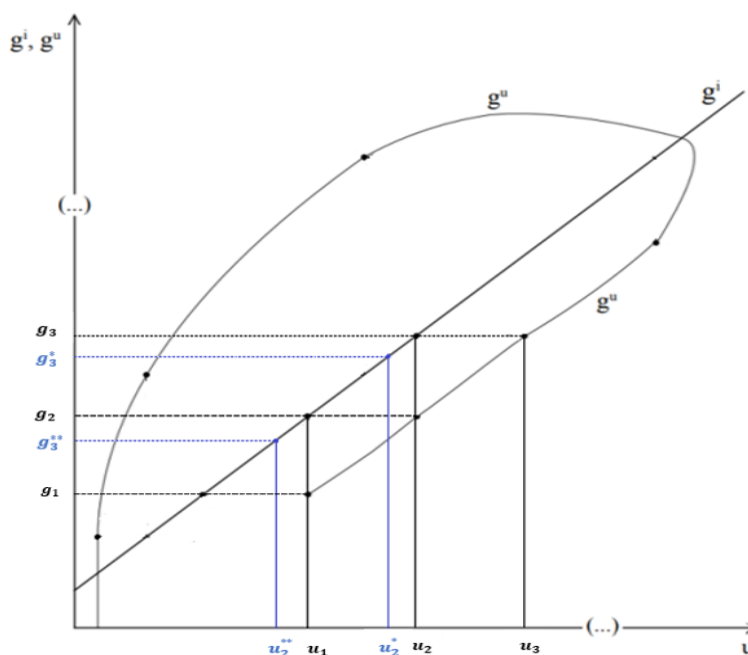


Figura 13 – Representação do modelo Neo-Kaleckiano considerando o “efeito distribuição”
 Fonte: elaboração própria a partir da figura 2 (Leão & Leão, 2023, pp.23)

Assumamos que a taxa de utilização u_1 é superior ao nível normal (u_n). Como tal, segundo o modelo Neo-Kaleckiano, as empresas vão aumentar a sua taxa de acumulação, de g_1 para g_2 . Assumindo que esse aumento de g faz com que $\uparrow Y > \uparrow Y_{fe}$, então a taxa de utilização aumenta de u_1 para u_2 . Este é o efeito de g sobre u , explicado

no capítulo 2, que aqui designamos por *efeito acumulação* e simbolizamos por $\uparrow u_{2.a}$. Porém, a alteração que propomos nesta secção implica que, para percebermos verdadeiramente o comportamento da variável u , tenhamos de considerar também o efeito da variação da distribuição de rendimento, que designamos por *efeito distribuição*. Como mostrámos, um aumento da desigualdade de rendimento no curto prazo, promove a diminuição de u que simbolizamos por $\downarrow u_{2.b}$.

Logo, num ciclo de crescimento, os efeitos *acumulação* e *distribuição* afetam u de forma contrária. Enquanto o *efeito acumulação* promove o seu aumento (de u_1 para u_2), o *efeito distribuição* estimula a sua diminuição. Portanto, a variação de u dependerá da força relativa dos dois efeitos. Existe, contudo, uma certeza: como o aumento da desigualdade de rendimento promove a diminuição de u , este prejudicará sempre o crescimento económico no modelo. Esse prejuízo é ilustrado na figura 13, acima apresentada, onde representamos a preto o comportamento das variáveis g e u caso não se considere o *efeito distribuição* e a azul o comportamento das referidas variáveis, considerando esse efeito. Dito isto, o aumento da desigualdade de rendimento pode prejudicar o crescimento económico no modelo de três formas:

A primeira forma, é a desaceleração do crescimento económico devido à desaceleração do investimento. Isto acontece quando o aumento da desigualdade de rendimento, ou *efeito distribuição* ($\downarrow u_{2.b}$), anula parcialmente o *efeito acumulação* ($\uparrow u_{2.a}$). Formalmente: $\uparrow u_{2.a} > \downarrow u_{2.b}$. Assim, em vez de aumentar para u_2 , a taxa de utilização aumenta apenas para u_2^* (sendo $u_2^* < u_2$). Consequentemente, no período 3, em vez de aumentarem g de g_2 para g_3 , as empresas fazem um aumento menor para g_3^* (sendo $g_3^* < g_3$). Ora, sendo certo que a taxa de acumulação aumenta de g_2 para g_3^* , o *efeito distribuição* fez com que esse aumento fosse menor. Logo, o aumento da desigualdade no período 2, leva à desaceleração da taxa de acumulação fazendo com que o crescimento económico desacelere no modelo.

A segunda forma, é o decréscimo económico devido à diminuição do investimento. Isto acontece quando o aumento da desigualdade de rendimento é tão significativo, que o *efeito distribuição* ($\downarrow u_{2.b}$) é superior ao *efeito acumulação* ($\uparrow u_{2.a}$). Formalmente: $\uparrow u_{2.a} < \downarrow u_{2.b}$. Assim, em vez de aumentar de u_1 para u_2 , a taxa de

utilização diminui para u_2^{**} . Consequentemente, no período 3, em vez de aumentarem g de g_2 para g_3 , as empresas diminuem a acumulação para g_3^{**} . Logo, o aumento da desigualdade no período 2, leva à diminuição da taxa de acumulação provocando um decréscimo económico (queda do Produto), no modelo.

A terceira forma, é a estagnação do crescimento económico devido à estagnação do investimento. Isto acontece quando o aumento da desigualdade de rendimento, ou *efeito distribuição* ($\downarrow u_{2,b}$), anula totalmente o *efeito acumulação* ($\uparrow u_{2,a}$). Formalmente: $\uparrow u_{2,a} = \downarrow u_{2,b}$. Assim, em vez de aumentar de u_1 para u_2 , a taxa de utilização não varia. As empresas, no período 3, em vez de aumentarem g de g_2 para g_3 , mantêm g invariável. Logo, o aumento da desigualdade no período 2, leva à estagnação da taxa de acumulação fazendo com que o crescimento económico estagne, no modelo.

Em síntese, mostrámos que o aumento da desigualdade de rendimento impacta negativamente o crescimento económico no modelo, remetendo-o para uma matriz *wage-led* apesar de o *efeito distribuição* representar uma abordagem alternativa à literatura da secção 3.1. Mesmo sabendo que Dutt (1990, 2017a) ou Palley (2013) consideraram o impacto da distribuição de rendimento sobre o crescimento económico nos seus modelos, a abordagem aqui proposta distingue-se por dois motivos: primeiro, porque insere no modelo a equação Y_{fe} , ignorada por Dutt e Palley. Segundo, porque considera que o aumento da desigualdade de rendimento no curto prazo, é um efeito exógeno que afeta o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano.

4 – Financiarização e Crescimento Económico

Neste capítulo, estudaremos o impacto da financiarização das empresas sobre o modelo Neo-Kaleckiano. Na secção 4.1, definimos o conceito de financiarização das empresas e mostramos o seu aumento nas últimas décadas. Na secção 4.2, analisamos o impacto desse aumento sobre o crescimento económico no modelo.

4.1 – Financiarização das empresas produtivas

A Financiarização é um conceito multidimensional, definindo-se como a crescente importância do setor financeiro – das suas instituições e transações – sobre o funcionamento das economias (Palley, 2007; Orhangazi, 2008a; Davis, 2009; Hein, 2010; Lavoie, 2008). Nas palavras de Epstein (2005), financiarização define-se como “*the increasing role of financial motives, markets, actors and institutions in the operation of the domestic and international economies*”. Nesta dissertação, consideraremos apenas uma das dimensões deste fenómeno: a financiarização das empresas produtivas¹¹. Podemos definir esta dimensão, através de dois pilares que aumentaram significativamente nas últimas décadas. O primeiro, é a participação das empresas produtivas nos mercados financeiros. O segundo, é a dependência das empresas relativamente ao poder de agentes preponderantes nesses mercados, nomeadamente investidores institucionais.

Começamos por evidenciar o aumento da participação destas empresas, nos mercados financeiros (primeiro pilar). Na figura 14, verifica-se que o rácio “rendimento financeiro/lucros realizados” aumentou, mostrando que o rendimento das empresas produtivas provém cada vez mais de aplicações financeiras e cada vez menos da sua atividade produtiva. Na figuras 15, o aumento do rácio “rendimentos portfolio/cash flow” demonstra a tendência de aumento do peso dos ganhos financeiros nos ganhos totais das empresas. Já o aumento do rácio “lucros financeiros/lucros não-financeiros” (figura 16), reforça a ideia apontada pela figura 14.

No que concerne à evidência do aumento do poder de agentes financeiros sobre as empresas produtivas (segundo pilar), demonstra-se que os investidores institucionais são os principais acionistas destas empresas (figura 17) e que essa realidade é mais significativa nas economias avançadas (figura 18). Já a figura 19, demonstra a tendência de aumento de ativos financeiros na posse destes investidores.

Diversa bibliografia (Useem, 1996; Fligstein, 2002; Lazonick & O’Sullivan, 2000; Hein, 2015, p.911) tem destacado que o aumento de poder dos investidores

¹¹ Empresas cuja operação é realizada em setores produtivos da economia real, também designadas empresas não-financeiras

institucionais sobre as empresas produtivas, é uma das explicações para o aumento da participação dessas empresas nos mercados financeiros. Ou seja, usando a designação que adotámos, o segundo pilar da financiarização estimula o primeiro pilar. Esta bibliografia argumenta que os investidores institucionais, enquanto detentores (cada vez mais importantes) de capital acionista de empresas produtivas, fomentam a participação das mesmas nos mercados financeiros, através da pressão que exercem sobre os gestores para que estes implementem a chamada *shareholder value orientation*. Esta estratégia, promove uma orientação de gestão na qual o principal objetivo das empresas deixa de ser o crescimento de longo prazo no mercado e passa a ser a maximização do valor detido pelos acionistas, leia-se a maximização do preço das ações.

4.2 – Financiarização no modelo Neo-Kaleckiano

Esta secção subdivide-se em duas subsecções. Na subsecção 4.2.1, destacamos que o primeiro pilar da financiarização, estimulado pelo segundo, afeta a taxa de acumulação (g). Na subsecção 4.2.2, destacamos que o segundo pilar da financiarização afeta a taxa de utilização (u). Assim, o aumento da financiarização das empresas, ao afetar ambas as variáveis, afeta o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano.

4.2.1 – Financiarização e taxa de acumulação

O efeito da financiarização sobre a taxa de acumulação, prende-se com o seu impacto sobre o investimento produtivo¹² das empresas. Esse impacto ocorre devido ao aumento da participação das empresas nos mercados financeiros (primeiro pilar da financiarização) que, como explicámos na secção anterior, decorre da implementação da estratégia *shareholder value orientation*, imposta pelo poder que os investidores institucionais têm sobre estas empresas (segundo pilar da financiarização). Essa maior participação nos mercados financeiros verificou-se, essencialmente, através de dois canais: canal *management preference* e canal *internal means of finance*, ambos prejudiciais para o investimento produtivo.

¹² Entende-se por investimento produtivo o investimento que é realizado para aumentar a capacidade produtiva de uma empresa na economia real, ou seja, investimento em capital físico.

O canal *management preference* é destacado por Hein (2018, p.30; 2011, p.297), Hein & van-Treeck (2010), Crotty (1990), Stockhammer (2006) entre outros¹³. Estes autores argumentam que a *shareholder value orientation* leva os gestores a privilegiarem aumentos do investimento financeiro das empresas, em detrimento do investimento produtivo e do crescimento de longo prazo. Existe, portanto, um *trade-off* entre os dois tipos de investimento que assenta no seguinte raciocínio: a *shareholder value orientation* faz com que as empresas procurem maximizar o valor na posse dos acionistas, leia-se o valor das suas ações. Dentro dos diversos fatores que influenciam o valor de uma ação contam-se a lucratividade da empresa, variações das taxas de juro ou tendências de mercado (Levinson, 2020). Os investidores institucionais entendem que através da compra e venda de ativos financeiros, as empresas aumentam a sua lucratividade mais celeremente do que apostando na atividade produtiva. Por isso, forçam ou incentivam os gestores a canalizar mais recursos para a aquisição de ativos financeiros, em vez de os canalizarem para aumentos do investimento produtivo que gera lucros, “apenas”, no médio-longo prazo. Esta estratégia garantirá que o preço das ações da empresa é maximizado mais celeremente, beneficiando os acionistas (investidores institucionais).

Olhando para dados empíricos confirma-se que, nas últimas décadas, o investimento financeiro tem aumentado e o investimento produtivo das empresas tem diminuído ou estagnado. Nas figuras 20 e 21, demonstra-se que o peso dos ativos financeiros no total de ativos das empresas, aumentou. Já as figuras 22 e 23, demonstram o aumento do rácio “ativos financeiros/ativos reais” na posse das empresas produtivas. Na figura 24, esta ideia é reforçada já que o peso dos ativos financeiros sobre as vendas das empresas aumentou, enquanto o peso do capital fixo sobre as mesmas vendas se manteve constante. Por fim, as figuras 25 e 26 demonstram a diminuição do peso do investimento sobre o lucro operacional e sobre o superavit operacional, provando que as empresas diminuíram o reinvestimento produtivo dos seus lucros.

