



# TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

487

**Financeirização e dinâmica produtiva-tecnológica:  
uma reflexão**

**Ricardo Carneiro**

**Outubro 2025**



**ie** Instituto de  
economia

# Financeirização e dinâmica produtiva-tecnológica: uma reflexão

Ricardo Carneiro<sup>1</sup>

## Resumo

As análises das implicações da financeirização na dinâmica produtiva-tecnológica tem se cristalizado em posturas polarizadas. De um lado estão aqueles adeptos de uma financeirização dinâmica, para os quais esta última amplia as possibilidades de desenvolvimento do capitalismo; de outro, os partidários da financeirização parasitária advogando não só a maior instabilidade e propensão a crises deste sistema, como o surgimento de bloqueios ao dinamismo produtivo-tecnológico. A abordagem proposta nesse texto combina elementos das duas posturas, sugerindo a hipótese de uma financeirização desigual ou assimétrica.

**Palavras-chave:** Financeirização; Maximização do valor acionário; Acumulação fictícia; Intangíveis; Pesquisa e desenvolvimento; Produtividade; Concentração.

## Abstract

### *Financialization and productive-technological dynamics: a discussion*

The analysis of the implications of financialization on productive and technological dynamics has crystallized into polarized positions. On one side are those who support dynamic financialization, arguing that it expands the possibilities for capitalist development; on the other, proponents of parasitic financialization contend that it leads not only to greater instability and a propensity for crises but also creates obstacles to productive and technological dynamism. The approach proposed in this text combines elements from both positions, suggesting the hypothesis of an uneven or asymmetric financialization.

**Keywords:** Financialization; Shareholder value maximization; Fictitious accumulation; Intangibles; Research and development; Productivity; Concentration.

**Classificação JEL:** B51; D25; D43; E11; G11; L11; O30.

A financeirização, cuja característica definidora é a dominância da valorização especulativa ou fictícia do capital – processo que ocorre primordialmente no âmbito financeiro –, também manifesta uma dimensão produtivo-tecnológica na esfera das corporações não financeiras. Seu condicionante essencial nesse contexto foi a mudança em sua governança, expressa na chamada Maximização do Valor para o Acionista (MVA). As implicações dessa nova governança são abrangentes, estendendo-se ao regime de crescimento, aos investimentos, à P&D, ao padrão de concorrência e à relação salarial.

A análise sobre as implicações da financeirização na dinâmica de acumulação produtiva-tecnológica tem se cristalizado em posturas polarizadas. De um lado, estão aqueles adeptos de uma financeirização dinâmica para os quais esta última amplia as possibilidades de desenvolvimento do capitalismo; de outro, os adeptos da financeirização parasitária advogando não só a maior instabilidade e propensão a crises do capitalismo contemporâneo, como o surgimento de bloqueios significativos ao dinamismo produtivo-tecnológico. A abordagem proposta nesse texto combina

---

(1) Professor Titular do Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: [carneiro@unicamp.br](mailto:carneiro@unicamp.br). ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6623-684X>.

elementos das duas posturas, sugerindo a hipótese alternativa de uma financeirização desigual ou assimétrica.

## **1 Financeirização e padrões de acumulação das corporações <sup>2</sup>**

Ao analisar a nova governança das corporações não financeiras Aglietta e Valla (2017), retomam uma proposição original dos regulacionistas, formulada originalmente pelo pensamento marxista e keynesiano, para os quais as normas de rentabilidade são impostas às empresas pelos mercados financeiros. A forma destas cumprirem estas normas é adotar uma organização que permita ampliar tanto o lucro corrente quanto a valorização patrimonial ou fictícia, ou seja, o retorno total (*total yield*). Por isto, a corporações não financeiras terminam mudando de maneira radical a sua forma de organização e operação, convertendo-se, no limite, numa coleção de ativos negociáveis.

A partir da definição, pelos mercados financeiros, dos parâmetros externos para o desempenho das empresas, cabe discutir quais esses parâmetros. Os autores regulacionistas sugerem que o mercado financeiro, na verdade os controladores da propriedade das corporações, comandados pela lógica de valorização fictícia, exigem um lucro adicional das empresas por cima do lucro normal obrigando-as a uma profunda reestruturação. A questão, todavia, é mais ampla e consiste em explicar não somente a ampliação do lucro corrente, mas as práticas que ampliam a valorização, ou retorno total (*total yield*).

A partir da obtenção de lucros correntes maiores, da ampliação da distribuição de dividendos e de recompra das ações, com parte dos lucros ou mesmo por meio de empréstimos, o aumento dos preços das ações gera um processo de valorização, ampliando o retorno total. Embora apontem, os regulacionistas não discutem os limites desse mecanismo especulativo e falham em detalhar como os novos parâmetros de valorização são atendidos de forma real, no plano das empresas e de forma fictícia, no plano dos mercados financeiros.

Esta prevalência do interesse dos acionistas – de maximização dos preços das ações- na nova governança das empresas – decorre da disciplina imposta pelos mercados financeiros como analisado por Coffee Jr. e Palia (2015). Isto porque a não adoção desses parâmetros implica numa subavaliação de mercado das empresas e a possibilidade de compra do controle acionário, o denominado *take over* hostil. De acordo com Plihon (2004), a não observância dessas normas, com a retenção de lucros não distribuídos, põe a empresa sob o risco da aquisição indesejada forçando-a a seguir o padrão de valorização fictícia das ações.

O trabalho de Galston e Kamarck (2015) indica um conjunto de pontos relevantes no que tange ao primado do acionista e suas implicações na governança e desempenho das firmas. Sintetizam essa governança no que denominam de curto-prazismo, configurado no uso prioritário dos lucros para distribuir dividendos e recomprar as ações da companhia e, ademais, defendem que ambos são feitos em detrimento do investimento instrumental. Involucrado nesse curto-prazismo também estaria uma profunda modificação da relação salarial. A consequência dessas modificações teriam sido, uma diminuição proporcional do investimento e, portanto, do crescimento da produtividade, além de uma piora na distribuição funcional da renda ou da participação dos salários no valor agregado.

---

(2) Este item reproduz passagens reescritas de texto anterior do autor (Carneiro, 2020).

Outro aspecto crucial da modificação da governança das empresas, assinalado por Galston e Kamarck (2015), diz respeito às mudanças na remuneração dos gerentes com a substancial ampliação da parte não monetária, em particular, das opções de ações. O efeito prático disto foi alinhar os interesses dos gerentes com o dos acionistas, pois a remuneração dos primeiros e os ganhos dos segundos, passam a depender da cotação das ações. Importante assinalar que mudanças no aparato regulatório nos EUA, deram suporte a essas práticas. Desde 1991, a Securities Exchange Commission mudou a regra de exercício das opções recebidas pelos executivos, permitindo o seu exercício imediato – referendando o eventual ganho de curto prazo. Para as ações obtidas dessa forma e vendidas após um ano, os ganhos são tratados como ganhos de capital obtendo um tratamento tributário mais favorável. Para as vendidas antes de um ano, a taxa é semelhante ao ganho de renda, mas só incide sobre o spread ante a cotação de mercado.

