



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Financeirização e o Consumo Privado em Portugal

Ana Sofia Antunes Brito

Mestrado em Economia da Empresa e da Concorrência

Orientador:

Professor Doutor Ricardo Pereira Barradas, Professor Auxiliar,
Departamento de Economia Política, ISCTE Instituto Universitário
de Lisboa

setembro, 2024



BUSINESS
SCHOOL

Financeirização e o Consumo Privado em Portugal

Ana Sofia Antunes Brito

Mestrado em Economia da Empresa e da Concorrência

Orientador:

Professor Doutor Ricardo Pereira Barradas, Professor Auxiliar,
Departamento de Economia Política, ISCTE Instituto Universitário
de Lisboa

setembro. 2024

À minha querida, avó.

Agradecimentos

À minha família, em especial aos meus pais, Fernando e Patrícia, agradece-vos eternamente pelo apoio incondicional ao longo de toda a minha vida, devo-vos tudo o que sou. Às minhas queridas irmãs, Inês e Lara, por serem a minha força. Ao meu avô, Manuel, por ser o meu maior exemplo. Esta conquista não é somente minha, será sempre nossa.

Aos meus avós, Maria de Jesus e Manuel dos Anjos, que permanecerão eternamente no meu coração. Onde quer que estejam, tenho a certeza de que estão profundamente orgulhosos de mim.

Ao Professor Ricardo Barradas, meu orientador, expresso o meu mais sincero agradecimento por todo o apoio, disponibilidade e profissionalismo, durante toda a elaboração desta dissertação.

*"Success is not the key to happiness. Happiness is the key to success.
If you love what you are doing, you will be successful."*

Albert Schweitzer

Resumo

Esta dissertação apresenta uma análise empírica aos dois efeitos contraditórios da financeirização no consumo privado em Portugal, entre 1988 e 2022. De acordo com a literatura pós-keynesiana, existem dois efeitos contraditórios da financeirização que exercem influência sobre o consumo privado, nomeadamente: (i) um negativo relacionado com a diminuição do rendimento do trabalho das famílias; e (ii) um positivo referente ao aumento do endividamento das famílias e ao incremento da riqueza financeira e habitacional das famílias. Para tal, foi estimada uma equação pós-Keynesiana do consumo privado total através da inclusão de quatro variáveis relacionadas com os dois efeitos contraditórios da financeirização (rendimento do trabalho, riqueza financeira, riqueza habitacional e endividamento das famílias) e cinco variáveis de controlo adicionais (consumo privado desfasado, taxa de desemprego, taxa de inflação, taxa de juro de curto prazo e taxa de juro de longo prazo).

Os resultados obtidos, considerando as variáveis explicativas da financeirização (rendimento do trabalho, riqueza financeira, riqueza habitacional e endividamento das famílias), indicam que o efeito positivo do endividamento das famílias não foi suficiente para compensar o efeito negativo da riqueza (financeira e habitacional) sobre o consumo privado, concluindo-se que o efeito global dos dois efeitos contraditórios identificados na era da financeirização tem sido prejudicial para o consumo privado em Portugal, no período compreendido entre 1988 e 2022.

Palavras-chave: Consumo Privado, Financeirização, Rendimento do Trabalho, Riqueza Financeira, Riqueza Habitacional, Endividamento das Famílias, Portugal, Modelo ARDL

Classificações JEL: C22, D10, E21 e E44

Abstract

This dissertation presents an empirical analysis of the two contradictory effects of financialisation on private consumption in Portugal between 1988 and 2022. According to the post-Keynesian literature, there are two contradictory effects of financialisation that influence private consumption, namely: (i) a negative one related to the decrease in household labor income; and (ii) a positive one related to the increase in household indebtedness and the increase in household financial and housing wealth. To this end, a post-Keynesian equation for total private consumption was estimated by including four variables related to the two contradictory effects of financialisation (labour income, financial wealth, housing wealth and household debt) and five additional control variables (lagged private consumption, unemployment rate, inflation rate, short-term interest rate and long-term interest rate).