Portanto, o canal *management preference* conclui que as empresas, ao aumentarem a compra de ativos financeiros (aumentando a sua financiarização),

¹³ (Boyer, 2000; Orhangazi, 2008b; Hecht, 2014; Ozdemir, 2019,274; Hein, 2012; Hein & Dodig, 2015)

diminuem o investimento produtivo porque diminuíram os recursos disponíveis para o realizar. Formularemos, de seguida, uma exceção a esta conclusão.

O canal *internal means of finance*, destacado por Lavoie (1995), Aglietta (2001), Dumenil (2004) entre outros¹⁴, argumenta que a *shareholder value orientation* leva os gestores das empresas a privilegiarem o pagamento de dividendos aos acionistas e a compra de ações próprias, em detrimento do investimento produtivo. Por um lado, porque aumentar o pagamento de dividendos aumenta a remuneração dos acionistas e valoriza indiretamente o preço das ações (Levinson, 2020, p.200). Por outro lado, porque a recompra de ações impulsiona imediatamente o seu preço (Levinson, 2020, p.198). Ambas as formas são consideradas, pelos investidores institucionais, como mais céleres para maximizar o valor das ações das empresas do que a aposta em aumentos do investimento produtivo.

Na figura 27, verifica-se que o pagamento de dividendos por parte das empresas não-financeiras tem aumentado nas últimas décadas (aumento do rácio “pagamento dividendos/cash flow”). Aumento esse, verificado em proporção dos ativos fixos (figura 28) e dos meios internos de financiamento das empresas (figura 29). Já na figura 30, demonstra-se o aumento da recompra de ações próprias pelas empresas produtivas.

Portanto, o canal *internal means of finance* conclui que as empresas, ao aumentarem o pagamento de dividendos e a recompra de ações (aumentando a sua financiarização), diminuem o investimento produtivo porque diminuíram os recursos disponíveis para o realizar. De seguida, formularemos uma exceção a esta conclusão.

Abrimos um breve parêntesis para destacar que a maximização do preço das ações (*shareholder value orientation*), não beneficia apenas investidores institucionais. Hein (2011, p.296), Kwon (2018, p.647), Goldstein (2012) entre outros¹⁵ mencionam que os gestores que a implementam, também são beneficiados com o aumento da financiarização. Primeiro, porque detêm *employee stock options* que são valorizadas com o aumento do preço das ações (Levinson, 2020, p.198). Segundo, porque recebem prémios salariais associados à maximização do valor das ações das empresas que gerem.

¹⁴ (Hein, 2018, p.30; Hein, 2011, p.296; Hein, 2007; Orhangazi, 2008b, p.883)

¹⁵ (Hein, 2015, p.910; Dobbin & Zorn, 2005; Krier, 2005)

Fechado o parêntesis, expliquemos de que forma o aumento da financiarização, através dos dois canais supramencionados, afeta o modelo Neo-Kaleckiano. Simbolizamos ambos os canais na seguinte equação:

$$(19) \quad F = f_1 + f_2$$

onde F representa o impacto da financiarização sobre o investimento produtivo, que doravante designamos por *efeito financiarização*; f_1 representa o canal *management preference* e f_2 o canal *internal means of finance*. Como explicámos, ambos os canais prejudicam o investimento produtivo das empresas pelo que, para perceber o seu efeito sobre o modelo, acrescentamos a variável F , com um sinal negativo, à função investimento:

$$(20) \quad g^i = I/K = \delta + I_A/K + \alpha_u \cdot (u_{n-1} - u_n) - F$$

Esta alteração, mostra que o *efeito financiarização* prejudica a taxa de acumulação das empresas (g) e, conseqüentemente, o crescimento económico no modelo.

Porém, existem exceções ao impacto do *efeito financiarização* sobre a taxa de acumulação. Relativamente ao canal *management preference*, se o aumento do investimento financeiro das empresas for na compra de ações ou obrigações de outras empresas, o investimento produtivo não é afetado no modelo. Isto porque, se uma empresa A comprar ações de uma empresa B , apesar de a empresa A ficar com menos meios para financiar o seu investimento produtivo, a empresa B vê os seus meios de financiamento aumentar. Logo, o investimento agregado não é afetado. Relativamente ao canal *internal means of finance*, se os dividendos pagos aos acionistas forem totalmente gastos em consumo, o investimento produtivo não é afetado no modelo porque, apesar de g diminuir, o aumento do consumo fará u aumentar levando a um aumento de g no período seguinte que compensa a sua diminuição inicial. Nestes casos, a financiarização não prejudica o investimento produtivo das empresas e, por isso, a variável F será igual a 0.

Pelo contrário, nas restantes situações o investimento produtivo é prejudicado com o aumento da financiarização das empresas, como sugerem os dois canais que

destacámos e os dados empíricos apresentados. Por exemplo, se as empresas investirem em produtos financeiros como futuros, derivados, *forwards* ou *swaps* para efeitos especulativos, isso representa, na prática, uma diminuição imediata dos recursos disponíveis para realizar investimento produtivo. O mesmo ocorre se os dividendos pagos aos acionistas aumentarem a poupança ao invés de serem gastos em consumo. Nestes casos, o investimento produtivo é prejudicado pela financiarização das empresas prejudicando g com base na equação (20). Prejuízo esse que afeta, inerentemente, o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano.

Por fim, vejamos um exemplo que formaliza este raciocínio: se no nosso modelo $u_{n-1} > u_n$ as empresas aumentarão g , como explicámos no capítulo 2. Com base no *principle of increasing risk*¹⁶ kaleckiano (Kalecki, 1937), estas utilizarão os seus lucros acumulados para financiar esse investimento. Porém, considerando o *efeito financiarização*, esses lucros (ou demais recursos) podem ser “desviados” para comprar ativos financeiros ($\uparrow f_1$) ou pagar dividendos/recomprar ações ($\uparrow f_2$). Nesses casos, os recursos disponíveis para financiar o aumento de g diminuem. Logo, quanto maior o impacto negativo da financiarização sobre o investimento das empresas (F), maior o seu impacto negativo sobre o crescimento económico no modelo, que tomará uma de três formas: primeiro, se $|u_{n-1} - u_n| = |F|$ o *efeito financiarização* impede totalmente o aumento de g , significando a estagnação do investimento das empresas e do crescimento económico no modelo. Segundo, se $|u_{n-1} - u_n| > |F|$ o *efeito financiarização* impede parcialmente o aumento de g , significando a desaceleração do investimento das empresas e do crescimento económico no modelo. Terceiro, se $|u_{n-1} - u_n| < |F|$ o *efeito financiarização* faz g diminuir, significando a diminuição do investimento das empresas e o decréscimo económico (queda do Produto) no modelo.

4.2.2 – Financiarização e taxa de utilização

Nesta subsecção, analisamos o efeito da financiarização das empresas sobre a outra variável basilar do modelo Neo-Kaleckiano: a taxa de utilização das empresas. Esse efeito, decorre do aumento de poder dos investidores institucionais sobre as empresas

¹⁶ Princípio que defende que as empresas preferem financiar os seus investimentos com recursos próprios, ao invés de recursos externos (como empréstimos) devido ao cariz incompleto dos mercados de crédito, marcados por informação assimétrica

produtivas (segundo pilar da financiarização) e pode sistematizar-se em três mecanismos.

O primeiro mecanismo, destacado por Kollmeyer (2019), Shin (2017) ou Hyde (2020, p.898-899), advoga que o poder dos investidores institucionais prejudica o poder negocial dos trabalhadores. Esse prejuízo, deve-se a três razões. *Primeiro*, a estratégia *shareholder value orientation* implementou um modelo organizacional que aumentou a competição e o individualismo nas relações laborais, dificultando a criação de um interesse coletivo (Dunhaupt, 2013; Grady & Simms, 2019). A este respeito, Cushen (2013) dá o exemplo da criação de *performance targets* enquanto Kvist (2004), Krings (2009) ou Meardi et al. (2013) correlacionam a maior competição com a quebra de direitos laborais. Assim, como a criação de um interesse coletivo é essencial para a capacidade reivindicativa dos sindicatos, a incapacidade de o gerar representa uma perda de poder negocial para os trabalhadores. *Segundo*, a financiarização aumentou as “*exit options*” do capital (Stockhammer, 2009) prejudicando o poder negocial dos trabalhadores porque, por um lado, a facilidade em deslocalizar a produção é usada como fator de pressão nas negociações salariais. Por outro lado, estes investidores têm muito poder sobre cada empresa isoladamente considerada (Dallery, 2009) porque possuem ações de múltiplas empresas que podem transacionar com grande facilidade. Por isso, são independentes e estão distantes da realidade concreta de cada empresa, o que dificulta a capacidade de pressão dos sindicatos. *Terceiro*, as características dos investidores institucionais implicam a diminuição dos mecanismos de pressão e do poder negocial dos trabalhadores (Rossman & Greenfield, 2007). Quanto maiores os ganhos financeiros decorrentes da *shareholder value orientation*, menor a dependência desses investidores relativamente à atividade produtiva e aos lucros nela gerados (Lin & Tomaskovic-Devey, 2013; Alvarez, 2015; ILO, 2008). Assim, os sindicatos perdem força já que a sua capacidade negocial depende da influência que têm sobre a atividade produtiva. Além disso, os investidores institucionais focam-se na maximização do valor das suas ações e na transação de ativos nos mercados financeiros, dando pouca relevância a temáticas como melhorias da capacidade produtiva ou viabilidade de longo prazo das empresas. Mais uma vez, como a sua força reivindicativa depende destas temáticas, os sindicatos têm pouca margem de manobra quando negoceiam com este

tipo de investidores (Lin & Tomaskovic-Devey, 2013, p.1294; Ozdemir, 2019, p.287; Kus, 2012, p.485; Onaran et al., 2015, p.23).

Estas três razões, além de constituírem uma desvalorização da atividade produtiva e do estatuto do fator trabalho, explicam a redução do poder negocial dos trabalhadores promovida pela financiarização. Essa redução, representa-se através da variável θ_w na equação (12) da subsecção 3.2.1. Como mostrámos nessa subsecção, quanto menor o poder negocial dos trabalhadores, mais fácil é para as empresas aumentarem as suas margens de lucro levando à quebra dos salários reais e ao aumento da desigualdade de rendimento.

O segundo mecanismo, advoga que em certas circunstâncias o poder dos investidores institucionais é tão superior ao dos trabalhadores que permite a redução direta do conjunto dos salários nominais, através de vagas de despedimento. Tridico & Pariboni (2018), Kwon et al. (2017, p.382), Aglietta (2000) entre outros¹⁷, destacam que os gestores são estimulados a reduzir custos salariais, para maximizarem lucros. Lazonick & O'Sullivan (2000) apelidam esta prática de *downsize and distribute*, enquanto Crotty (2005) designa-a de “paradoxo neoliberal”. Estes autores parecem sugerir que as empresas procuram aumentar margens à custa de salários apenas devido à pressão dos investidores institucionais. Pensamos que essa pretensão sempre existiu pelo que, a validade teórica deste mecanismo nos parece frágil. Ainda assim, vários estudos apontam para uma correlação entre vagas de despedimento e aumentos da participação acionista de investidores institucionais, em empresas onde essas vagas ocorreram. Lazonick & O'Sullivan (2000), Herz (1990) e Weinstein & Kochan (1995) destacam essa correlação para empresas estadunidenses na década de 1990, enquanto Rossman & Greenfield (2007) destacam-na para grandes empresas do setor alimentar já no século XXI (e.g. *Cadbury Schweppes*, *Heineken*, *Nestlé* ou *Kraft Foods*). Assim, a diminuição do salário nominal e o aumento da margem de lucro leva à redução do salário real e ao aumento da desigualdade de rendimento, consequências já verificadas no primeiro mecanismo.

¹⁷ (Pariboni et al., 2020, p.219; Kohler et al., 2018; Tomaskovic-Devey, 2015, p.387)

O terceiro mecanismo, destaca o efeito da financiarização sobre o *markup* das empresas. Como vimos no canal *internal means of finance*, o poder dos investidores institucionais leva ao aumento de pagamento de dividendos, que pode considerar-se um *overhead cost* (Dunhaupt, 2013; Hein, 2015). Na ótica de Kalecki, o aumento destes custos promove, em termos unitários, o aumento do *markup* implicando, *ceteris paribus*, a diminuição do salário real. Este facto foi confirmado por Dünhaupt (2016) em 13 países da OCDE, por Tomaskovic-Devey & Lin (2011) em diversas indústrias estadunidenses e por Epstein & Power (2003) em 29 países da OCDE. Este terceiro mecanismo, também implica a diminuição do salário real, mas, como os salários nominais e as margens de lucro não variam, o tipo de desigualdade a que nos referimos nesta dissertação não aumenta. Porém, a desigualdade em termos gerais aumenta na mesma porque o rendimento dos acionistas é diretamente beneficiado em detrimento dos rendimentos da economia real.