De acordo com Lazonick (2012), uma modificação importante na governança das empresas refere-se à prática de apresentação de resultados trimestrais. Apresentar dados trimestrais não significa adotar uma prática contábil inócua. Isto é feito para alimentar a valorização das ações e torna as decisões de gastos e obtenção de resultados muito concentradas no curto prazo. Tudo se passa como se o horizonte temporal da firma, e suas decisões estratégicas, tivessem o horizonte encurtado. Isto implica necessariamente que decisões relativas a investimento, P&D etc., que têm um prazo de maturação mais longo, sejam afetadas.

Os autores citados anteriormente, assinalam com parte da nova cultura empresarial, e do primado do acionista, uma pressão externa consubstanciada na ação dos investidores ativistas, em particular, dos *hedge funds*. Na verdade, esta coerção constitui em si mesma, a principal característica da financeirização, ou a norma de retorno estabelecida pelos mercados financeiros que não está restrita aos *hedge funds*, mas se impõe de maneira generalizada, embora diferenciada, pelo conjunto dos *asset managers* como discutido em Braun e Christophers (2024). A ação consiste em pressionar a administração para distribuir dividendos e realizar *buybacks*, ou seja, promover ganhos fictícios ou especulativos resultantes da valorização das ações, em ampliação àqueles que poderiam advir dos fluxos de caixa dos ativos instrumentais.

Um tema controverso na discussão da nova governança das corporações não financeiras é o da redução do investimento instrumental, decorrente do aumento dos dividendos e *buybacks* como defendido por Stockhammer (2004). Propõe-se assim, a existência de uma oposição entre as formas de acumulação patrimonial e a instrumental, ou um *crowding out* do investimento instrumental.

Em princípio, as fontes de recursos para o investimento, i.e., os lucros retidos, que foram usados para estas finalidades poderiam ser substituídos por financiamentos. A rigor, do ponto de vista macroeconômico, parte de novo investimento não requer poupança prévia, ou seja, lucros retidos. Todavia, no plano microeconômico, a alavancagem adicional tem limites em razão do risco de crédito e assim, o uso do lucro para outras finalidades concorreria de forma limitada, mas, relevante, com o investimento instrumental num processo de *crowding out*.

Aglietta e Valla (2017) demonstram que, utilizar a alavancagem tem limites que resultam da interação entre dois grupos com objetivos díspares: as empresas que procuram a máxima alavancagem para processo de valorização que excedam a taxa de juros, e o emprestadores que racionam o financiamento a partir do princípio do risco crescente. Ou seja, as empresas não conseguiriam

substituir integralmente, por financiamento os lucros retidos utilizados para a acumulação patrimonial, em razão da ampliação do risco decorrente de endividamento e alavancagem ampliados.

A teoria ortodoxa que dá suporte ao primado do acionista, aceita a tese de que a sua prevalência tem implicações sobre o nível de investimento corporativo, como em Fama (1970), Jansen (1986) e Jansen e Warner (1988). Contudo, propõe que o nível pode cair, mas a eficiência e a produtividade aumentam. Ou seja, estar-se-ia eliminando o excesso de investimento, o desperdício e a ineficiência, típicas de um regime comandado pela Administração – a cognominada “construção de pirâmides”. Isto porque a ampliação dos *buybacks* e dos dividendos ocorreria a partir do caixa livre, uma vez realizado os investimentos que superassem o custo de capital ou que possuíssem um valor presente líquido.

A questão acima leva necessariamente à discussão do que constitui um investimento rentável e eficiente do ponto de vista da firma. Uma importante contribuição ao tema é feita por Haldane e Davies (2011), para quem nesta decisão há uma prevalência do curto prazo, definido como a miopia do mercado, ou seja, sua incapacidade de avaliar ou enxergar corretamente o longo prazo. Para caracterizar esta miopia, eles usam dois exemplos distintos: o primeiro diz respeito ao cálculo do valor presente líquido de um investimento qualquer, cujo valor positivo seria a condição para realizá-lo, de acordo com a teoria ortodoxa. Sua constatação é de que no ambiente financeirizado as taxas de desconto de prazo mais longo são muito incertas e isto é tão mais verdadeiro quanto maior o prazo do investimento. Como resultado uma parcela expressiva dos investimentos apresentaria VPLs aparentemente negativos, deixando de serem efetivados. Este procedimento deixa de fora projetos de investimento que seriam viáveis caso as taxas de desconto utilizadas fossem as apropriadas. Outro exemplo interessante, também apontado por OECD (2025), diz respeito ao encurtamento de prazos para o *payback* de um investimento qualquer, utilizando-se períodos muito mais curtos do que aqueles apropriados para as características físicas do investimento – inclusive sua depreciação.

À luz dessas controvérsias, que dizem respeito ao caráter dinâmico ou parasitário da financeirização, há que se formular uma hipótese alternativa. O enunciado do problema é preciso: com a financeirização e a mudança da governança das corporações o espectro de investimentos se amplia. Além do investimento instrumental propriamente dito, agregam-se, de forma imediata, como escolhas para valorizar o capital as formas patrimoniais: a distribuição de dividendos, os *buybacks* e as F&As, com implicações distintas sobre a trajetória da economia o investimento e a produtividade. Há prevalência ou exclusividade dessas formas de acumulação ou sua combinação desigual?

É possível deduzir que houve um impacto da financeirização, ou da sua tradução no plano da firma, a maximização do valor acionário, sobre o investimento instrumental. Em princípio, a ampliação dos usos alternativos dos lucros das firmas impôs uma lógica de acumulação de capital ou de valorização dos ativos, desfavorável, do ponto de vista quantitativo, ao investimento em ativos fixos. Diante de alternativas de ganhos patrimoniais, como a ampliação de dividendos, a recompra de ações ou mesmo operações de F&As, os investimentos em ativos instrumentais apresentariam desvantagens: o maior prazo de retorno, a menor liquidez e, quando associado a inovações, o maior risco.

Do ponto de vista do financiamento, embora de fato não exista uma competição direta, imediata e absoluta entre os recursos usados para investimentos patrimoniais e investimentos em ativos instrumentais, em razão da possibilidade de ampliação da alavancagem, esta última está

limitada pelo princípio do risco crescente e pela avaliação de risco das corporações muito alavancadas, que a partir de certo limite reduz inclusive, a cotação de suas ações. Sobre esse limite cabe advertir sobre o fato de que as corporações já trabalhavam com grau significativo alavancagem, antes da prevalência da MVA<sup>3</sup>. Ou seja, parte do investimento era financiado por lucros retidos e parte por recursos de terceiros. Outrossim, a alavancagem ampliada não se dirige apenas para os ativos instrumentais, mas para todo o espectro dos ativos, o que recoloca em outro plano, a mesma disjuntiva de escolha entre ativos.

Isto posto, cabe discutir as implicações financeiras desse regime de acumulação, ou seja, da escolha alocativa dos lucros entre investimento instrumental e as formas patrimoniais de acumulação. A distribuição ampliada dos dividendos, eleva o lucro por ação e permite sua valorização via capitalização. Já os *buybacks* representam um ganho patrimonial direto pelo aumento de preço de mercado das ações. De uma perspectiva do acionista, as recompras implicam assim na sustentação ou elevação direta dos preços das ações, possibilitando aos seus proprietários, um ganho de capital direto. A recompra coloca-se como uma escolha de alocação de portfólio dentre outras, da corporação e, ademais, evita a diluição do preço das ações, quando de novas emissões e do exercício de opções recebidas em remuneração pelos gerentes. Nesse caso, a recompra evita a queda de seus preços.