The results obtained, considering the explanatory variables of financialisation (labor income, financial wealth, housing wealth, and household debt), indicate that the positive effect of household debt was not sufficient to offset the negative impact of wealth (financial and housing) on private consumption. It is concluded that the overall effect of these two contradictory forces identified in the era of financialisation has been detrimental to private consumption in Portugal during the period from 1988 to 2022.

Keywords: Private Consumption, Financialisation, Labour Income, Financial Wealth, Housing Wealth, Household Debt, Portugal, ARDL Model

JEL classification: C22, D10, E21, and E44

Índice

<i>Resumo</i>	iii
<i>Abstract</i>	v
<i>Introdução</i>	1
<i>Capítulo I - Revisão de Literatura</i>	4
1.1 Consumo privado na era da financeirização	4
1.1.1 O fenómeno da financeirização	4
1.1.2 Os dois efeitos contraditórios originados na era da financeirização no consumo privado	5
<i>Capítulo II - Modelo Econométrico e Hipóteses</i>	12
2.1 Equação de consumo privado.....	12
2.2 Efeito esperado de cada variável no consumo privado	13
<i>Capítulo III - Recolha e Seleção de Dados</i>	18
3.1 Fontes de recolha de informação.....	18
3.2 Estatística descritiva e evolução de cada variável.....	19
3.3 Diagnóstico de multicolinearidade.....	19
3.4 Testes de raízes unitárias.....	20
<i>Capítulo IV - Metodologia</i>	24
<i>Capítulo V - Resultados empíricos</i>	27
5.1 Análise de cointegração de variáveis	27
5.2 Testes de diagnóstico	28
5.3 Estimativa de curto prazo e de longo prazo	29
<i>Conclusão</i>	34
<i>Referências bibliográficas</i>	37
<i>Anexos</i>	44

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Soma cumulativa dos resíduos recursivos (Fonte: E-Views) 29

Índice de Tabelas

Tabela 1: Principais estudos empíricos (Fonte: Elaboração Própria)	9
Tabela 2: Efeito esperado de cada variável no consumo privado (Fonte: Elaboração Própria)	13
Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis (Fonte: Elaboração Própria)	19
Tabela 4: Matriz de correlação (Fonte: Elaboração Própria)	20
Tabela 5: Diagnóstico de multicolinearidade (Fonte: Elaboração Própria)	20
Tabela 6: <i>P-values</i> do Teste ADF (Fonte: Elaboração Própria)	21
Tabela 7: <i>P-values</i> do Teste PP (Fonte: Elaboração Própria)	22
Tabela 8: Valores dos critérios de informação por desfasamento (Fonte: Elaboração Própria)	27
Tabela 9: Critérios de análise da cointegração de variáveis (Fonte: Elaboração Própria)	27
Tabela 10: Teste de bandas para análise de cointegração (Fonte: Elaboração Própria)	27
Tabela 11: Testes de diagnóstico (Fonte: Elaboração Própria)	28
Tabela 12: Estimativas de longo prazo e de curto prazo (Fonte: Elaboração Própria)	32
Tabela 13: Valor económico das variáveis significativas no longo prazo (Fonte: Elaboração Própria)	33

Glossário de sigla

ADF - Augmented Dickey-Fuller

ARDL - Autoregressive Distributed Lag

FMI - Fundo Monetário Internacional

LM - Lagrange Multiplier

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PP - Phillips-Perron

p.p. - Pontos percentuais

Introdução

O consumo privado tem representado uma das principais componentes da procura agregada de um país, incluindo Portugal, tornando-se, assim, fundamental compreender a importância de como é afetado por outras variáveis económicas (Palley, 2010). O crescimento do consumo privado em Portugal, parece não estar dissociado da financeirização, devido ao aumento significativo da importância do setor financeiro na economia portuguesa. Exerce influência nas atividades financeiras e decisões dos agentes económicos, nomeadamente das famílias. De facto, grande parte das famílias tem vindo a intensificar o seu envolvimento nos mercados financeiros (Stockhammer, 2010; Lapavistas, 2011; Van der Zwan, 2014; Barradas, 2015).