Em síntese, a financiarização das empresas reduz o salário real através destes três mecanismos. Como explicámos no capítulo 3, a diminuição dos salários reais faz diminuir a procura agregada no curto prazo, levando à diminuição da taxa de utilização (u) nesse período. Inerentemente, a taxa de acumulação (g) é prejudicada no período seguinte prejudicando a variação de Y no longo prazo, ou seja, prejudicando o crescimento económico no modelo das três formas explicadas na secção 3.3. Por isso, a financiarização das empresas também prejudica o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano, através do seu impacto negativo sobre a taxa de utilização (u).

5 – Conclusão

Terminamos a presente dissertação sintetizando o raciocínio desenvolvido em quatro conclusões fundamentais.

A primeira conclusão, relaciona-se com a forma como o modelo Neo-Kaleckiano explica o crescimento económico. Mostrámos, no capítulo 2, que o modelo se baseia na interação entre a taxa de acumulação das empresas (g) e a sua taxa de utilização (u). Como vimos, as empresas pretendem manter uma parte da sua capacidade produtiva de prevenção, pelo que definem o nível de utilização que querem aplicar na produção:

o chamado nível normal. Sempre que u suplante esse nível, as empresas aumentam o investimento (aumentam g) para fazerem u regressar ao nível normal. Esse aumento de g implica, simultaneamente, um aumento do produto (Y) via multiplicador do investimento e um aumento da capacidade produtiva (Y_{fe}). Assim, u variará consoante a magnitude relativa desses dois aumentos (rácio $\Delta Y / \Delta Y_{fe}$). Se Y aumentar mais que Y_{fe} então u , em vez de diminuir, aumentará novamente levando as empresas a aumentar g no período seguinte, e assim sucessivamente. Caso contrário, u diminuirá provocando a diminuição de g (e do Produto) no período seguinte. Portanto, o crescimento económico no modelo depende diretamente da variação de g . Essa variação depende, por sua vez, do nível de u em cada período. Por seu turno, esse nível também oscila com a variação de g . Conclui-se que a variação de u é a principal causa da variação de g e vice-versa, pelo que o Produto (Y) varia no modelo através de ciclos autossustentados de crescimento e recessão.

A segunda conclusão, decorre do capítulo 3 e prende-se com o impacto do aumento da desigualdade de rendimento sobre o crescimento económico. Para analisar este impacto, introduzimos uma nuance ao raciocínio do modelo: considerámos que a variação de u depende, não só da variação de g (que apelidámos de *efeito acumulação*), mas também da distribuição de rendimento no curto prazo (que designámos por *efeito distribuição*). Os fundamentos deste efeito encontram-se na teoria de preços kaleckiana, que utilizámos para explicar que o aumento da desigualdade funcional de rendimento decorre do aumento da margem de lucro das empresas e da consequente diminuição do salário real dos trabalhadores. Como os trabalhadores despendem a totalidade do seu salário em consumo, *ceteris paribus*, a diminuição do salário real leva à diminuição do consumo dos trabalhadores e, portanto, à diminuição da procura agregada (ED) no curto prazo. Logo, o Produto diminui ($ED = Y$) e Y_{fe} não varia, porque o investimento é invariável no curto prazo. Isto faz com que u diminua, prejudicando g no período seguinte e, conseqüentemente, prejudicando o crescimento económico no modelo. Em suma, conclui-se que o aumento da desigualdade na distribuição do rendimento prejudica o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano, através do seu impacto negativo sobre a taxa de utilização.

A terceira conclusão, decorre da subsecção 4.2.1 e prende-se com o impacto do aumento de participação das empresas nos mercados financeiros, sobre o crescimento económico. Apelidámos este fenómeno de primeiro pilar da financiarização. Como mostrámos, os investidores institucionais utilizam o seu poder sobre as empresas para maximizarem os seus ganhos, promovendo a chamada *shareholder value orientation* com o objetivo de maximizar o valor das ações. Para isso, os gestores aumentam o investimento financeiro e o pagamento de dividendos/recompra de ações, porque os investidores institucionais entendem que essas operações permitem maximizar o preço das ações de forma mais célere. Porém, a sua realização é feita em detrimento do investimento produtivo, porque os recursos disponíveis para o efetuar são canalizados para as operações supramencionadas. Essa diminuição do investimento produtivo, traduz-se na redução da taxa de acumulação (g) e no conseqüente prejuízo sobre o crescimento económico no modelo. Em suma, conclui-se que o aumento do primeiro pilar da financiarização das empresas prejudica o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano, através do seu impacto negativo sobre a taxa de acumulação.

A quarta conclusão, decorre da subsecção 4.2.2 e prende-se com o impacto do aumento de poder dos investidores institucionais sobre o crescimento económico. Apelidámos este fenómeno de segundo pilar da financiarização. Demonstrámos que o maior poder dos investidores institucionais sobre as empresas produtivas implica a diminuição do poder negocial dos trabalhadores; a redução direta de salários nominais via despedimentos e o aumento do *markup* unitário devido ao pagamento de dividendos. Estes três mecanismos fazem os salários reais diminuir prejudicando a taxa de utilização, através do raciocínio destacado no capítulo 3. Conseqüentemente, esse prejuízo afeta a taxa de acumulação prejudicando o crescimento económico no modelo. Em suma, conclui-se que o aumento do segundo pilar da financiarização das empresas prejudica o crescimento económico no modelo Neo-Kaleckiano, através do seu impacto negativo sobre a taxa de utilização.

Terminamos propondo duas hipóteses de investigação futura. A primeira, relaciona-se com a evidência de que o segundo pilar da financiarização das empresas estimula a desigualdade na distribuição de rendimento. Isso permite cenarizar uma realidade onde desigualdade e financiarização se reforçam mutuamente. Apesar da

análise desse cenário não se inserir nos propósitos desta dissertação, no futuro, seria frutuoso avaliar, não só se outras dimensões da financiarização estimulam a desigualdade, mas também se a própria desigualdade de rendimento estimula o aumento da financiarização. A confirmar-se, estaríamos perante um círculo vicioso de desigualdade e financiarização prejudicial para o crescimento económico. Como segunda hipótese de investigação futura propomos a inclusão da política económica no modelo, para estudar de que forma políticas orçamentais e, especialmente, políticas de redistribuição de rendimento permitem combater os efeitos prejudiciais sobre o crescimento económico, destacados nesta dissertação.

ANEXOS

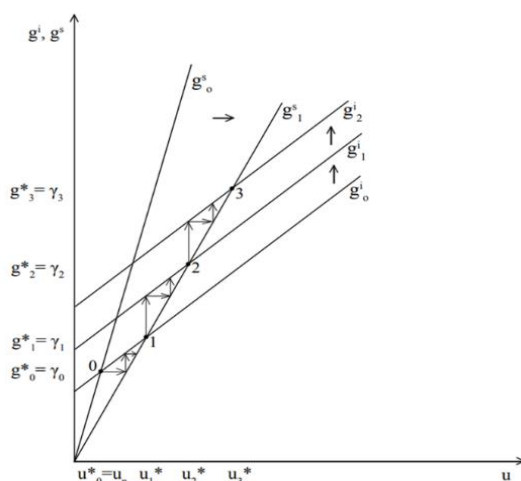


Figura 1 – Representação do modelo canónico Neo-Kaleckiano
 Fonte: Leão & Leão (2022), pp.12

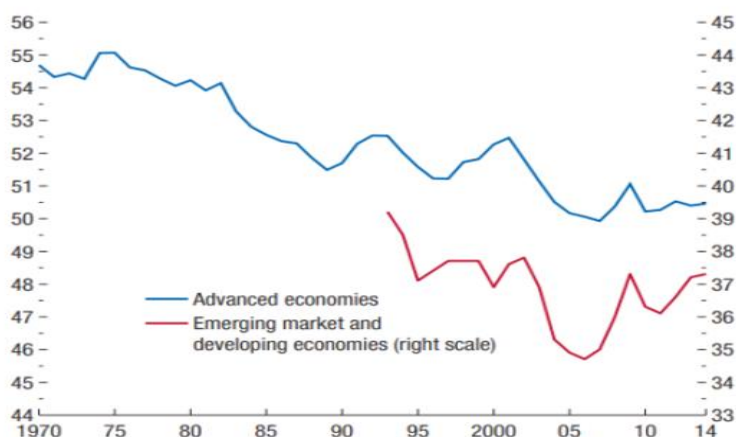


Figura 3 – Evolução do peso dos salários no rendimento
 Fonte: International Monetary Fund (2017) World Economic Outlook: Chapter 3 - Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares

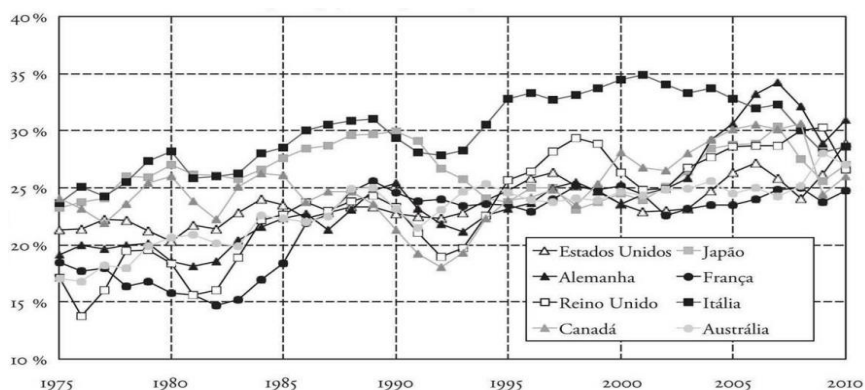


Figura 4 – Peso dos rendimentos do capital no rendimento nacional nos países desenvolvidos (1975-2010)
 Fonte: Piketty, T. (2014). *O Capital no século XXI*, 1ªed. Lisboa: Temas e Debates | Círculo de Leitores, pp.330

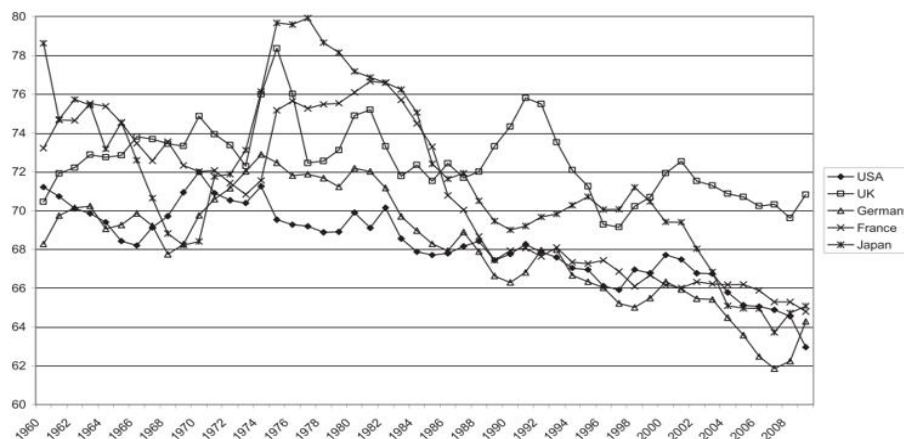


Figura 5 – Peso dos salários no rendimento nacional nas economias desenvolvidas (1960-2010)
 Fonte: Stockhammer, E. (2015). Rising inequality as a cause of the present crisis. *Cambridge Journal of Economics* vol.39 (3), pp.943

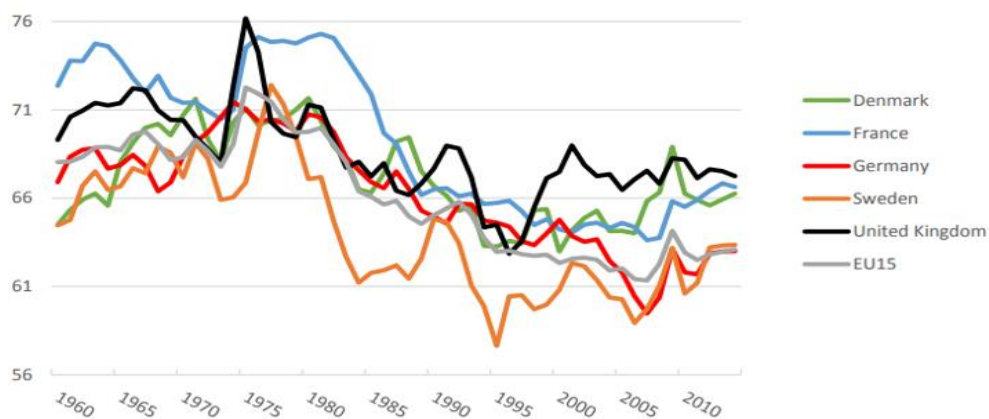


Figura 6 - Peso dos salários no rendimento nacional nas economias europeias (em percentagem)
 Fonte: Onaran, O., Guschanski, A., Meadway, J. & Martin, A. (2015). Working for the economy: The economic case for trade unions. *Greenwich Political Economy Research Centre*, pp.11