Do ponto de vista da firma, usar lucro retido para *buybacks*, significa incorporá-lo diretamente no preço das ações, ou seja, sem a mediação da capitalização. É uma estratégia de alocação de portfólio em situações determinadas como por exemplo, aquela na qual o valor de mercado está abaixo do valor patrimonial. Ou, para evitar a diluição do controle acionário e do preço unitário quando os gerentes exercem as opções e há uma emissão adicional. Ou simplesmente, para especular e ampliar o valor de mercado, na ausência de um investimento com maior rentabilidade e liquidez, beneficiando imediatamente os acionistas.

A questão pode ser também olhada à luz do impacto macroeconômico da composição dos passivos da empresa, com o auxílio da abordagem de balanço (*balance sheet*). A opção convencional, prévia ao MVA, era a de incorporar os lucros ao capital e assim financiar a expansão da firma com uma alavancagem (*debt/equity*), menor. Como visto, a mudança principal acarretada pelo MVA, quanto à utilização dos lucros, é a distribuição ampliada de dividendos e o aumento dos *buybacks* de ações. Ambas terminam por ampliar a valorização das ações, principal interesse do acionista. O ponto assinalar é que o uso dos lucros para a acumulação patrimonial amplia o capital (*equity*) de modo fictício – valorização das ações no mercado secundário – permitindo de fato maior endividamento e alavancagem (*debt/equity*) em razão da ampliação do valor dos colaterais, às custas de maior fragilidade financeira.

A MVA cria também uma dinâmica minskyana muito específica, porque o uso de parte do lucro direcionado à acumulação patrimonial não gera um fluxo de caixa prospectivo, tal qual o investimento instrumental e tampouco tem efeito multiplicador da renda. Assim, por exemplo, a

---

(3) Há também limites setoriais à ampliação da alavancagem. Ao analisar o financiamento do investimento instrumental em intangíveis, o relatório da OECD (2025) adverte para as suas dificuldades específicas. Ou seja, o caráter peculiar dos intangíveis e as dificuldades de sua precificação – assunto a ser discutido adiante – faz com que seja difícil o seu uso como colateral nos financiamentos bancários. Isto na prática obriga a um grau de alavancagem muito mais reduzido no financiamento desses investimentos, exigindo muito mais *equity*.

valorização das ações por conta da distribuição de dividendos, tem dois aspectos: o primeiro, é a transferência de lucros retidos para o acionista, cujo impacto macroeconômico é incerto, mas provavelmente contracionista se supusermos que os lucros retidos iriam tornar-se investimento e os dividendos apenas parcialmente, se tornarão consumo. O outro aspecto, é a valorização fictícia pela capitalização dos dividendos, ampliando, portanto, a riqueza dos acionistas, podendo induzir ampliação do consumo das camadas mais ricas da população via uma eventual efeito-riqueza, sendo este uso incerto o efeito multiplicador certamente inferior ao do investimento instrumental.

Na opção pelo *buyback*, há duas possibilidades básicas: se a recompra ocorre com um estoque dado de ações ou alternativamente, com o seu aumento, resultante por exemplo, do exercício de opções por parte dos gerentes. Com o número fixo de ações, a recompra aumenta seus preços ou, amplia a valorização fictícia. Do ponto de vista macro, seus efeitos são os mesmos da distribuição ampliada dos dividendos, ou seja, uma ampliação da riqueza de gerentes e acionistas com efeitos incertos sobre o consumo. Se o número de ações cresce, a recompra evita apenas a queda de seus preços. Não há efeito líquido.

Em síntese, a comparação com a etapa do capitalismo regulado na qual o lucro era incorporado ao capital e direcionado preponderantemente para o investimento instrumental, indica uma maior dependência do investimento do aumento da alavancagem, e da ampliação da fragilidade financeira. Na hipótese provável da ocorrência, em graus variados, do *crowding out* do investimento instrumental, cuja redução seria compensada apenas parcialmente pela ampliação da alavancagem, a implicação seria uma redução do efeito multiplicador, e, portanto, uma redução do crescimento da economia. Essa hipótese não ocorreria caso a parcela do lucro utilizada para a acumulação patrimonial fosse integralmente substituída por financiamentos do investimento instrumental. Esta é uma alternativa possível, mas pouco provável. Primeiro, porque como discutido acima, há limites microeconômicos e financeiros para ampliação da alavancagem. Segundo, porque a ampliação da alavancagem pode, ela própria, ser direcionada para a acumulação patrimonial.

## **2 Financeirização, investimento e progresso técnico**

A questão anterior se desdobra no exame mais detalhado do investimento corrente e, sobretudo do investimento prospectivo involucrado no progresso tecnológico. A escolha de ativos ou do portfólio pelas firmas, se dá considerando as alternativas clássicas de rentabilidade, risco e liquidez. As opções se colocam entre: os ativos instrumentais – com duas escolhas distintas, a de reprodução, ou de modificação do padrão tecnológico-, a distribuição de dividendos, a compra de suas próprias ações (*buybacks*), ou a compra de outras empresas via F&As. Decidir qual a melhor alternativa em cada momento envolve considerações complexas. Todavia, é importante destacar que o investimento instrumental implica sempre maior iliquidez e risco que os demais, sobretudo se envolve a mudança de padrão tecnológico.

Assim, a discussão de fundo que está colocada é o do impacto da financeirização no padrão de concorrência e dinamismo produtivo-tecnológico das corporações não financeiras. Como assinalado anteriormente, as hipóteses polares que se colocam a partir daí são a de uma financeirização parasitária com perda de dinamismo do investimento e conseqüentemente da produtividade e da incorporação do progresso técnico, ou a hipótese contrária, da financeirização dinâmica que reafirmaria o dinamismo produtivo e tecnológico do capitalismo.

Do ponto de vista empírico, os dados coletados por vários autores e instituições como Lazonick (2012), Bussière et al. (2015), IMF (2015), Atkins et al. (2023), Peters (2024), mostram de fato, uma desaceleração do crescimento, dos investimentos em ativos instrumentais – exclusive construção residencial – e da produtividade, após os anos 2000, em princípio dando suporte à hipótese da financeirização parasitária

Como compatibilizar as teses de perda de dinamismo produtivo-tecnológico com a constatação de que o capitalismo durante a etapa financeirizada presenciou ondas de inovações importantes, sobretudo no campo da tecnologia da informação? A investigação deve considerar uma dupla abordagem: a primeira delas se refere à consideração do peso dos ativos intangíveis na composição do investimento, a segunda, o peso desses ativos intangíveis no que tange à orientação das atividades de P&D, que constituem o esteio do progresso tecnológico. Essas duas características se associam ao grau de concentração da estrutura produtiva e como esta concentração condiciona a concorrência e o investimento.

Assim, para discutir em maior profundidade a questão do investimento cabe considerar o papel dos intangíveis na economia examinando o seu significado mais geral, e aspectos como a sua quantificação, precificação e, sobretudo implicações para o investimento corrente e potencial, derivado das atividades de P&D.

De acordo com o trabalho de vários autores como Corrado (2024) Corrado et al. 2009), Liagouras (2023), e Crouzet e Eberly (2019) dentre outros, a tese do *crowding out* do investimento instrumental na financeirização seria incorreta, total ou parcialmente. Isto porque consideraria apenas o investimento convencional em tangíveis, desconsiderando o investimento em intangíveis e seu peso crescente na composição do capital das corporações.