A financeirização tem desencadeado dois efeitos contraditórios no consumo privado (Stockhammer, 2009a; Onaran *et al.*, 2011; Hein, 2012). O primeiro efeito - diminuição do rendimento do trabalho das famílias - tem provocado uma diminuição no consumo privado. Por outro lado, o segundo efeito - aumento da riqueza financeira e da riqueza habitacional (Boone *et al.*, 1998; Ludvigson & Steindel, 1999; Davis & Palumbo, 2001; Edison & Sløk, 2001; Mehra, 2001; Boone & Girouard, 2002; Ludwig & Sløk, 2002; Castro, 2007; Farinha, 2008; Sousa, 2008; Slacalek, 2009; Sousa, 2009; Onaran *et al.*, 2011; Barrell *et al.*, 2015) e incremento do endividamento das famílias (Barradas & Lagoa, 2017) tem provocado um aumento do consumo privado. O efeito combinado destes dois efeitos contraditórios no consumo privado é positivo, uma vez que o aumento da dívida e da riqueza das famílias mais do que tem compensado a perda do rendimento do trabalho das famílias. Gonçalves e Barradas (2021) aborda esta questão no contexto português, estimando os impactos do rendimento do trabalho, da riqueza financeira e da riqueza habitacional no consumo privado de bens duradouros, semi-duradouros e não duradouros. No entanto, os autores não têm em conta o potencial impacto do endividamento das famílias nos seus modelos, o que sugere que os seus resultados podem ser enviesados e/ou inconsistentes devido ao problema da omissão de variáveis relevantes (Wooldridge, 2003; Kutner *et al.*, 2005; Brooks, 2009).

Esta dissertação tem como objetivo primordial a determinação das variáveis que influenciam o consumo privado na era da financeirização em Portugal, entre 1988 e 2022. Salienta-se como inovação em relação à literatura existente sobre esta temática a inclusão de um período de tempo mais alargado, que inclui o impacto da pandemia COVID-19 e a guerra na Ucrânia na evolução do consumo privado português e, sobretudo, a inclusão da

variável endividamento das famílias, uma dimensão importante que não foi contemplada em estudos anteriores para Portugal (Gonçalves & Barradas, 2021).

Primeiramente, estimámos uma equação de consumo privado pós-Keynesiana, que compreende dois grupos de variáveis: (i) associadas aos dois efeitos contraditórios originados pela financeirização no consumo privado (rendimento do trabalho, riqueza financeira, riqueza habitacional e o endividamento das famílias); e (ii) de controlo (consumo privado desfasado, taxa de desemprego, taxa de inflação, taxa de juro de curto prazo e taxa de juro de longo prazo). Após, a recolha dos dados referentes às variáveis seleccionadas, procedemos à realização de um teste de multicolinearidade entre as mesmas, seguido de dois testes de estacionaridade (ADF e PP). Estes procedimentos permitiram-nos seleccionar o modelo econométrico mais adequado a utilizar, neste caso o modelo Autoregressive Distributed Lag (ARDL). Por fim, explicámos em detalhe no que consiste a metodologia seleccionada, bem como os resultados obtidos com a estimação do modelo ARDL.

Os nossos resultados sugerem que as variáveis explicativas dos dois efeitos contraditórios identificados na era da financeirização revelaram-se prejudiciais à evolução do consumo privado em Portugal, entre 1988 e 2022. Embora o endividamento das famílias tenha aumentado, esse crescimento não foi suficiente para compensar a diminuição da riqueza (financeira e habitacional).

A presente dissertação apresenta a seguinte estrutura: o Capítulo I contempla a revisão de literatura sobre os dois efeitos contraditórios originados na era da financeirização no consumo privado e o seu efeito global. O Capítulo II, apresenta a equação estimada do consumo privado, detalhando os efeitos esperados de cada variável. Nos capítulos III e IV, são descritos os dados e a metodologia seleccionada, respetivamente. No capítulo V, são apresentados os resultados empíricos obtidos com a estimação do modelo adotado e a sua respetiva discussão. Por fim, no Capítulo VI, apresenta-se as conclusões.