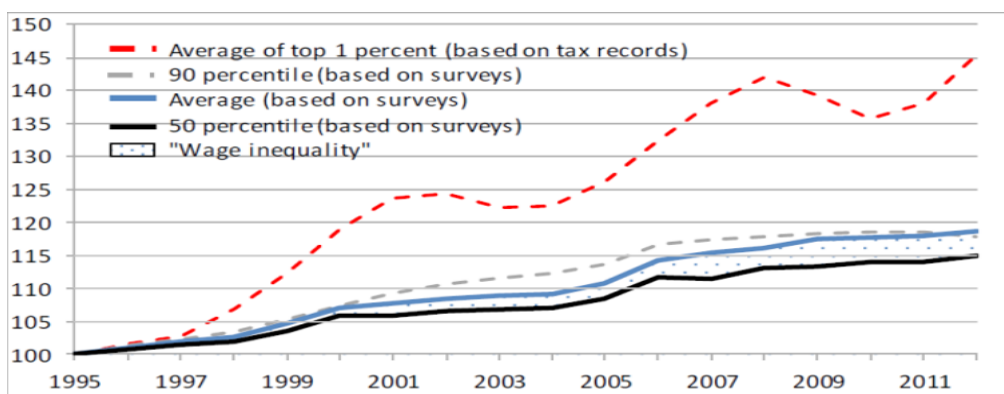


Figura 7 – Divergência entre o percentil superior dos salários e os salários médios e medianos nos países da OCDE
 Fonte: Organization for Economic Cooperation and Development (2017). Decoupling of Wages from Productivity: Macro-Level Facts. *Economic Department Working Paper No. 1373*, pp.19

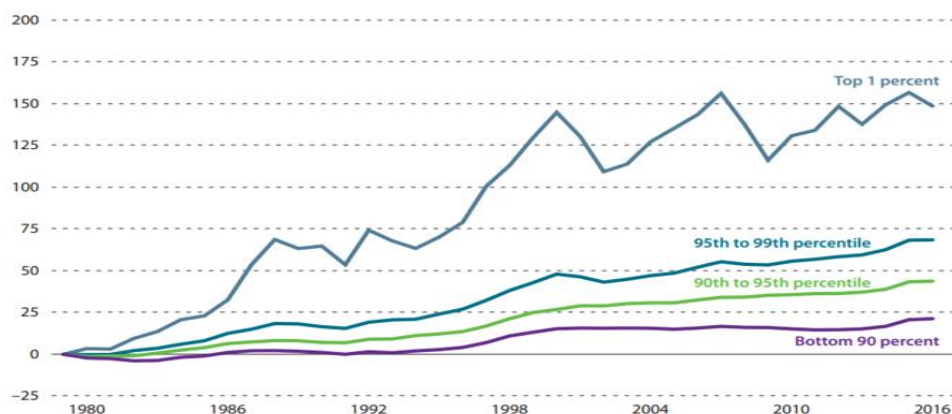


Figura 8 – Crescimento cumulativo do salário real anual nos EUA por percentil (1979-2016)

Fonte: Economic Policy Institute (2018). Strengthening Labor Standards and Institutions to Promote Wage Growth [Em linha]. Disponível em: <https://www.brookings.edu/articles/strengthening-labor-standards-and-institutions-to-promote-wage-growth/> [Acesso a 19/09/2022], pp.6

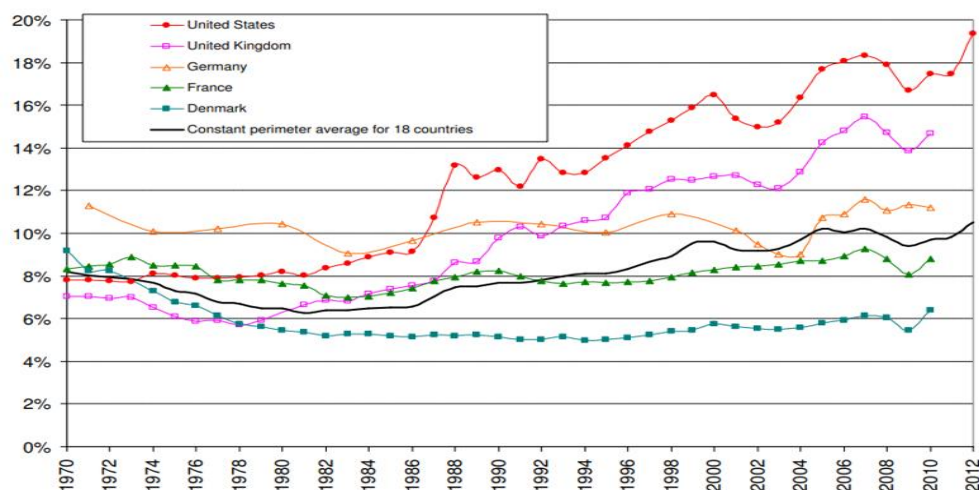


Figura 9 – Evolução da percentagem do rendimento nacional detida pelo percentil superior nas economias desenvolvidas (1970-2012)

Fonte: Godechot, O. (2016) Financialization Is Marketization! A Study of the Respective Impacts of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality. *Sociological Science* vol.3, pp.504

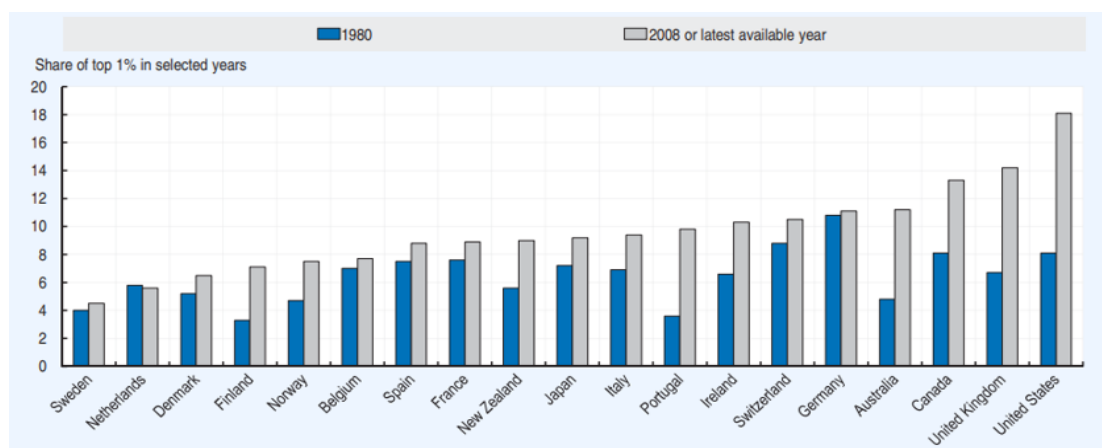


Figura 10 – Percentagem do rendimento nacional detido pelo percentil superior em 1960 vs 2008

Fonte: Organization for Economic Cooperation & Development (2012). Part II, Chapter 5 - Reducing income inequality while boosting economic growth: Can it be done? In: OECD (Eds) Economic Policy Reforms: Going for Growth. Washington: OECD Publishing, pp.188

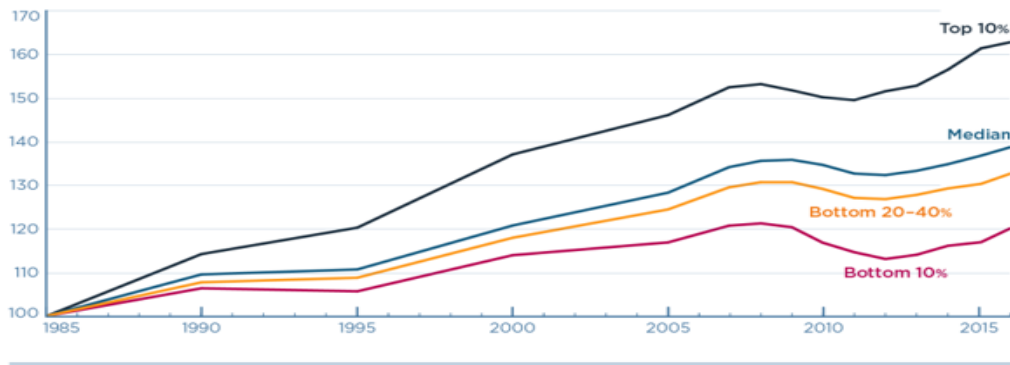


Figura 11 – Rendimento disponível real nas economias avançadas por posição de rendimento (1985-2016)
Fonte: Organization for Economic Cooperation and Development (2019). Overview. In: OECD, (Eds.) Under Pressure: The Squeezed Middle Class. Washington: OECD Publishing, pp.22

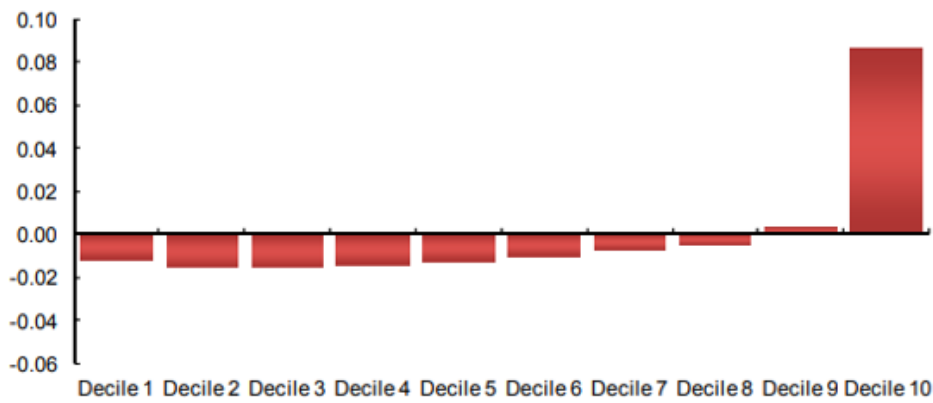


Figura 12 – Evolução das percentagens de rendimento líquido por decil (1979-2010): variação média anual em percentagem (economias avançadas)
Fonte: International Monetary Fund (2015). Inequality and Labor Market Institutions [Em linha]. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Inequality-and-Labor-Market-Institutions-42987> [Acesso em 17/09/2022], pp.11

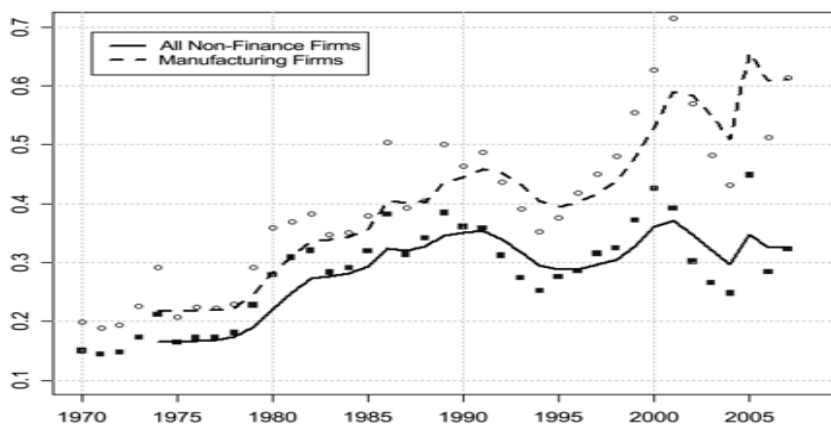


Figura 14 – Rendimento financeiro sobre lucros realizados nos EUA (1970-2007)
Fonte: Lin, K. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology* vol.118 (5), pp.1288

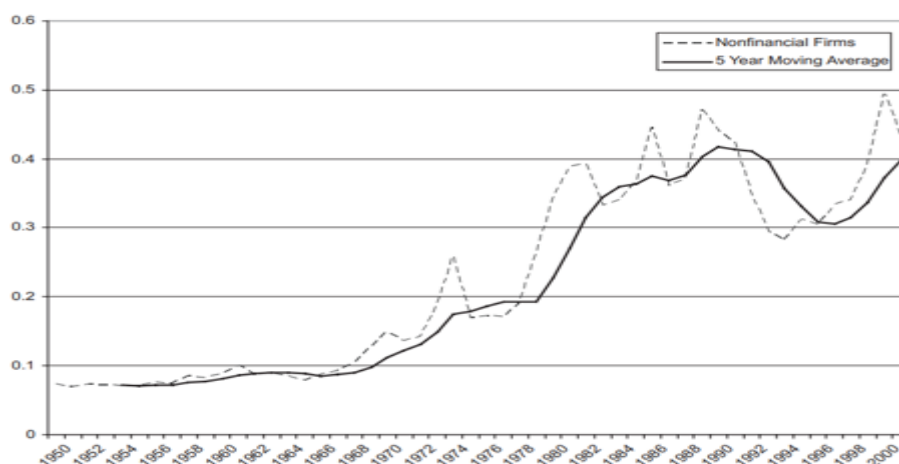


Figura 15 – Rácio do rendimento de portfolio sobre *cash flow* nas empresas não-financeiras dos EUA (1950-2001)
 Fonte: Krippner, G. (2005). The financialization of the American Economy. Socio-Economic Review vol.3, pp.186