Um argumento adicional, porém, mais frágil destacado por Liagouras (2023), se refere ao fato de que a tese do *crowding out* não tomaria em conta os investimentos *off shoring* das corporações no âmbito das cadeias globais de valor. Várias razões descartam *a priori* este argumento. Mesmo que de fato, a constituição das CGVs tenha ampliado o investimento fora das economias centrais há a considerar que parcela expressiva desses investimentos não foi realizado pelas corporações dos países centrais que controlam as cadeias, mas pelas empresas da periferia. Aliás, esse é exatamente o novo padrão dominante; e não o do deslocamento do IDE das multinacionais características do regime de Bretton Woods<sup>4</sup>. Por sua vez, mesmo na parcela de responsabilidade das multinacionais, não há nenhuma indicação de que o investimento realizado dessa forma seria superior ao IDE tradicional do capitalismo regulado sobretudo no que tange à dimensão *greenfield*.

A tese da ampliação dos investimentos em intangíveis é relevante, sobretudo porque são intensivos em P&D e, portanto, compatíveis também com a transformação tecnológica observada no período. De acordo com Haskel e Westlake (2017), os intangíveis, teriam operado uma mudança essencial na forma de organização do capitalismo, caracterizando o que denominam de “capitalismo sem capital”. Alguns aspectos dessa caracterização e suas implicações merecem ser discutidos, em

---

(4) Dados compilados pelo relatório da OECD (2025), mostram que ao longo do período 1990-2023, o IDE como proporção do investimento nos países desenvolvidos, manteve-se estável, apresentando apenas variações cíclicas.

particular, a conceituação de intangíveis, a sua mensuração e sobretudo, os impactos no investimento e aumento da produtividade.

Os referidos autores distinguem os intangíveis dos tangíveis principalmente pela imaterialidade dos primeiros. Embora os intangíveis se originem de transformações tecnológicas relevantes eles ao mesmo tempo se distinguiriam do conteúdo material dessas transformações. Assim, por exemplo, a revolução tecnológica no campo da Tecnologia da Informação deu origem a bens materiais como computadores, celulares, robôs, etc que constituem seu substrato material, mas também a um conjunto de conhecimentos, ideias, softwares, marcas, redes que configuram o seu caráter imaterial.

A postulação da distinção entre tangíveis e intangíveis feita por Haskel e Westlake (op. cit.) é correta, já a da independência entre eles, discutível. Os intangíveis necessitam de uma estrutura material para se expressar. A combinação entre os dois sempre existiu em distintos paradigmas tecnológicos. Certamente, o peso relativo dos intangíveis se ampliou à medida em que a aplicação da ciência e da técnica se intensificaram no período recente, principalmente no paradigma da Tecnologia da Informação. De qualquer modo, não é possível imaginar a existência de softwares sem a estrutura material fornecida por computadores e telefones celulares, etc. A demonstração mais contundente dessa interdependência, como mostrado no relatório sobre energia da IEA (2025) é a dependência da Inteligência Artificial (IA) da oferta de energia – commodities ou recursos naturais – para alimentar os *datacenters*.

Uma segunda questão levantada por vários autores que tratam dos intangíveis, como por exemplo Orhanganzi (2019); Liagouras (2023); Haskel e Westlake (2017) e Corrado (2024), é a da precificação dos ativos intangíveis. Ou seja, como parte deles, é constituída de bens peculiares, não padronizados e não comprados no mercado, a questão de se devem ser tratados como despesas correntes (bens intermediários) ou como acréscimo ao estoque de capital é crucial.

O critério primeiro para a classificação como capital, é avaliar se os intangíveis geram um ativo não consumido inteiramente no período de produção tendo, portanto, a capacidade de gerar um fluxo de caixa positivo num determinado horizonte temporal. Vários desses ativos podem ter fluxos de caixa a eles diretamente associados quando por exemplo, se consolidam sob a forma de propriedade intelectual recebendo a proteção da legislação na forma de patentes, *copyrights* ou *trademarks*, embora os intangíveis idiossincráticos associados univocamente a certas estruturas empresariais também devam ser considerados, em princípio, como investimentos.

Autores críticos como por exemplo, Orhanganzi (op. cit.); Pagano (2014); Rikap (2021), reconhecem como aspecto importante no capitalismo contemporâneo, a crescente monopolização da propriedade intelectual associada ao crescimento dos intangíveis, com importantes consequências sobre a dinâmica capitalista, como veremos adiante.

O trabalho de Haskel e Westlake (op. cit.) faz uma tipologia dos intangíveis destacando na sua classificação, a natureza do investimento, bem como a forma legal de propriedade – patentes, *copyrights* e *trademarks* – e as normas para sua contabilização nas contas nacionais. Como se pode notar no quadro abaixo, os tipos de investimento são muito distintos e merecem inclusive registro diferenciado nas Contas Nacionais de países da OCDE. São excluídos de registro como investimento todas as atividades classificadas como “Competências econômicas” por estarem intrinsecamente

vinculadas a empresas determinadas, sendo classificadas como gastos correntes das empresas. O mesmo ocorre para o “design e outros custos de desenvolvimento de produto” na categoria de Propriedade Inovadora. Nessa categoria, os demais tipos de gastos como P&D, Exploração mineral; criação de originais artísticos e de entretenimento são registrados como investimentos. Como tal são também contabilizados todos os gastos relativos às informações computadorizadas.

Categoria de intangíveis	Tipo de Investimento
Informações computadorizadas	Desenvolvimento de software; Desenvolvimento de banco de dados
Propriedade inovadora	P&D; Exploração mineral; Criação de originais artísticos e de entretenimento; Design e outros custos de desenvolvimento de produtos
Competências Econômicas	Formação; Pesquisa de mercado e branding; Reengenharia de processos de negócios

Fonte: Haskel e Westlake (2017).

Para além dos critérios formais de contabilização do gasto em intangíveis como investimento, a questão substantiva é a do que deve ser conceituado rigorosamente como tal, ou seja, o que constitui investimento não só do ponto de vista microeconômico, mas também macroeconômico. Para classificar um gasto como investimento no plano microeconômico o requisito de que constitua um ativo é essencial. Todavia, mesmo nesse plano, ele pode cumprir esse requisito, mas não cumprir outros como de ter a ele associado um fluxo de caixa individualizado por estar fortemente embricado num tipo particular de firma, ou ainda não cumprir os requisitos de individualização para que seja protegido pelas leis de propriedade intelectual, em ambas as situações, tornando sua mensuração complexa e difícil.

Adicionalmente, ao aspecto microeconômico, o macroeconômico é central dada a sua articulação com a perda de dinamismo decorrente da financeirização das corporações. À luz da teoria keynesiana-kaleckiana-minskyana do investimento, haveria dois critérios adicionais para que um gasto seja considerado investimento: para além da criação de um ativo duradouro, o investimento deveria ser acompanhado de um efeito multiplicador sobre a renda bem como de uma elevação da produtividade do trabalho.