Capítulo I - Revisão de Literatura

No cerne deste estudo está presente a questão: “Quais os determinantes que influenciam o consumo privado na era da financeirização, em Portugal?”, uma pergunta para a qual a literatura existente ainda não dá completamente uma resposta. Além disso, poucos estudos empíricos têm surgido para avaliar esta problemática no contexto português. Com a presente dissertação, pretende-se colmatar essa lacuna, com uma análise aprofundada e novas evidências empíricas sobre o tema.

1.1 Consumo privado na era da financeirização

O consumo privado refere-se aos gastos incorridos pelas famílias, em bens e serviços, com o objetivo de satisfazer as suas necessidades e desejos de consumo. Segundo Stockhammer (2010), Lapavitsas (2011) e Barradas (2015), a financeirização teve um elevado impacto no consumo das famílias desde a década de 80 do século passado, motivado pelo aumento do envolvimento das famílias nos mercados financeiros, com a aquisição de ativos (como pensões, seguros, habitações, fundos do mercado monetário e outros ativos financeiros), pela valorização dos ativos e pela globalização financeira. Este comportamento é transversal à generalidade das famílias, incluindo aquelas com rendimentos mais baixos (Barba & Pivetti, 2009) e da classe média (Van der Zwan, 2014), devido à maior facilidade de acesso a crédito.

1.1.1 O fenómeno da financeirização

É amplamente aceite que o consumo privado ao longo dos últimos tem sido influenciado significativamente pelo fenómeno da financeirização na economia global, mais concretamente desde 1980. Este fenómeno de financeirização caracteriza-se como o aumento do peso do sistema financeiro nas economias, originando alterações significativas na estrutura e dinâmica das mesmas, proporcionando um maior envolvimento das famílias nos mercados financeiros como devedoras, essencialmente pelo crédito, e/ou como detentoras de ativos, com a aquisição de imóveis habitacionais, fundos do mercado monetário e outros tipos de ativos financeiros (Stockhammer, 2010; Lapavitsas, 2011; Barradas, 2022), incluindo também as famílias de baixo rendimento e de classe média (Barba & Pivetti, 2009; van der Zwan, 2014).

Assim, a evolução do consumo privado nos últimos anos não pode estar dissociada do fenómeno da financeirização, pelo efeito significativo exercido na evolução do mesmo. Na verdade, e tendo em consideração sobretudo a literatura económica pós-keynesiana, argumenta-se que existem dois efeitos contraditórios originados pela financeirização no

consumo privado (Stockhammer, 2009a; Onaran *et al.*, 2011; Hein, 2012), que passamos a descrever em seguida.

1.1.2 Os dois efeitos contraditórios originados na era da financeirização no consumo privado

Os dois efeitos contraditórios da financeirização no consumo privado correspondem à diminuição do rendimento do trabalho das famílias que exerce uma influência negativa no consumo privado (primeiro efeito) e o aumento da riqueza (financeira e habitacional) e do endividamento das famílias que provoca um aumento no consumo privado (segundo efeito) (Stockhammer, 2009a; Onaran *et al.*, 2011; Hein, 2012).

i. O primeiro efeito contraditório

O primeiro efeito está relacionado com a diminuição do peso dos rendimentos provenientes do trabalho em percentagem do PIB, o que acaba por exercer uma diminuição no consumo privado (Kristal, 2010; Dünhaupt, 2011; Lin & Tomaskovic-Devey, 2013; Stockhammer, 2013; Gonçalves & Barradas 2021; Barradas, 2022). As razões identificadas para o efeito infra descrito podem ser atribuídas a vários fatores, nomeadamente o progresso tecnológico, a globalização, a financeirização e o neoliberalismo.