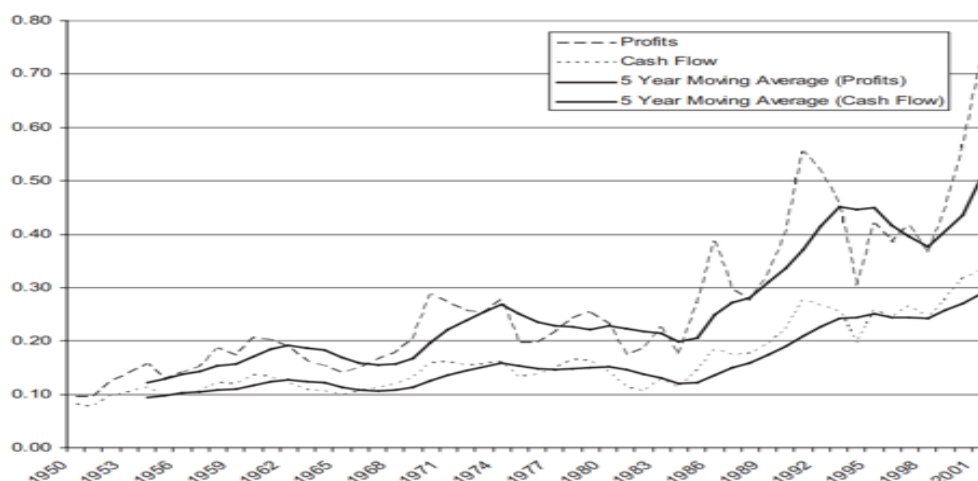


Figura 16 – Rácio entre lucros financeiros sobre lucros não financeiros e *cash flow* na economia dos EUA (1950-2001)
 Fonte: Krippner, G. (2005). The financialization of the American Economy. Socio-Economic Review vol.3, pp.190

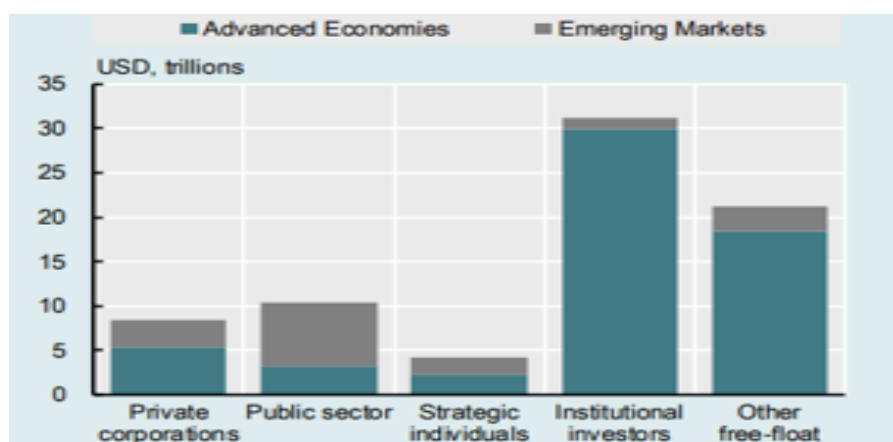


Figura 17 – Distribuição da propriedade acionista por categoria de investidor nas empresas cotadas na bolsa a nível mundial
 Fonte: De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019). Owners of the World's Listed Companies., *OECD Capital Market Series*, Paris [Em linha]. Disponível em: www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm [Acesso em 16/02/2023], pp.10

	Private corporations	Public sector	Strategic individuals	Institutional investors	Other free-float
United States	2%	3%	4%	72%	19%
Advanced Asia	17%	23%	7%	23%	30%
Europe	13%	9%	8%	38%	32%
China	11%	38%	13%	9%	28%
Emerging Asia excl. China	34%	19%	10%	16%	21%
Other Advanced	7%	4%	4%	39%	47%
Latin America	34%	7%	17%	20%	21%
Other Emerging	15%	28%	6%	20%	31%
Global average	11%	14%	7%	41%	27%

Figura 18 – Distribuição da participação acionista por categoria de investidor e por região de empresas cotadas na bolsa a nível mundial

Fonte: De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019). Owners of the World's Listed Companies., *OECD Capital Market Series*, Paris [Em linha]. Disponível em: www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm [Acesso em 16/02/2023], pp.11

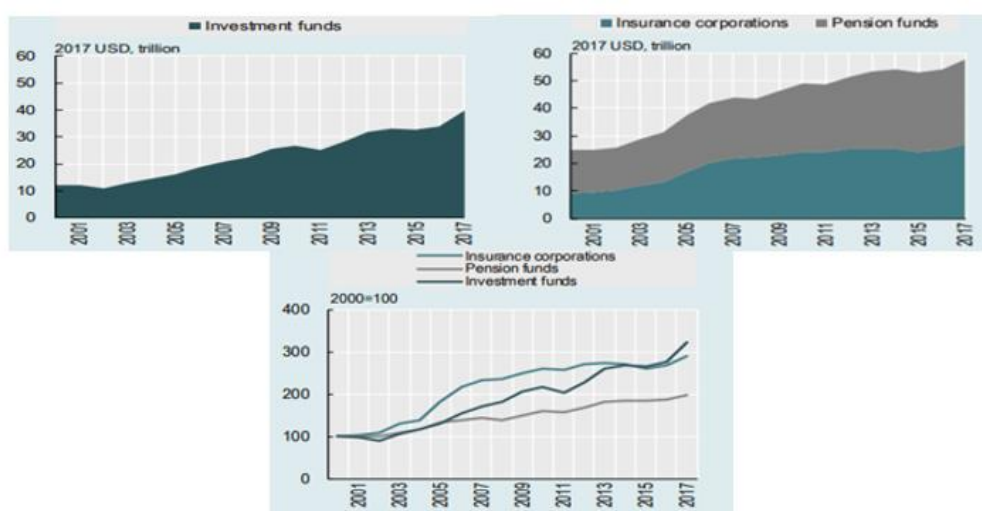


Figura 19 – Ativos sob gestão de investidores institucionais nos países da OCDE (sociedades de seguros; fundos de pensão e fundos de investimento)

Fonte: De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019). Owners of the World's Listed Companies., *OECD Capital Market Series*, Paris [Em linha]. Disponível em: www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm [Acesso em 16/02/2023], pp.21

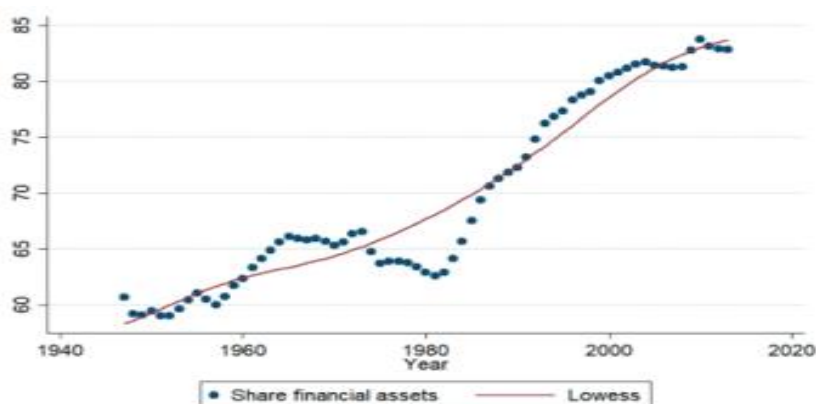


Figura 20 – Percentagem de ativos financeiros no total de ativos das empresas produtivas nos EUA (1947-2013)

Fonte: Fernández, M. & Punzo, L. (2021). Some new insights on financialization and income inequality: evidence for the US economy, 1947–2013. *International Review of Applied Economics* vol.35 (3-4), pp.526



Figura 21 – Ativos financeiros em proporção dos ativos totais das empresas não financeiras dos EUA (1970-2008)
 Fonte: Tomaskovic-Devey, D., Lin, K. & Meyers, N. (2015). Did financialization reduce economic growth?. *Socio-Economic Review* vol.13 (3), pp.529

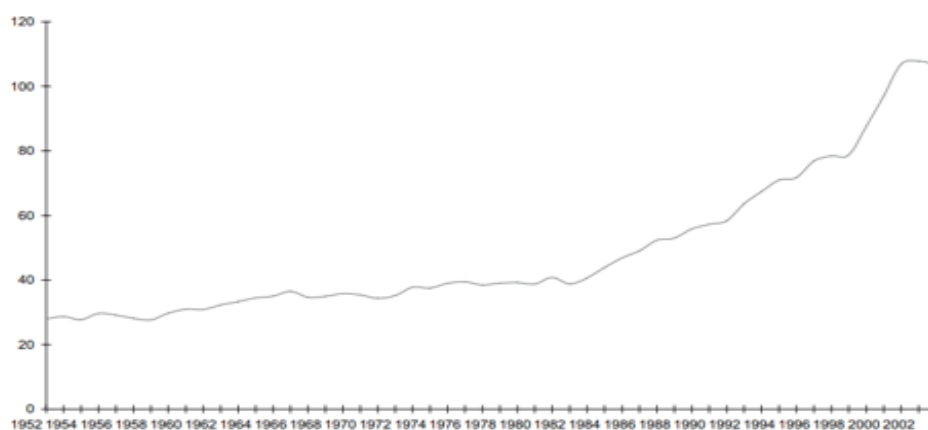


Figura 22 – Ativos financeiros em percentagem dos ativos tangíveis/reais detidos pelas empresas não financeiras nos EUA (1952-2003)
 Fonte: Orhangazi, O. (2008b). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics* vol.32 (6), pp.866

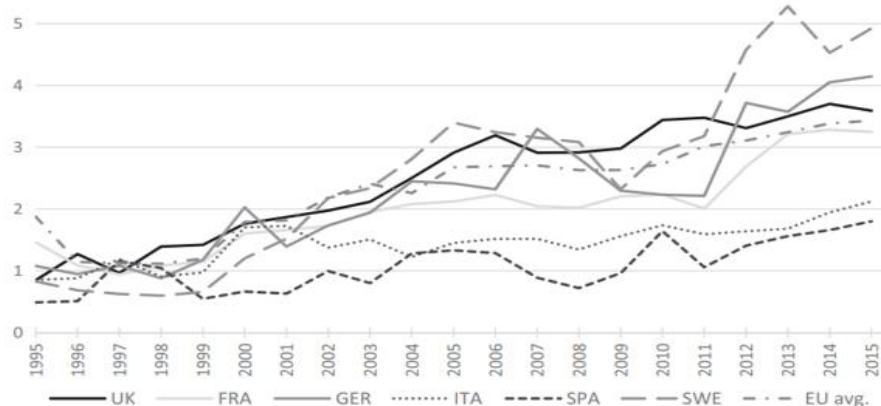


Figura 23 – Rácio de ativos financeiros/ativos fixos das empresas não-financeiras de países europeus (1995-2015)
 Fonte: Tori, D. & Onaran, O. (2020). Financialization, financial development and investment. Evidence from European non-financial corporations. *Socio-Economic Review* vol.18 (3), pp.692

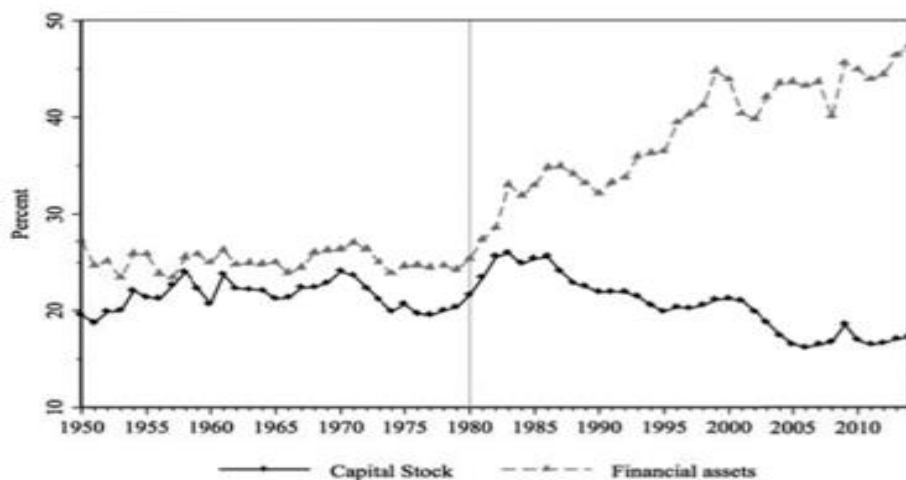


Figura 24 – Capital fixo e ativos financeiros em proporção das vendas nas economias desenvolvidas (mediana anual das empresas não-financeiras)

Fonte: Davis, L. (2017). Financialization and Investment: a Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys* vol.31 (5), pp.1341