A questão a considerar aqui é que nem sempre o que o saber convencional, como o do trabalho de Haskel e Westlake (op. cit.), considera como investimento em intangíveis, preenche os critérios apontados acima. O grande divisor de águas é o do impacto no crescimento da renda e nos ganhos de produtividade. Vale dizer, um gasto pode formar um ativo gerador de fluxo de caixa para uma corporação, originando um capital fictício, mas ter pouco ou nenhum impacto na criação da renda agregada e na produtividade. Esse é o caso por exemplo dos gastos dedicados a aprofundar o poder de monopólio das empresas que lhes garante a apropriação de rendas de propriedade ou avanço no *market share* e ampliação dos mark-ups. Eles se traduzem em apropriação e não criação de renda, com efeitos nulos sobre a renda e a produtividade.

O artigo de Orhanganzi (op. cit.) indica alguns mecanismos importantes de extração de rendas de monopólio fundados na proteção à propriedade intelectual associada aos intangíveis. Assim, por exemplo, as patentes, durante o período de sua vigência permitiriam a apropriação de rendas por meio de uma exclusão da concorrência; as marcas registradas (*trademarks*) são um instrumento de captura de clientelas e de reforço do poder de fixar preços, já os *copyrights* implicam na criação de uma

escassez artificial. Em resumo, todos seriam instrumentos de ampliação temporária ou permanente das barreiras à entrada com implicações em graus diferenciados sobre o crescimento da produção, a fixação de preços e, sobretudo, sobre o investimento corrente e potencial.

A partir dessas constatações sobre a relevância dos intangíveis, a questão que deve ser aprofundada é a da disjuntiva entre o seu papel de assegurar o dinamismo do investimento e aquele de apenas reforçar a concentração e as rendas de monopólio. Dada a diversidade dos intangíveis e dos setores envolvidos certamente não há uma resposta única para a questão. De qualquer modo, os resultados da pesquisa de Covarrubias et al. (2020) são inequívocos. Para os autores, o aumento da concentração ou oligopolização das corporações não-financeiras nos EUA foi significativa a partir de 1990. Nesta década, ela foi compatível com o aumento do investimento, queda de preços relativos e aumento da produtividade. Nos anos 2000, os resultados são opostos, vale dizer, a continuidade da concentração se fez acompanhar de fraco desempenho do investimento e da produtividade, e rigidez de preços.

A questão do impacto dos intangíveis no investimento e na produtividade é crucial e merece esclarecimentos adicionais investigando até que ponto são de fato um instrumento de dinamização do investimento e da produtividade ou, apenas reforçam a concentração e o grau de monopólio das corporações. O trabalho de Gutierrez e Philippon (2017), adverte precisamente sobre o duplo significado da concentração que foi acelerada no capitalismo financeirizado pela presença de intangíveis. Ela pode resultar de economias de escala substantivas e ganhos de produtividade, com a formação das super firmas, como ocorreu com as empresas de TI – *bigtechs* de geração de tecnologia ou de serviços – ou podem implicar apenas o reforço à concentração pré-existente, por meio da ampliação das barreiras à entrada com aumento de lucratividade e *mark-ups*, mas efeitos restringidos no investimento e produtividade.

Essa questão dos intangíveis e sua associação com o desempenho do investimento e produtividade obstaculizados pela concentração tem visões distintas. De um lado, autores como Crouzet e Eberly (op. cit.), que negam a perda generalizada do dinamismo, advogando pelo seu caráter restrito a alguns setores. De outro, autores como Gutierrez e Philippon (op. cit.) e Philippon (2019) que ao contrário, enxergam uma redução disseminada, embora diferenciada de crescimento do investimento, e produtividade, posição endossada por outros grupos de autores como Atkins et al. (op. cit.) e Peters (op. cit.), estes últimos sobretudo no que tange à produtividade.

De acordo com Crouzet e Eberly (op. cit.) a consideração dos intangíveis no cômputo dos investimentos realizados pelas corporações, e não apenas os tangíveis, daria conta da maior parte do enfraquecimento do investimento observado nos anos 2000. A ampliação do peso dos intangíveis teria sido responsável também pela ampliação da concentração, o que conferiria a esta última uma dimensão positiva e dinâmica. A incorporação dos intangíveis no cálculo do investimento agregado mostraria uma melhora de seu desempenho, ou seja, uma diminuição, mas não a eliminação da sua desaceleração. Ademais, o padrão setorial desse comportamento é muito distinto, seja quanto ao valor do investimento seja quanto aos ganhos de produtividade. Assim, por exemplo, a correlação entre aumento de investimento e produtividade é observada nos segmentos de consumo (Varejo e Atacado) e segmentos de alta tecnologia como *big techs*, mas não está presente no setor de Saúde e apenas moderadamente na manufatura como um todo.

Por sua vez, o aumento do investimento e os ganhos de produtividade decorrentes do uso de intangíveis implicaram no aumento da concentração em razão dos ganhos de escala elevados, dando origem em alguns setores como o de TI, às “superfirmas”. Ou seja, em vários casos a concentração teria sido o resultado de ganhos de produtividade que permitiram reduzir preços e expulsar firmas menos eficientes. Todavia, em outros casos, a concentração decorreu da ampliação das barreiras à entrada associada aos intangíveis e a monopolização da propriedade intelectual, permitindo maior poder de mercado sem o correspondente dinamismo do investimento e da produtividade. Em termos setoriais, o segmento de TI foi um representante típico da primeira tendência, com a concentração comandada pela alta da produtividade e proteção ampliada pela escala. No setor de Saúde, ao revés, a concentração foi comandada pela ampliação do poder de mercado (*mark-ups*) viabilizada pela monopolização da propriedade intelectual, como nas patentes de medicamentos.

As assimetrias do investimento podem ser detectadas também pelo corte de tamanho das corporações. O relatório da OECD (2025), indica que as vantagens competitivas das “*superfirmas*” para enfrentar a maior incerteza dos investimentos e do maior *payback* dos mesmos, e as dificuldades de financiamento para ativos peculiares e que exigem alto *capex* concentraram ainda mais os investimentos nas grandes corporações, marginalizando as firmas menores.

Essas conclusões do trabalho de Crouzet e Eberly (op. cit.), estão longe de constituir um consenso. O relatório da OCDE (2025) indica que a consideração dos intangíveis reduziria em metade a desaceleração do investimento. Philippon (op. cit.) por sua vez, defende que a inclusão dos intangíveis no investimento poderia responder apenas por cerca de 1/3 a 1/4 do enfraquecimento do mesmo. Ou seja, o autor reafirma a perda de dinamismo do investimento medido inclusive por indicadores particulares como o seu valor ante a lucratividade, ao custo de *funding* ou ao valor de mercado das corporações (índice Q)<sup>5</sup>. Suas conclusões são claras no sentido de indicar que a despeito das exceções e de não abarcarem todos os segmentos/setores/empresas da economia americana, essa tendência foi dominante após os anos 2000.

O trabalho de Philippon (op. cit.), também identifica um aumento da concentração, medido por diferentes índices, a partir dos anos 2000. Segundo ele haveria três padrões distintos dessa concentração: o da eficiência de escala, segundo o qual a concentração estaria associada à crescente produtividade e economias de escala de empresas líderes em determinados segmentos; o da consolidação, de acordo com o qual as corporações muito afetadas pela competição internacional teriam se consolidado vias F&As, observando-se uma compressão dos lucros e *mark-ups*; e o do declínio da competição por ampliação de barreiras à entrada, acompanhadas de maior lucratividade e ampliação do poder de mercado. Aqui é importante destacar que o *gap* de investimento foi observado, principalmente nos segmentos mais concentrados.