O progresso tecnológico, fundamentalmente a introdução de tecnologias de informação e comunicação, tem sido identificado como a principal razão para a diminuição do rendimento do trabalho das famílias em percentagem do PIB. Com o surgimento de novas máquinas e tecnologias, origina a substituição de colaboradores em algumas tarefas e/ou setores de atividade, resultando na diminuição da procura de trabalho, especialmente de mão-de-obra não qualificada. Além disso, a evolução tecnológica também pode contribuir para uma maior segmentação do mercado de trabalho, em que existem empregos altamente valorizados e bem remunerados em alguns setores tecnológicos específicos, contudo, resulta numa diminuição da procura por trabalho em setores tradicionais, culminando numa diminuição dos salários praticados (Guerriero & Sen, 2012; Dünhaupt, 2013).

A globalização pode contribuir para a redução do rendimento do trabalho por via da diminuição do poder de negociação dos colaboradores com menores qualificações, principalmente em países em desenvolvimento, aumentando a taxa de desemprego e, ainda, pelo aumento de empresas multinacionais, que podem enfraquecer a posição negocial dos trabalhadores comparativamente com as empresas estritamente nacionais. Além disso, a globalização tem contribuído para o enfraquecimento do poder sindical, que possui um papel

importante em alguns setores de atividade, nomeadamente ao nível da negociação salarial e na defesa dos interesses dos colaboradores (Guerrero & Sen, 2012; Dünhaupt, 2013).

A financeirização tem sido identificada como uma das principais razões para a diminuição dos rendimentos do trabalho, sobretudo devido ao aumento do foco na criação de valor para os acionistas, influenciando as empresas a adotarem estratégias essencialmente de curto prazo de modo a maximizarem os seus lucros, prejudicando os salários e benefícios atribuídos aos colaboradores. Aliado a esta estratégia, é prática comum a diminuição dos custos das empresas, incluindo a diminuição das remunerações dos colaboradores, de modo a aumentarem os seus lucros, distribuírem mais dividendos e satisfazerem acionistas impacientes (Dünhaupt, 2013; Kohler *et al.*, 2019).

O neoliberalismo pode causar a diminuição do rendimento do trabalho através de políticas que fundamentalmente implicam uma redução dos salários e dos direitos dos trabalhadores, nomeadamente ao nível da desregulação e flexibilização das relações laborais. Adicionalmente, essas políticas podem reduzir os gastos públicos em determinadas áreas, como a saúde e educação, o que pode afetar diretamente e de forma negativa o bem-estar dos trabalhadores e das suas famílias (Hein, 2012).

Kristal (2010), Dünhaupt (2013), Lin and Tomaskovic-Devey (2013), Alvarez (2015), Barradas and Lagoa (2017), Stockhammer (2017) e Barradas (2019) são bons exemplos de estudos econométricos empíricos sobre o efeito negativo causado pela financeirização nos rendimentos do trabalho das famílias.

ii. O segundo efeito contraditório

O segundo efeito corresponde a um aumento da riqueza (financeira e habitacional) e do endividamento das famílias, que tendem a exercer um efeito positivo sobre o consumo privado. O crescimento dos níveis de riqueza e de endividamento nos últimos anos tem sido sustentado, sobretudo, pela maior disponibilidade de crédito. A maior disponibilidade de crédito é explicada, essencialmente, pela inovação financeira num ambiente caracterizado por taxas de juro baixas, que deteriorou os critérios de concessão de crédito por parte dos bancos e, conseqüentemente, originou uma maior concessão nos vários tipos de crédito (crédito hipotecário, crédito ao consumo, cartões de crédito e descobertos bancários), abrangendo também as famílias com baixos rendimentos, gerando maiores índices de endividamento e fragilidade financeira (Hein, 2012). Ainda na vertente bancária, os bancos têm adotado políticas comerciais mais agressivas em relação ao segmento de crédito, principalmente num

ambiente de crescente concorrência entre os mesmos (Cynamon & Fazzari, 2008; Stockhammer, 2009a).

Aliado ao aumento da concorrência entre bancos e ao aumento da disponibilidade de crédito, os consumidores parecem ter mudado também o seu comportamento em relação aos efeitos da riqueza financeira e riqueza habitacional. Na verdade, a redução dos critérios na concessão de crédito tende a aumentar a liquidez dos consumidores e, conseqüentemente, tendem a provocar um desincentivo à poupança (Boone & Girouard, 2002). A existência de vários episódios de flutuações de preços no mercado imobiliário (bolhas imobiliárias), tem resultado num aumento do nível de endividamento das famílias (Hein, 2012).