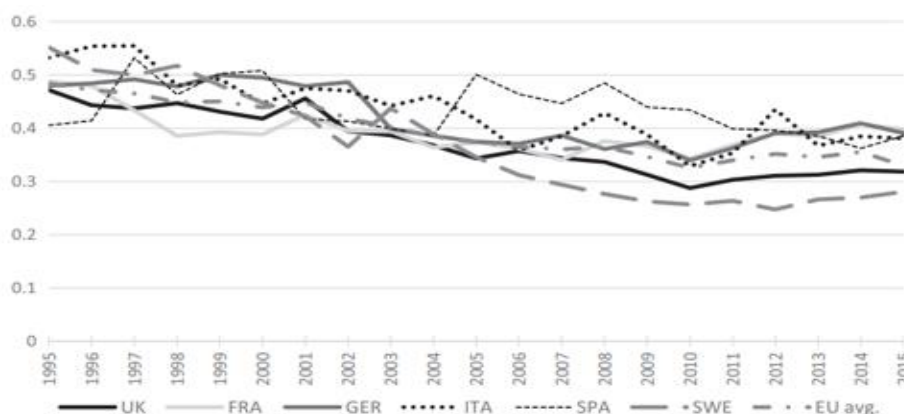


Figura 25 – Evolução do rácio ativos fixos/rendimento operacional nas empresas não-financeiras de países europeus (1995-2015)

Fonte: Fonte: Tori, D. & Onaran, O. (2020). Financialization, financial development and investment. Evidence from European non-financial corporations. *Socio-Economic Review* vol.18 (3), pp.692

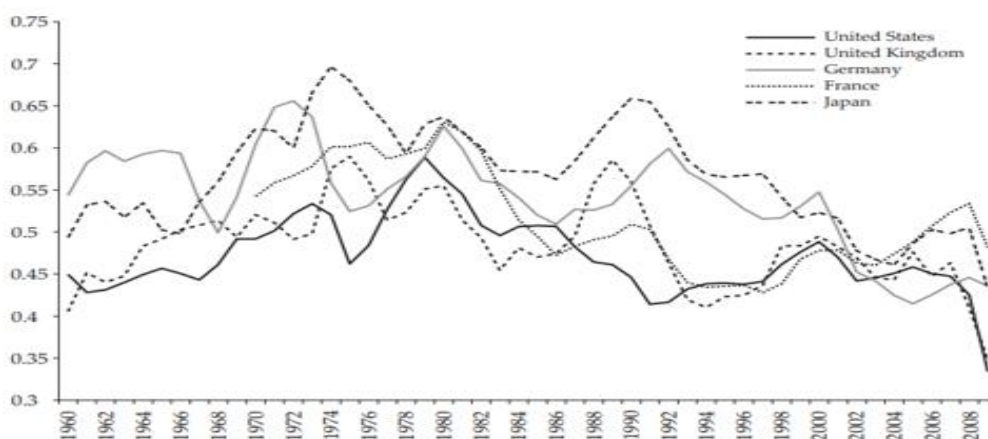


Figura 26 – Rácio de investimento sobre excedente operacional (de exploração) nas economias avançadas

Fonte: Stockhammer, E. (2012). Financialization, Income Distribution and the Crisis. *Investigación Económica* vol.71 (279), pp.52

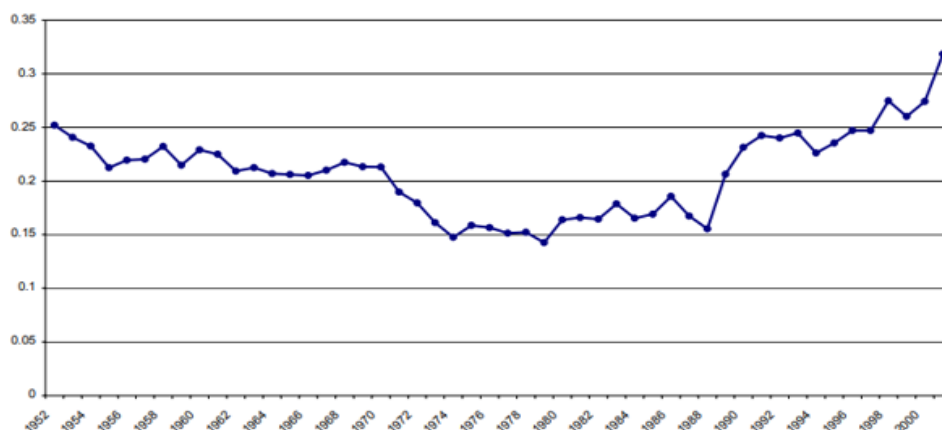


Figura 27 – Dividendos pagos por empresas não-financeiras nos EUA em percentagem do *cash flow*
 Fonte: Crotty, J. (2003). The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. *Review of Radical Political Economics* vol.35 (3), pp.277

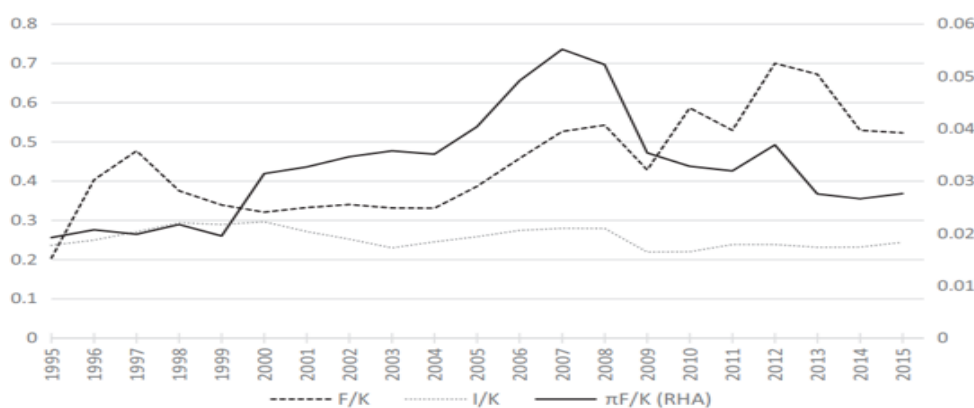


Figura 28 – Rácios [i] investimento/ativos Fixos (I/K); [ii] pagamentos financeiros totais/ativos fixos (F/K) e [iii] lucros financeiros totais/ativos fixos ($\pi F/K$) das empresas não-financeiras europeias (1995-2015)
 Fonte: Tori, D. & Onaran, O. (2020). Financialization, financial development and investment. Evidence from European non-financial corporations. *Socio-Economic Review* vol.18 (3), pp.693

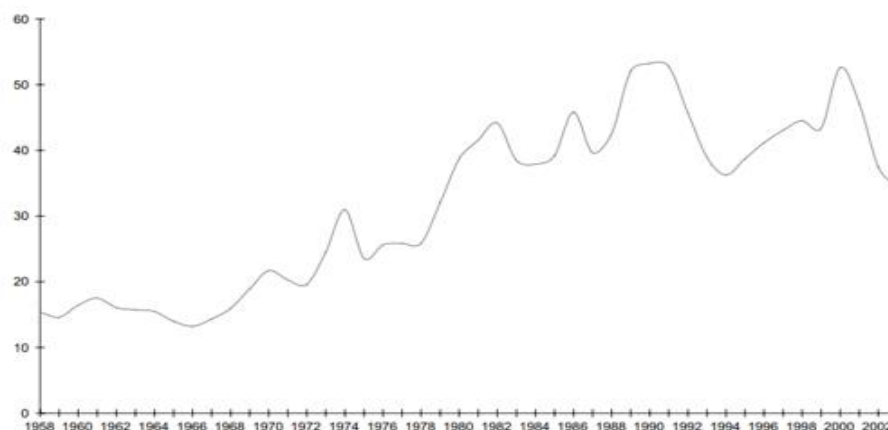


Figura 29 – Juros e dividendos em percentagem dos fundos internos das empresas não-financeiras dos EUA (1952-2003)
 Fonte: Orhangazi, O. (2008b). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics* vol.32 (6), pp.866

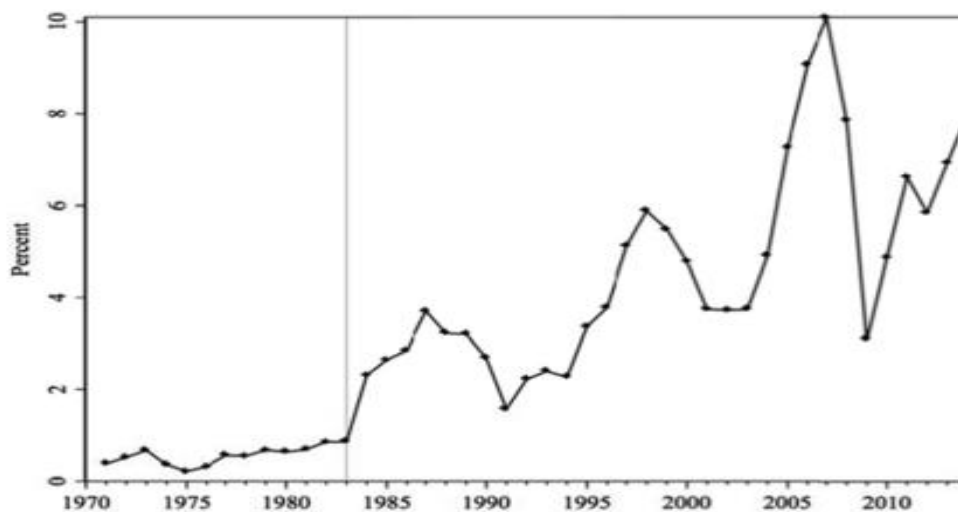


Figura 30 – Recompras brutas de ações em relação ao total de ações em circulação nas economias avançadas (média anual das empresas não-financeiras)

Fonte: Davis, L. (2017). Financialization and Investment: a Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys* vol.31 (5), pp.1348

Bibliografia

- Aglietta, M. (2000). Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society* vol.29 (1), pp.146-159.
- Aglietta, M., Breton, R. (2001). Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society* vol.30, pp.433-66
- Alvarez, I. (2015). Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France. *Socio-Economic Review* vol.13, pp.449-475
- Allain, O. (2015). Tackling the instability of growth: A Kaleckian-Harrodian model with an autonomous expenditure componente. *Cambridge Journal of Economics* vol.39 (5), pp.1351–1371.
- Amitrano, C. & Vasconcelos, L. (2019). Income Distribution, Inflation and Economic Growth: A Post-Keynesian Approach. *Panoeconomicus* vol.66 (3), pp.277-306
- Arestis, P. (2013). Economic theory and policy: a coherent post-Keynesian approach. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention* vol.10 (2), pp.243–255
- Arestis, P. & Baltar, C. (2017). Income Distribution and Economic Growth: A Critical Approach. *Panoeconomicus* vol.64 (2), pp.125-138
- Asimakopulos, A. (1975). A Kaleckian Theory of Income Distribution. *The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economie* vol.8 (3), pp.313-333
- Assous, M. & Dutt, A. (2013). Growth and income distribution with the dynamics of power in labour and goods markets. *Cambridge Journal of Economics* vol.37, pp.1407–1430
- Atkinson, A. & Piketty, T. (2010). *Top incomes: A global perspective*. Oxford: Oxford University Press
- Azad, R. (2012). A Steindlian model of concentration, debt and growth. *Metroeconomica* vol.63 (2), pp.295–334
- Blecker, R. (1989). International competition, income distribution and economic growth. *Cambridge Journal of Economics* vol.13, pp.395–412
- Blecker, R. (2016). Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it. *Review of Keynesian Economics* vol.4 (4), pp.373–390
- Bhaduri, A., & Marglin, S. (1990). Unemployment and the Real Wage: The Economic Basis for Contesting Political Ideologies. *Cambridge Journal of Economics* vol.14 (4), pp.375-393.
- Bortz, P., Michelena, G. & Toledo, F. (2018). Foreign debt, conflicting claims and income policies in a Kaleckian model of growth and distribution. *Journal of Globalization and Development* vol.9 (1), DOI.20180004
- Bowles, S. & Boyer, R. (1995) Wages, Aggregate Demand, and Employment in an Open Economy: An Empirical Investigation. In: Epstein, G. & Gintis, H. (Eds) *Macroeconomic Policy After the Conservative Era—Studies in Investment, Saving and Finance*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 143–171.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society* vol.29, pp.111–145
- Caldentey, E. & Vernengo, M. (2013). Wage and Profit-led Growth: The Limits to Neo-Kaleckian Models and a Kaldorian Proposal. *The Levy Economics Institute Working Paper No.775* [Em linha]. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_775.pdf [Acesso em 05/05/2022]
- Cesaratto, S. (2015). Neo-Kaleckian and Sraffian Controversies on the Theory of Accumulation. *Review of Political Economy* vol.27 (2), pp.154-182
- Chamberlin, E. (1962). *The Theory of Monopolistic Competition: A Reorientation of the Theory of Value*, 8ª Ed. Cambridge, MA: Harvard University Press