As indicações analisadas acima sugerem que do ponto de vista objetivo, e independente das dificuldades de precificação ou contabilização, os intangíveis se constituem um elemento relevante do investimento e de atenuação da sua desaceleração. Mas, são ao mesmo tempo um fator crucial da

---

(5) No trabalho de Gutierrez e Philippon (2017), a insuficiência do investimento é medida a partir de seu *gap* ante o Q de Tobin. Ou seja, o Q de Tobin mediria o excesso de valor de mercado de uma corporação ante o custo de reposição dos ativos. A existência desse *gap* indica a viabilidade da realização de novos investimentos configurando um excesso de rentabilidade dos ativos existentes.

ampliação da oligopolização, da captura de rendas nas cadeias produtivas e de enfraquecimento do seu dinamismo; disseminado, com exceções segundo Philippon (op. cit.), e localizado, mas relevante, de acordo com Crouzet e Eberly (op. cit.). Reforça a primeira tese os trabalhos de Atkins et al (op. cit.) e Peters (op. cit.) que constata uma forte desaceleração do crescimento da produtividade na economia americana desde o início dos anos 2000<sup>6</sup>.

O uso do indicador de produtividade do trabalho para medir o dinamismo produtivo tecnológico não é isento de polêmica, mas, a sua discussão é bastante esclarecedora. As objeções ao seu uso, especificamente ao fato de não captarem as transformações estruturais pelas quais passam as economias capitalistas avançadas estão sintetizadas em Feldstein (2017). Sua tese principal é a de que a mudança da composição do PIB em direção aos serviços e o crescente uso dos intangíveis tornou a medição deste último e, conseqüentemente, a da produtividade, imprecisa e principalmente, subestimada.

Segundo este autor, as subestimações viriam de duas fontes principais: a imprecisão na captação e contabilização das mudanças na qualidade sobretudo aquelas relativas ao lançamento de novos produtos e serviços. Feldstein (op. cit.), reconhece que os institutos de pesquisas, responsáveis pela contabilidade nacional têm métodos específicos para fazerem essa atualização periódica, mas sugere que este método que consiste principalmente em contabilizar a variação da quantidade de insumos necessária para a produção, a partir da introdução de um novo bem ou serviço, não capta integralmente o que denomina de mudança de qualidade.

É possível que pelas razões alegadas, ocorra de fato alguma subestimação na medição dos ganhos de produtividade, mas a questão central é saber se ela é permanente. A partir da inovação radical, com a introdução de novos produtos e serviços, momento no qual a captação da mudança é de fato mais imprecisa, segue-se um período de inovações incrementais, crescentemente capturados pela contabilização, reduzindo, portanto, a sua imprecisão. Há um *lag* temporal para um registro mais preciso dos ganhos de produtividade, sugerindo que estes incrementos motivados por uma onda de inovação radical, ganhem precisão como o decorrer do tempo. No caso em discussão, como reflexo das inovações em TI dos anos 1990, a medição dos ganhos de produtividade – significativamente captados nessa década em que alcançaram o pico histórico de 3% a.a. – deveria mostrar uma aceleração e não uma desaceleração nos anos 2000. Todavia, Byrne et al (2016) indicam que o período de maiores ganhos de produtividade foram exatamente os anos 1990 e que nos anos 2000, há uma desaceleração no crescimento da área de TI como um todo.

A discussão da medição empírica da produtividade e da sua trajetória recente, requer uma análise elaborada para se chegar a uma conclusão mais rigorosa sobre a sua evolução. Os textos de Peters (2024), e De Ridder (2024), propõem uma explicação para a desaceleração da produtividade na qual estão associados a inovação radical com a presença crescente dos intangíveis por meio da disseminação da TI e a significativa concentração e ampliação das barreiras à entrada que ulteriormente limitaram a concorrência e o progresso técnico.

---

(6) Esses autores mostram que o crescimento da produtividade nos EUA foi de apenas 1,4% a.a. após os anos 2000, o que contrasta com crescimento de 2,8% a.a. no período de Bretton Woods. Os dados para os subperíodos mostram o seguinte desempenho: Bretton Woods (1948-1971): 2,8% a.a.; Período de contenção (1972-1989): 1,8% a.a.; Era dos mercados 1 (1990-1995); 1,5% a.a.; Era dos mercados 2 (1995-2005) 3,0% a.a.; Era dos mercados 3 (2005-2020): 1,4% a.a.

O argumento dos autores, de inspiração schumpeteriana, associa a desaceleração da produtividade à perda de ímpeto da destruição criadora que resultou das inovações radicais contidas na TI. Ou seja, as transformações e ganhos de produtividade do primeiro momento, identificado como os anos 1990, foram substituídas por um aumento da concentração e das barreiras à entrada e, a troca dos ganhos de produtividade pelo aumento dos *mark-ups*. A concentração adviria das economias de escala decorrentes da TI, ela própria intensiva em intangíveis. Isto alterou o padrão de custos das empresas implicando custos marginais fortemente decrescentes e custos fixos iniciais (*sunk costs*) expressivos, resultando na ampliação substantiva das barreiras à entrada. Estas últimas foram reforçadas e ampliadas pelo novo marco regulatório relativo à propriedade intelectual.

Como já foi apontado para o caso do investimento, a desaceleração do crescimento da produtividade também não é homogênea entre setores. O trabalho de Atkins et al (op. cit.), realiza uma medição empírica da trajetória da produtividade, com alguns achados importantes. Além de constatar a desaceleração de seu crescimento, os dados mostram que esta desaceleração foi maior nos outros países do G-7 do que nos EUA. A diversidade de desempenho setorial está associada ao índice de digitalização<sup>7</sup> do setor, indicando para o período 2004-2019 os seguintes agrupamentos: Setores dinâmicos, com desaceleração inferior à média, (Informação, Comércio Atacadista e Mineração); Setores moderados, com desaceleração semelhante à média (Serviços administrativos, Finanças e seguros, Comércio Varejista, Artes e Entretenimento; Serviços profissionais e técnicos); Setores com desaceleração superior à média (Serviços de utilidade pública, Manufatura, Imobiliárias, Administração de empresas); Setores defasados ou com desempenho negativo (Transporte e armazenamento, Construção Civil, Saúde e assistência social, Acomodação e alimentação, Outros serviços pessoais).

Um aspecto crucial dessa discussão é o de como a financeirização e os intangíveis impactam o investimento potencial, vale dizer, nas atividades de P&D e a sua possível incorporação na atividade produtiva. Nos textos seminais de Arora et al. (2020) e Arora et al. (2018), desenvolve-se a tese de que após os anos 1990 e, particularmente após os anos 2000, o aumento de produtividade da economia americana foi desapontador.

A razão essencial não estaria na evolução do conhecimento científico, mas na sua transmissão para as atividades produtivas sob a forma de inovação tecnológica. Isto ocorreu por conta de uma modificação crucial na divisão do trabalho nas atividades de P&D, entre empresas e universidades. Essas últimas concentraram-se de forma exclusiva na pesquisa básica e as primeiras no desenvolvimento. O mecanismo de transmissão de uma para outra, que no passado era feito pela atividade de pesquisa do laboratório da grande empresa passou a ser realizado por pequenas empresas de base tecnológica, tornando esses canais menos eficazes.