A financeirização tem permitido que a queda dos salários reais seja mitigada pela maior disponibilidade de crédito, permitindo às famílias a manutenção dos seus níveis de consumo. Isto sugere que, apesar da redução dos rendimentos do trabalho, a procura por um padrão de vida comparável de outras pessoas (“*keeping up with the Joneses*”) tem levado as famílias a recorrerem ao endividamento para manterem os seus níveis de consumo (Hein, 2012). Este comportamento decorre também da criação de novos bens e serviços (como telemóveis e/ou outros dispositivos de tecnologia da informação e da comunicação), em que as famílias de baixo rendimento e de classe média passam a conseguir obtê-los de forma mais facilitada, através do crédito (Barba & Pivetti, 2009).

Como resultado, o endividamento das famílias tem aumentado significativamente na era da financeirização motivado pela diminuição do rendimento do trabalho e pelo aumento das desigualdades interpessoais (Barba & Pivetti, 2009). Paralelamente, as gerações mais recentes possuem uma menor aversão ao risco em relação às decisões financeiras e, ainda, um comportamento mais normalizado face ao crédito, em comparação com as gerações anteriores. Os elevados níveis de endividamento das famílias, tendem a aumentar a sua fragilidade financeira, tornando as economias mais expostas a alterações de aumentos das taxas de juro e ao declínio dos rendimentos do trabalho (Cynamon & Fazzari, 2008).

iii. Efeito global dos 2 efeitos contraditórios no consumo privado

No entanto, o efeito combinado destes dois efeitos contraditórios no consumo privado tende a ser positivo, uma vez que o aumento da dívida e da riqueza das famílias mais do que tem compensado a diminuição dos rendimentos do trabalho. Isto significa que, apesar da estagnação (ou mesmo queda) dos salários reais das famílias, a maior facilidade de acesso ao crédito e o correspondente aumento da riqueza financeira e habitacional têm contribuído positivamente para o aumento do consumo privado. Porém, esse aumento do consumo baseado sobretudo no

endividamento das famílias e no aumento da riqueza pode levar a uma maior fragilidade financeira e a ocorrência de crises financeiras, como a que surgiu em 2007 nos EUA (Stockhammer, 2009a; Onaran *et al.*, 2011).

Segundo Duesenberry (1949), as famílias tendem a querer assemelhar o seu padrão de vida ao das pessoas em seu redor devido ao "efeito de demonstração". Este comportamento designado como um "*ratchet effect*" tem motivado níveis mais elevados de consumo, mesmo num cenário de diminuição dos rendimentos do trabalho, de modo a não ser perceptível pelos outros a perda de poder de compra devido às expectativas sociais. Isto significa que a queda dos rendimentos do trabalho não implica necessariamente um declínio no consumo privado, pois o consumo pode aumentar mais facilmente do que diminuir quando o nível de rendimento sofre alterações, pois as famílias tentam manter o seu nível de vida.

iv. Estudos empíricos relacionados com o consumo privado

Existem vários estudos empíricos em que são estimadas equações de consumo privado, as quais incluem as variáveis do rendimento do trabalho e da riqueza (financeira e habitacional) como os principais determinantes do consumo privado (Tabela 1).