- Chirinko, R. (1993). Business Fixed Investment Spending: Modelling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications. *Journal of Economic Literature* vol.31 (4), pp.1875–1911
- Cowling, K. (1981). Oligopoly, Distribution and the rate of profit. *European Economic Review* vol.15 (2), pp.195–224
- Coutts, K. & Norman, N. (2013). Post-Keynesian Approaches to Industrial Pricing: A Survey and Critique. In: Harcourt, G. & Kriesler, P (2013), (Eds.) *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics, Volume 1: Theory and Origins*, Online ISBN:9780199984404: Oxford University Press, pp.341-358
- Crotty, J. (1990). Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky. *Journal of Post Keynesian Economics* vol.12, pp. 519–42.
- Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and “modern” financial markets on non-financial corporation performance in the neoliberal era. In: Epstein, G. (Eds.) *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar, pp.77-110
- Cushen, J. (2013). Financialization in the workplace. Hegemonic narratives, performative interventions and the angry knowledge worker. *Accounting, Organizations and Society* vol.38 (4) pp.314-331.
- Davis, G. (2009). *Managed by the Markets: How Finance Reshaped America*, Oxford: Oxford University Press
- Dallery, T. (2009). Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization. *Review of Radical Political Economics* vol.41, pp.492-515
- Del Monte, A. (1975). Grado di monopolio e sviluppo económico. *Rivista Internazionale di Scienze Sociali* vol.46 (3), pp.231–263
- Dixon, R. & Toporowski, J. (2013). Kaleckian Economics. In: Harcourt, G. & Kriesler, P (2013), (Eds.) *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics, Volume 1: Theory and Origins*, Online ISBN:9780199984404: Oxford University Press, pp.372-391
- Dobbin, F. & Zorn, D. (2005). Corporate Malfeasance and the Myth of Shareholder Value. In: Davis, D. (Eds.) *Political Power and Social Theory, vol. 17*. Bingley: Emerald, pp.179–198
- Dumenil, G., Levy, D. (2004). *Capital Resurgent*. Cambridge, MA: Harvard University Press
- Dünhaupt, P. (2011). Financialization and the rentier income share—Evidence from the USA and Germany. *International Review of Applied Economics* vol.26 (4), pp.465–87
- Dünhaupt, P. (2013). The effect of financialization on labor's share of income. *Working Paper, No. 17/2013*. Institute for International Political Economy (IPE), Berlin
- Dünhaupt, P. (2016). Determinants of labour's income share in the era of financialisation. *Cambridge Journal of economics* vol.41 (1), pp.283-306.
- Dutt, A. (1984). Stagnation, income distribution and monopoly power. *Cambridge Journal of Economics* vol.8 (1), pp.25-40
- Dutt, A. (1987). Alternative closures again: a comment on “Growth, distribution and inflation”. *Cambridge Journal of Economics* vol. 11 (1), pp.75–82
- Dutt, A. (1990). *Growth, Distribution and Uneven Development*. Cambridge: Cambridge University Press
- Dutt, A. (2001). New Growth Theory, Effective Demand, and Post-Keynesian Dynamics [Em linha]. Disponível em:
https://www.researchgate.net/publication/242075135_NEW_GROWTH_THEORY_EFFECTIVE_DEMAND_AND_POST-KEYNESIAN_DYNAMICS [Acesso em 19/05/2022].
- Dutt, A. (2011). Economic Growth and Income Distribution: Kalecki, the Kaleckians and Their Critics. In: Arestis, P. (Eds) *Microeconomics, Macroeconomics and Economic Policy - Essays in Honour of Malcolm Sawyer*, 1ªed, Hampshire: Palgrave Macmillan, pp.134-152

- Dutt, A. (2012). Distributional dynamics in Post Keynesian growth models. *Journal of Post Keynesian Economics* vol.34 (3), pp.431-452
- Dutt, A. (2017a). Heterodox Theories of Economic Growth and Income Distribution: a Partial Survey. *Journal of Economic Surveys* vol.31 (5), pp.1240–1271
- Dutt, A. (2017b). Income inequality, the wage share, and economic growth. *Review of Keynesian Economics* vol.5 (2), pp.170–195
- Dutt, A. (2019). Some observations on models of growth and distribution with autonomous demand growth. *Metroeconomica*, vol.70 (2), pp.288–301.
- Ederer, S., Mayerhofer, M. & Rehm, M. (2019). Rich and Ever Richer: Differential Returns Across Socio-Economic Groups. *Working Paper Series 29/2019* [Em linha]. Disponível em: https://www.uni-due.de/imperia/md/content/soziooekonomie/ifsowp2_emr2019.pdf [Acesso em: 03/07/2022]
- Eichner, A. & Kregel, J. (1975). An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics. *Journal of Economic Literature*, vol.13 (December), pp.1293-1314
- Eichner, A. (1976). *The Megacorp and Oligopoly, Micro Foundations of Macro Dynamics*, New York: Cambridge University Press
- Eisner, R. (1963). Investment: Fact and Fancy. *The American Economic Review* vol.53 (May), pp.237-46
- Epstein, G. & Power, D. (2003). Rentier incomes and financial crises: an empirical examination of trends and cycles in some OECD countries. *Canadian Journal of Development Studies/Revue canadienne d'études du développement* vol.24 (2), pp.229-248
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Fligstein, N. (2002). *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First Century Capitalist Societies*. Princeton: Princeton University Press
- Fujita, S. (2019a). Mark-up pricing, sectoral dynamics, and the traverse process in a two-sector Kaleckian economy. *Cambridge Journal of Economics* vol.43 (2), pp.465-479
- Fujita, S. (2019b). Who should bear the pain of price competition? A Kaleckian approach. *Review of Keynesian Economics* vol.7 (3), pp.321-340
- Goldstein, A. (2012). Revenge of the Managers. *American Sociological Review* vol.77, pp.268–294
- Grady, J. & Simms, M. (2019). Trade unions and the challenge of fostering solidarities in an era of financialisation. *Economic and Industrial Democracy* vol.40 (3), pp.490-510.
- Hacker, J. & Pierson, P. (2010). Winner-take-all politics: public policy, political organization, and the precipitous rise of top incomes in the United States. *Politics & Society* vol.38 (2), pp.152–204
- Harcourt, G. (2006). *The Structure of Post-Keynesian Economics - The Core Contributions of the Pioneers*, 1ªEd. Cambridge: Cambridge University Press
- Harcourt, G. & Kriesler, P. (2015). Post-keynesian theory and policy for modern capitalism. *Journal of Australian Political Economy* vol.75, pp.27-41
- Hart, N. & Kriesler, P. (2015). Post-Keynesian Economics: A User's Guide. *The Australian Economic Review* vol.48 (3), pp.321–32
- Hecht, J. (2014). Is Net Stock Issuance Relevant to Capital Formation? Comparing Heterodox Models of Firm-Level Capital Expenditures across the Advanced and Largest Developing Economies. *Cambridge Journal of Economics* vol.38 (5), pp.1171-1206
- Hein, E. (2007). Interest rate, debt, distribution and capital accumulation in a post-Kaleckian model. *Metroeconomica* vol.58 (2), pp.310–39.

- Hein, E. (2010). A Keynesian Perspective on Financialisation. In: Arestis, P. & Sawyer, M., (Eds.) *21st Century Keynesian Economics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan
- Hein, E. (2011). Financialisation, distribution and growth. In: Hein, E. & Stockhammer, E., (Eds.) *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, pp.294-324
- Hein, E. (2012). *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its Crisis*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited
- Hein, E. (2014). *Distribution and Growth After Keynes: A Post-Keynesian Guide*. Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar
- Hein, E. (2015). Finance-dominated capitalism and Redistribution of income: a Kaleckian perspective. *Cambridge Journal of Economics* vol.39, pp.907-934
- Hein, E. (2018). Inequality and growth: Marxian and post-Keynesian/Kaleckian perspectives on distribution and growth regimes before and after the Great Recession. *Working Paper No. 96/2018 Institute for International Political Economy (IPE), Berlin* [Em linha]. Disponível em: <https://www.econstor.eu/handle/10419/175322> [Acesso em 23/05/2022]
- Hein, E., & Dodig, N. (2015). Finance Dominated Capitalism, Distribution, Growth and Crisis – Long-run Tendencies. In: Hein, E., Detzer, D. & Dodig, N. (Eds.) *The Demise of Finance-dominated Capitalism: Explaining the Financial and Economic Crises*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, pp.54-114
- Hein, E., van Treeck, T. (2010): “Financialisation” in post-Keynesian models of distribution and growth: a systematic review. In: Setterfield, M. (Eds.) *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*. Cheltenham: Edward Elgar
- Hein, E. & Vogel, L. (2008). Distribution and growth reconsidered - Empirical results for six OECD countries. *Cambridge Journal of Economics* vol.32 (1), pp.479–511
- Hein, E., Lavoie, M. & Van-Treeck, T. (2012). Harrodian instability and the normal rate of capacity utilization in Kaleckian models of distribution and growth – A survey. *Metroeconomica* vol.63 (1), pp.139–169.
- Heise, A. (2020). Wage-led and profit-led regime research – promising scientific research programme or scientific cul-de-sac?. *Economic Issues* vol.25 (2), pp.31-49
- Herz, D. (1990). Worker displacement in a period of rapid job expansion, 1983–1987. *Monthly Labor Review* vol.113 (5), pp.21-33
- Hyde, A. (2020). “Left Behind?” Financialization and Income Inequality Between the Affluent, Middle Class, and The Poor. *Sociological Inquiry* vol.90 (4), pp.891–919
- ILO (2008). *World of Work Report: Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*. Geneva: International Labour Organization.
- Kaldor, N. (1935). Market Imperfection and Excess Capacity. *Economica* vol.2 (5), pp.33–50
- Kaldor, N. (1956). Alternative theories of distribution. *Review of Economic Studies* vol.23 (March), pp.83–100
- Kaldor, N. (1958). Capital Accumulation and Economic Growth. In: Kaldor, N., (Eds) *Further Essays on Economic Theory*, London: Gerland Duckworth, pp.1-53
- Kaldor, N. (1966). Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Growth and Distribution. *Review of Economic Studies* vol.33, pp.309-319
- Kaldor, N. & Mirrlees, J. (1962). A New Model of Economic Growth. *The Review of Economic Studies* vol.29 (June), pp.174-192
- Kalecki, M. (1937). The Principle of Increasing Risk. *Economica* vol.4 (16), pp.440–447.

- Kalecki, M. (1939). Money and real wages. In: Osiatynsky, J., (Eds) *Collected works of Michal Kalecki, Vol. II* [1991]. Oxford: Oxford University Press
- Kalecki, M. (1954). *Theory of Economic Dynamics: na Essay on Cyclical and Long-run Changes in Capitalist Economy* [2003]. London: George Allen & Unwin
- Kalecki, M. (1971). *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-70*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Kenyon, P. (1978). Pricing in Post-Keynesian Economics. *Challenge* vol.21 (3), pp.43-48
- Kiefer, D. & Rada, C. (2015). Profit maximising goes global: the race to the bottom. *Cambridge Journal of Economics* vol.39 (5), pp.1333–1350.
- King, J. (2019). Some obstacles to wage-led growth. *Review of Keynesian Economics* vol.7 (3), pp.308-320
- Kohler, K., Guschanski, A. & Stockhammer, E. (2018). The impact of financialisation on the wage share: a theoretical clarification and empirical test. *Working Paper 1802 Post-Keynesian Economics Society*
- Kollmeyer, C. & Peters, J. (2019). Financialization and the decline of organized labor: A study of 18 advanced capitalist countries, 1970–2012. *Social Forces* vol.98 (1), pp.1–30.
- Kopcke, R. & Brauman, R. (2001). The Performance of Traditional Macroeconomic Models of Businesses Investment Spending. *New England Economic Review* vol.2 (1), pp.3–39.
- Kurz, H. (1990). Technical Change, Growth and Distribution: A Steady-State Approach to Unsteady Growth. In: Kurz, H (Ed.), *Capital, Distribution and Effective Demand: Studies in the Classical Approach*. Cambridge: Polity Press, pp. 210-239.
- Kus, B. (2012). Financialisation and Income Inequality in OECD Nations: 1995-2007. *The Economic and Social Review* vol.43 (4), pp.477-495
- Kregel, J. (1978). Post-Keynesian Theory: Income Distribution. *Challenge* vol.21 (4), pp.37-43
- Krier, D. (2005). *Speculative Management: Stock Market Power and Corporate Change*. Albany: State University of New York Press
- Krings, T. (2009). A Race to the Bottom? Trade Unions, EU Enlargement and the Free Movement of Labour. *European Journal of Industrial Relations* vol.15 (1), pp.49-69
- Kvist, J. (2004). Does EU Enlargement Start a Race to the Bottom? Strategic Interaction among EU Member States in Social Policy. *Journal of European Social Policy* vol.14 (3), pp.301-318
- Kwon, R., Roberts, A. & Zingula, K. (2017). Whither the Middle Class? Financialization, Labor Institutions, and the Gap between Top and Middle-Income Earners in Advanced Industrial Societies. *Sociology of Development* vol.3 (4), pp.377–402
- Kwon, R. (2018). How Do Neoliberal Policies Affect Income Inequality? Exploring the Link Between Liberalization, Finance, and Inequality. *Sociological Forum* vol.33 (3), pp.643-665
- Lavoie, M. (1995). Interest rates in post-Keynesian models of growth and distribution. *Metroeconomica* vol.46 (2), pp.146–77.
- Lavoie, M. (1996). Mark-up Pricing versus Normal Cost Pricing in Post Keynesian Models. *Review of Political Economy* vol.8 (1), pp.57-66
- Lavoie, M. (2006). *Introduction to Post-Keynesian Economics, 1ªEd.* Hampshire: Palgrave Macmillan
- Lavoie, M. (2008). Financialisation issues in a post-Keynesian stock-flow consistente model. *Intervention: European Journal of Economics and Economic Policies* vol.5, pp.331-356
- Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham UK: Edward Elgar.