A comparação dos períodos da era de ouro do capitalismo entre 1950 e 1980 com aquele da financeirização após 1980, esclarece vários aspectos da questão colocada acima. No período do pós-guerra, o crescente apoio governamental às pesquisas universitárias, enfraqueceu o elo deste tipo de pesquisa com as empresas. As primeiras, se tornaram crescentemente mais amplas e propriamente

---

(7) O índice de digitalização do McKinsey Global Institute avalia ativos digitais, uso de tecnologia digital e de trabalhadores digitais usando 27 indicadores para capturar as muitas maneiras possíveis pelas quais as empresas estão se digitalizando.

científicas, descoladas de objetivos imediatos, em detrimento do padrão da pesquisa orientada pelas missões que era realizada nas universidades quando eram apoiadas e financiadas pelas empresas.

Para suprir essa lacuna, ampliou-se substancialmente a pesquisa realizada pelos laboratórios científicos das grandes corporações. Essa pesquisa teve como suporte o conhecimento científico de muitos pesquisadores e cientistas formados pelas universidades de ponta dos EUA e apoiado por equipamentos de alto padrão. Esses laboratórios das grandes corporações tinham não só capacidade de gerar eles próprios conhecimento científico<sup>8</sup>, mas também a habilidade para absorver os conhecimentos produzidos nas universidades e transformá-los em inovações tecnológicas.

Esse sistema de P&D virtuoso foi desmantelado na era da financeirização por meio de diversas mudanças. Nas universidades a principal modificação foi a mercantilização da pesquisa acadêmica, com a perda de seu status de atividade sem fins lucrativos. O Bayh-Dole Act de 1980 permitiu às universidades o registro da propriedade das inovações e sua comercialização. A partir desse momento cresce a participação das universidades no “mercado de tecnologia”. Ou seja, ocorre uma privatização do conhecimento, mesmo daquele financiado por fundos públicos.

Outra mudança importante no período da financeirização foi a ampliação do mercado de tecnologia e a proliferação de pequenas firmas dedicadas a essa atividade. Estas firmas tecnológicas recebem financiamento das grandes corporações e do governo para desenvolver pesquisas – como por exemplo no Vale do Silício ou na indústria de Defesa – tendo como pano de fundo a garantia de leis de proteção da propriedade intelectual muito mais rígidas. A ampliação das patentes, do licenciamento de softwares e registro de design de chips por essas pequenas empresas, para comercialização posterior, contrasta com o sistema prévio, no qual as grandes corporações originavam suas próprias inovações.

Importante assinalar que o mercado de tecnologia é o *locus* da negociação da propriedade intelectual sob várias formas. Isso dá origem à financeirização do conhecimento tecnológico. Vale dizer, a compra e venda de licenças, patentes, etc., não é feita necessariamente por empresas que irão utilizá-las diretamente. Esses monopólios temporários baseados nas leis de propriedade intelectual são comprados e posteriormente, vendidos a terceiros que farão sua utilização direta gerando para seus titulares, rendas de propriedade.

Nas grandes corporações, o declínio dos laboratórios próprios é simultâneo à ampliação do número de patentes detidos por essas empresas indicando que são crescentemente adquiridos no mercado de tecnologia. O único setor das grandes empresas que escapa a essa regra é o das *big techs* que mantiveram laboratórios de pesquisa próprios significativos. Várias razões explicam essa extroversão: a diminuição do ciclo de vida da inovação em razão da intensificação da concorrência tornando-a menos duradoura e a concentração das firmas no *core business*, reduzindo o requisito do espectro das pesquisas, ambas tornando as estruturas dos laboratórios próprios muito dispendiosas. Por fim, o relaxamento da legislação antitruste facilitando o crescimento por meio de F&As, tornando menos interessante o crescimento com base em inovações geradas nos laboratórios próprios em favor das tecnologias compradas nas empresas adquiridas.

---

(8) Como ilustração da capacidade científica dos laboratórios das grandes corporações, Arora et al. (2018) citam o expressivo número de prêmios Nobel recebidos pelos pesquisadores desses laboratórios.

Em resumo, os autores Arora et al. (op. cit.), destacam que o sistema anterior cuja base eram os laboratórios próprios das grandes empresas, ancoravam maior crescimento da produtividade pelas seguintes razões: seu foco era nas tecnologias de propósito geral ou inovações sistêmicas, com maior capacidade de *spill-over* e criação de externalidades positivas; a orientação por missões desses laboratórios permitia a solução de problemas práticos com maior rapidez e eficácia. Isto se fundava também na multidisciplinaridade da pesquisa, na maior escala e na dotação de equipamentos que permitia uma complementação entre ciência e engenharia.

Há também um aspecto adicional de grande relevância não destacado pelos autores que se refere à mercantilização e financeirização do conhecimento. Este último converte-se em propriedade intelectual tomando a forma de vários instrumentos como patentes, *copyrights*, *trademarks* e outros. O desenvolvimento de mercados secundários para estes instrumentos e a sua valorização terminam por orientar a produção das inovações tecnológicas de maneira cada vez mais focalizada e de menor durabilidade. O contraste com a produção tecnológica do capitalismo regulado e seu caráter de amplo espectro e disseminação bem como seus impactos mais profundos na produtividade é inegável.

Por fim, os textos de Block (2008) e Mazzucato (2011), indicam que nos EUA, o Estado, por meio das ARPA (Advanced Research Projects Agency) e sua versão contemporânea a DARPA (Defense Advanced Research Projects Agency), interveio de maneira relevante no patrocínio das inovações. Essas agências tiveram um papel decisivo na geração e disseminação das ondas de inovação por meio da construção dos chamados horizontes tecnológicos, utilizando a antiga metodologia da orientação por missões dos laboratórios das grandes corporações, nas áreas de defesa, informática, biotecnologia e saúde, com foco crescente na área de defesa a partir de meados dos anos 1990. Block (op. cit.) denomina essa intervenção pública de estado desenvolvimentista disfarçado destacando seu papel em algumas inovações importantes compensando parcialmente os impactos da P&D financeirizada.

### Considerações finais

Este texto procurou refletir sobre um tema relevante e polêmico no âmbito das interpretações críticas, a propósito dos efeitos da financeirização na dinâmica produtiva tecnológica do capitalismo contemporâneo. Sua principal conclusão aponta para o caráter parcial das interpretações que advogam por uma financeirização dinâmica ou o seu contrário, a financeirização parasitária, indicando a presença de ambas as características na financeirização desigual ou assimétrica.

No plano do padrão de acumulação de ativos por parte das corporações, há modificações importantes a partir da nova governança cristalizada na maximização do valor acionário. Desde logo, um padrão de acumulação que privilegia a valorização fictícia *vis a vis* a lucratividade corrente, explicitada na prioridade ao aumento dos dividendos aos *buy backs* das ações e às F&As. Estas prioridades tiveram implicações sobre o investimento instrumental em diversas dimensões. Do ponto de vista do financiamento, pelo aumento da alavancagem e da fragilidade financeira das corporações. De uma perspectiva produtiva ao valorizar investimentos de menor prazo de retorno e menor risco. Do ponto de vista macroeconômico a financeirização com o seu padrão particular de utilização dos lucros, enfraqueceu o crescimento da demanda agregada e da renda.