- Lavoie, M. (2016). Convergence towards the normal rate of capacity utilization in NeoKaleckian models: The role of non-capacity creating autonomous expenditures. *Metroeconomica* vol.67 (1), pp.172–201
- Lavoie, M. & Godley, W. (2001). Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock-Flow Monetary Framework: A Kaldorian View. *Journal of Post Keynesian Economics* vol.24 (2), pp.277-311
- Lavoie, M. & Stockhammer, E. (2013a). Introduction. In: Lavoie, M. & Stockhammer, E., Eds *Wage-led Growth An Equitable Strategy for Economic Recovery*, 1ª ed. Hampshire: Palgrave Macmillan, pp.13-39
- Lavoie, M. & Stockhammer, E. (2013b). Wage-led Growth: Concept, Theories and policies. In: Lavoie, M. & Stockhammer, E., Eds *Wage-led Growth An Equitable Strategy for Economic Recovery*, 1ª ed. Hampshire: Palgrave Macmillan, pp.13-39
- Lazonick, W. & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society* vol.29 (1), pp.13-35
- Leão, E. & Leão, P. (2022). The Paradox of Investment: A Contribution to the Theory of Demand-Led Economic Growth. *Review of Political Economy*, pp.1-15 [Em linha]. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09538259.2022.2062962> [Acesso em 14/06/2022]
- Leão, E. & Leão, P. (2023). Allowing Productive Capacity to Change: an alternative to the Neo-Kaleckian growth model. Documento de trabalho, pp.1-24;
- Lee, F. (2003). *Post Keynesian Price Theory*, Virtual Publishing Ed: Cambridge University Press
- Lee, F. (2013). Post-Keynesian Price Theory: From Pricing to Market Governance to the Economy as a Whole. In: Harcourt, G. & Kriesler, P (2013), (Eds) *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics, Volume 1: Theory and Origins*, Online ISBN:9780199984404: Oxford University Press, pp.359-371
- Lemos, B. & Oreiro, J. (2006). Um modelo pós-keynesiano de crescimento e distribuição de renda aplicado à dinâmica das economias capitalistas desenvolvidas e em desenvolvimento. *Economia e Sociedade* vol.15 (3), pp.475-514
- Levinson, M. (2020). *Guia dos Mercados Financeiros*, 1ªEd. Lisboa: Clube do Autor
- Lin, K. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology* vol.118 (5), pp.1284–1329
- Lopes, A. (2003). Os ciclos económicos nos países pertencentes à União Europeia: Breve comparação do comportamento cíclico dos estados-membros. *Dinâmia’CET-IUL: ISCTE-IUL Working Paper* n°35
- López, J. & Assous, M. (2010). *Michal Kalecki (Great Thinkers in Economics Series)*, 1ª ed. New York: Palgrave Macmillan
- Meardi, G., Strohmer, S. & Traxler, F. (2013). Race to the East, race to the bottom? Multi-nationals and industrial relations in two sectors in the Czech Republic. *Work Employment & Society* vol.27 (1), pp.39-55
- Naastepaad, M. & Storm, S. (2006). OECD demand regimes: 1960–2000. *Journal of Post Keynesian Economics* vol.29 (2), pp.211–46
- Nah, W. & Lavoie, M. (2017). Long-run convergence in a neo-Kaleckian open-economy model with autonomous export growth. *Journal of Post Keynesian Economics* vol.40 (2), pp.223-238
- Nah, W. & Lavoie, M. (2018). Overhead labour costs in a neo-Kaleckian growth model with autonomous expenditures. *Working Paper No. 111/2018 Institute for International Political Economy (IPE), Berlin*. Disponível em: https://www.ipe-berlin.org/fileadmin/institut-ipe/Dokumente/Working_Papers/IPE_WP_111.pdf[Acesso em 25/05/2022]
- Nikiforos, M. (2012). The (Normal) Rate of Capacity Utilization at the Firm Level. *The Levy Economics Institute Working Paper No.737*. [Em linha]. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/publications/the-normal-rate-of-capacity-utilization-at-the-firm-level> [Acesso em 28/05/2022]

Nikiforos, M. (2016). Distribution-led growth in the long run. *Review of Keynesian Economics* vol.4 (4), pp.391–408

OECD (2008). *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development

Onaran, O. (2016). Wage- versus profit- led growth in the context of globalization and public spending: the political aspects of wage-led recovery. *Review of Keynesian Economics* vol.4 (4), pp.458-474

Onaran, Ö. & Galanis, G. (2012). Is Aggregate Demand Wage-led or Profit-led? National and Global Effects. *ILO Conditions of Work and Employment Series No.40*, Geneva: International Labour Office [Em linha]. Disponível em: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---protrav/---travail/documents/publication/wcms_192121.pdf [Acesso em 17/09/2022]

Onaran, O. & Galanis, G. (2014). Income distribution and growth: a global model. *Environment and Planning* vol.46, pp.2489-2513

Onaran, Ö. & Obst, T. (2016). Wage-led growth in the EU15 member-states: The effects of income distribution on growth, investment, trade balance, and inflation. *Cambridge Journal of Economics* vol.40 (6), pp.1517–1551

Onaran, O., Guschanski, A., Meadway, J. & Martin, A. (2015). Working for the economy: The economic case for trade unions. *Greenwich Political Economy Research Centre* [Em linha]. Disponível em: https://gala.gre.ac.uk/id/eprint/14083/1/GPERC32_Onaran_GuschanskiF.pdf [Acesso em 21/09/2022]

Orhangazi, Ö. (2008a). *Financialization and the US Economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Orhangazi, O. (2008b). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics* vol.32 (6), pp.863–886

Özdemir, O. (2019). Financialization and the Labor Share of Income. *Review of Economic Perspectives* vol.19 (4), pp.265–306

Palley, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. *Levy Economics Institute Working Paper* 525

Palley, T. (2013). Cambridge and neo-Kaleckian growth and distribution theory: comparison with an application to fiscal policy. *Review of Keynesian Economics* vol.1 (1), pp.79–104

Palley, T. (2015). The middle class in macroeconomics and growth theory: a three-class neo-Kaleckian–Goodwin model. *Cambridge Journal of Economics* vol.39 (1), pp. 221-243

Palley, T. (2016). Wage- vs. profit-led growth: the role of the distribution of wages in determining regime character. *Cambridge Journal of Economics* vol.41 (1), pp.49–61

Palley, T. (2017). Inequality and growth in neo-Kaleckian and Cambridge growth theory. *Review of Keynesian Economics* vol.5 (2), pp.146–169

Pariboni, R., Paternesi, W. & Tridico, P. (2020). When Melius Abundare Is No Longer True: Excessive Financialization and Inequality as Drivers of Stagnation. *Review of Political Economy* vol.32 (2), pp.216-242

Patriarca, F. & Sardoni, C. (2014). Growth with Unused Capacity and Endogenous Depreciation. *Levy Economics Institute Working Paper No.795* [Em linha]. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/publications/growth-with-unused-capacity-and-endogenous-depreciation> [Acesso em 27/05/2022]

Peralta, I. & Escalonilla, F. (2011). Financiarización, acumulación de capital y crecimiento salarial en la UE-15. *Investigación Económica* vol.70 (276): pp.125–62

Piketty, T. (2014). *O Capital no século XXI*, 1ªed. Lisboa: Temas e Debates I Círculo de Leitores

- Piketty, T. & Emmanuel, S. (2015). Top Incomes and the Great Recession: Recent Evolutions and Policy Implications. *IMF Economic Review* vol.61, pp.456–478
- Robinson, J. (1956). *The Accumulation of Capital*. London: Macmillan
- Robinson, J. (1979). Michal Kalecki. In: Robinson, J., (Eds.) *Collected Economic Papers of Joan Robinson - vol. 5*. Oxford: Basil Blackwell, pp.184–96
- Rossman, P. & Greenfield, G. (2007). Financialization: New routes to profit, new challenges for trade unions. *2012 International Summer School* [Em linha]. Disponível em: <https://gli-manchester.net/wp-content/uploads/2012/06/Rossman-Greenfield-Financialization.pdf> [Acesso em 09/02/2023]
- Rowthorn, B. (1981). Demand, real wages and economic growth. In *Thames Papers in Political Economy*, pp.1-39
- Rugitsky, F. (2013). Degree of monopoly and class struggle: political aspects of Kalecki's pricing and distribution theory. *Review of Keynesian Economics* vol.1 (4), pp.447–464
- Sasaki, H. (2013). Cyclical growth in a Goodwin–Kalecki–Marx model. *Journal of Economics* vol.108, pp.145-171
- Sawyer, M. (2012). The Kaleckian Analysis of Demand-Led Growth. *Metroeconomica* vol.63 (1), pp.7-28
- Sen, A. & Dutt, A. (1995). Bargaining power, imperfect competition and the markup: Optimizing microfoundations. *Economics Letters* vol.48 (1), pp.15–20
- Shin, T. (2017). Workforce downsizing and shareholder value orientation among executive managers at large U.S. firms. *Research in the Sociology of Work: Emergin Conceptions of Work, Management, and the Labor Market* vol30, pp.185–217
- Skott, P. (2012). Theoretical and Empirical Shortcomings of the Kaleckian Investment Function. *Metroeconomica* vol.63 (1), pp.109–138
- Sørensen, P. & Jacobsen, H. (2005). *Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles*. Maidenhead: McGraw-Hill.
- Spence, A. (1977). Entry, Capacity, Investment and Oligopolistic Pricing. *The Bell Journal of Economics* vol.8 (2), pp.534–544
- Stiglitz, J. (2015). *O Fim da Desigualdade: Sociedades desiguais e como as mudar*, 1ª Ed (março 2018). Lisboa: Bertrand Editora
- Stockhammer, E. (1999). Robinsonian and Kaleckian Growth: an Update on Post-Keynesian Growth Theories. *Working Paper No. 67 University of Economics and Business Administration Wien* [Em linha]. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/23732968_Robinsonian_and_Kaleckian_Growth_An_Update_on_Post-Keynesian_Growth_Theories [Acesso em 12/04/2022]
- Stockhammer, E. (2006): Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics* vol.28 (2), pp.193–215
- Stockhammer, E. (2009). Determinants of Functional Income Distribution in OECD Countries. *IMK Studies 5/2009*, Dusseldorf, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung
- Stockhammer, E. (2011). Wage-led Growth: An Introduction. *International Journal of Labor Research* vol.3 (2), pp.167–188
- Stockhammer, E. (2012). Financialization, Income Distribution and the Crisis. *Investigación Económica* vol.71 (279), pp.39-70
- Stockhammer, E. (2015). Rising inequality as a cause of the present crisis. *Cambridge Journal of Economics* vol.39 (3), pp.935-958

- Stockhammer, E. & Ederer, S. (2008). Demand effects of the falling wage share in Austria. *Empirica* vol.35 (5), pp.481–502
- Stockhammer, E. & Stehrer, R. (2011). Goodwin or Kalecki in demand? Functional income distribution and aggregate demand in the short run. *Review of Radical Political Economics* vol.43 (4), pp.506–522
- Stockhammer, E. & Onaran, O. (2012). Rethinking wage policy in the face of the Euro crisis: Implications of the wage-led demand regime. *International Review of Applied Economics* vol.26 (2), pp.191-203
- Stockhammer, E. & Onaran, O. (2013). Wage-led growth: theory, evidence, policy. *Review of Keynesian Economics* vol.1 (1), pp.61–78
- Stockhammer, E., Onaran, O. & Ederer, S. (2009). Functional income distribution and aggregate demand in the Euro Area. *Cambridge Journal of Economics* vol.33 (1), pp.139–159
- Taylor, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York: Basic Books
- Taylor, L. (1991). *Income Distribution, Inflation, and Growth: Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*. Cambridge, MA: MIT Press
- Tomaskovic-Devey, D. & Lin, K. (2011). Income Inequality, Economic Rents and the Financialization of the US Economy. *American Sociological Review* vol.76, pp.539-559
- Tomaskovic-Devey, D. (2015). Beware Financialization, Attractive and Dangerous, but Mostly Dangerous. *Teorija in Praksa* vol.52 (3), pp.382-393
- Trezzini, A. (2021). Harrodian Instability: An Unhelpful Analytical Concept. *Review of Radical Political Economics* vol.53 (2), pp.320–336.
- Tridico, P. & Pariboni, R. (2018). Inequality, Financialization, and Economic Decline. *Journal of Post Keynesian Economics* vol.41 (2), pp.236–259.
- Useem, M. (1996). *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York: Basic Books
- Weinstein, M. & Kochan, T. (1995). The limits of diffusion: recent developments in industrial relations and human resource practices. In: Locke, R., Kochan, T. & Piore, M. (Eds.) *Employment Relations in a Changing World*. Cambridge, MA: MIT Press
- Winston, C. (1974). The Theory of Capital Utilization and Idleness. *Journal of Economic Literature* vol.12 (4), pp.1301–1320