No que tange ao investimento e à produtividade, as indicações também são suficientes para mostrar um desempenho assimétrico ou desigual, como fica evidente, nos indicadores setoriais. Os

aumentos de investimento e ganhos de produtividade foram pronunciados nos segmentos que se digitalizaram de maneira mais intensa. Todavia, isto vale sobretudo para a etapa inicial de difusão da TI, nos anos 1990, sendo seguida de uma desaceleração, generalizada e desigual, do investimento e da produtividade na década seguinte.

As análises discutidas no texto destacam um processo significativo de concentração da atividade produtiva com crescente limitação da concorrência, ampliação das barreiras à entrada e dos *mark-ups*. Isto se verificou tanto nos setores fortemente protegidos pelo novo marco regulatório da propriedade intelectual quanto naqueles onde ocorreu a inovação radical. Nesses últimos, as características dos intangíveis associados à TI permitiram a constituição de super-firmas a partir de custos fixos iniciais crescentes – que ampliaram as barreiras à entrada – e custos marginais fortemente decrescentes.

Por fim, no que se refere ao investimento potencial ou à geração de inovações, as transformações associadas à financeirização indicam a sua perda de dinamismo disseminado. Fazem parte desse novo paradigma – com a exceção das *bigtechs* – a substituição dos laboratórios das grandes corporações que trabalhavam na geração e aplicação das inovações de propósito geral, pelos mercados de tecnologia, amplamente protegidos pelas leis da propriedade intelectual. Nesse mercado, os atores relevantes enquanto produtoras de conhecimento aplicado são segmentos das universidades e as empresas de base tecnológica e as demandantes, as grandes corporações. A questão essencial é que este modelo além de privilegiar a inovação mais focalizada, encolheu os espaços para o desenvolvimento das tecnologias de propósito geral e seu *spill-over*.

### Referências bibliográficas

AGLIETTA, Michel; VALLA, Nicolas. *Macroéconomie financière*. Collection: Grands Repères Manuels, 2017.

ARORA, Ashish; BELENZON, Santiago; PATACCONI, Andrea. The decline of science in corporate R&D. *Strategic Management Journal*, v. 39, n. 1, p. 3-32, 2018.

ARORA, Ashish; BELENZON, Santiago; PATACCONI, Andrea; SUH, Jungkyu. The changing structure of American innovation: some cautionary remarks for economic growth. *Innovation Policy and the Economy*, v. 20, n. 1, p. 39-93, 2020.

ATKINS, Chris; WHITE, Olivia; PADHI, Anu; ELLINGRUD, Kweilin; MADGAVKAR, Anu; NEARY, Michael. Rekindling US productivity for a new era. *McKinsey Global Institute Report*, p. 16, 2023.

BLOCK, Fred. Swimming against the current: the rise of a hidden developmental state in the United States. *Politics & Society*, v. 36, n. 2, p. 169-206, 2008.

BRAUN, Benjamin; CHRISTOPHERS, Brett. Asset manager capitalism: an introduction to its political economy and economic geography. *Environment and Planning A: Economy and Space*, v. 56, n. 2, p. 546-557, 2024.

BUSSIÈRE, Matthieu; FERRARA, Laurent; MILOVICH, Jeanne. *Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty*, 2015.

BYRNE, David M.; FERNALD, John G.; REINSDORF, Marshall B. Does the United States have a productivity slowdown or a measurement problem? *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, p. 109-182, 2016.

CARNEIRO, Ricardo. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte II): uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea. *Economia e Sociedade*, v. 29, p. 693-717, 2020.

COFFEE Jr., John C.; PALIA, Darius. The wolf at the door: the impact of hedge fund activism on corporate governance. *Annals of Corporate Governance*, v. 1, n. 1, p. 1-94, 2016.

CORRADO, Carol. Intangible investment: what it is and why it matters. In: THE MEASURE OF economies: measuring productivity in an age of technological change. Chicago: University of Chicago Press, 2024. p. 89-140.

CORRADO, Carol; HULTEN, Charles; SICHEL, Daniel. Intangible capital and US economic growth. *Review of Income and Wealth*, v. 55, n. 3, p. 661-685, 2009.

COVARRUBIAS, Matilde; GUTIÉRREZ, Germán; PHILIPPON, Thomas. From good to bad concentration? US industries over the past 30 years. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 34, n. 1, p. 1-46, 2020.

CROUZET, Nicolas; EBERLY, Janice C. *Understanding weak capital investment: the role of market concentration and intangibles*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2019. (NBER Working Paper, n. 25869).

DE RIDDER, Maarten. Market power and innovation in the intangible economy. *American Economic Review*, v. 114, n. 1, p. 199-251, 2024.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FELDSTEIN, Martin. Underestimating the real growth of GDP, personal income, and productivity. *Journal of Economic Perspectives*, v. 31, n. 2, p. 145-164, 2017.

GALSTON, William A.; KAMARCK, Elaine C. *More builders and fewer traders: a growth strategy for the American economy*. Washington, DC: Center for Effective Public Management at Brookings, 2015.

GUTIÉRREZ, Germán; PHILIPPON, Thomas. *Declining competition and investment in the US*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2017. (NBER Working Paper, n. 23583).

HALDANE, Andrew G.; DAVIES, Richard. *The short long*. 2011.

HASKEL, Jonathan; WESTLAKE, Stian. *Capitalism without capital: the rise of the intangible economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2017.

INTERNATIONAL ENERGY AGENCY (IEA). *Energy and AI*. Paris: IEA, 2025. Disponível em: <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai>. Licença: CC BY 4.0.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *World economic outlook: uneven growth – short- and long-term factors*. cap. 4. Washington, DC: IMF, 2015.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C.; WARNER, Jerold B. The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 3-24, 1988.

LAZONICK, William. The financialization of the US corporation: what has been lost, and how it can be regained. *Seattle University Law Review*, v. 36, p. 857-884, 2012.

LIAGOURAS, George. Beyond corporate financialization: from global value chains to the conundrum of intangible investments. *Competition & Change*, v. 27, n. 5, p. 685-706, 2023.

MAZZUCATO, Mariana. The entrepreneurial state. *Soundings*, n. 49, p. 131-142, 2011.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *OECD economic outlook*, v. 2025, issue 1: *Tackling uncertainty, reviving growth*. Paris: OECD Publishing, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/83363382-en>.

ORHANGAZI, Özgür. The role of intangible assets in explaining the investment–profit puzzle. *Cambridge Journal of Economics*, v. 43, n. 5, p. 1251-1286, 2019.

PAGANO, Ugo. The crisis of intellectual monopoly capitalism. *Cambridge Journal of Economics*, v. 38, n. 6, p. 1409-1429, 2014.

PETERS, Michael. *America must rediscover its dynamism*. Washington, DC: International Monetary Fund, Sept. 2024.

PHILIPPON, Thomas. *Commentary: understanding weak capital investment: the role of market concentration and intangibles*. 2019.

PLIHON, Dominique. Les grandes entreprises fragilisées par la finance. In: PLIHON, D. *La finance mondialisée*. Paris: La Découverte, 2004. p. 125-145.

RIKAP, Cecilia. *Capitalism, power and innovation: intellectual monopoly*. New York, NY: Routledge, 2021.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, p. 719-741, 2004.