Financeirização e o Consumo Privado em Portugal

Autor	Período de tempo	Economias	Metodologia	Variável dependente	Variáveis independentes
Boone and Girouard (2002)	1970-1992	Países G7	Séries temporais	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Riqueza habitacional Taxas de juro Taxa de inflação Taxa de desemprego
Castro (2007)	1980-2005	Portugal	Séries temporais	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Riqueza habitacional Taxas de juro Taxa de inflação
Farinha (2008)	1994 2000 2006	Portugal	Dados em painel	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Riqueza habitacional Características socioeconómicas (idade, educação e agregado familiar) Taxas de juro
Sousa (2008)	1953-2004	Área do Euro	Séries temporais	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Riqueza habitacional Taxas de juro Taxa de inflação Taxa de desemprego
Barrell <i>et al.</i> (2015)	1972-2012	Reino Unido Itália	Séries temporais	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Riqueza habitacional Taxas de juro Taxa de inflação Taxa de desemprego
Kim <i>et al.</i> (2015)	1980-2012	EUA	Séries temporais	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Endividamento Taxas de juro Taxa de inflação Taxa de desemprego
Stockhammer and Wildauer (2020)	1995-2017	EUA Reino Unido Alemanha França Itália	Dados em painel	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Endividamento Taxas de juro Taxa de inflação
Gonçalves and Barradas (2021)	1996-2019	Portugal	Séries temporais	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Riqueza habitacional Taxas de juro Taxa de inflação Taxa de desemprego
Barradas (2022)	1999-2019	Países UE	Dados em painel	Consumo privado	Rendimento do trabalho Riqueza financeira Riqueza habitacional Endividamento Taxas de juro Taxa de inflação Taxa de desemprego

Tabela 1: Principais estudos empíricos (Fonte: Elaboração Própria)

É importante ressaltar que a maior parte dos estudos empíricos existentes analisam grandes economias, como os EUA, existindo apenas três estudos direcionados para Portugal (Castro, 2007; Farinha, 2008; Gonçalves e Barradas, 2021). A maioria destes estudos conclui que o rendimento do trabalho e a riqueza financeira e habitacional exercem um efeito positivo sobre

o consumo privado. No entanto, estes estudos apresentam pelo menos uma lacuna, nomeadamente ao nível da omissão de uma variável relevante que influencia o consumo privado, o endividamento das famílias, podendo comprometer a fiabilidade das estimativas destes trabalhos, tornando-as inconsistentes e enviesadas (Wooldridge, 2003; Kutner *et al.*, 2005; Brooks, 2009). Apenas alguns estudos empíricos mais recentes incluem o endividamento (Kim *et al.*, 2015; Stockhammer, 2020; Barradas, 2022), mas nenhum foca o caso português.

Esta dissertação procura, assim, contribuir para a literatura existente ao analisar os determinantes do consumo privado português na era da financeirização, tendo em conta não só os efeitos causados pelo rendimento do trabalho e pelas riquezas habitacional e financeira, mas também pelos respetivos níveis de endividamento.

Capítulo II - Modelo Econométrico e Hipóteses

A presente dissertação tem como objetivo o estudo da evolução do consumo privado em Portugal na era da financeirização, identificar os canais pelos quais o fenómeno de financeirização afeta o consumo privado e perceber de que forma o fenómeno de financeirização afeta o consumo privado em Portugal.

2.1 Equação de consumo privado

O nosso modelo econométrico estima uma equação de consumo privado pós-Keynesiana, que compreende dois grupos distintos de variáveis, sendo que o primeiro grupo engloba quatro variáveis e o segundo cinco variáveis. O primeiro grupo é constituído pelas variáveis associadas aos dois efeitos contraditórios originados pela financeirização no consumo privado, nomeadamente: rendimento do trabalho, riqueza financeira, riqueza habitacional e o endividamento das famílias. As restantes variáveis pertencentes ao segundo grupo são variáveis de controlo, que correspondem ao consumo privado desfasado, taxa de desemprego, taxa de inflação, taxa de juro de curto prazo e taxa de juro de longo prazo.

Assim, a nossa equação de consumo privado apresenta a seguinte forma:

$$CP_t = \beta_0 + \beta_1 CP_{t-1} + \beta_2 RT_t + \beta_3 RF_t + \beta_4 RH_t + \beta_5 E_t + \beta_6 CPD_t + \beta_7 TD_t + \beta_8 I_t + \beta_9 JCP_t + \beta_{10} JLP_t + \mu_t \quad (1)$$

Onde,

t - Períodos de tempo (anos)

CP - Consumo privado

RT – Rendimento do trabalho

RF – Riqueza financeira

RH – Riqueza habitacional

E – Endividamento

CPD – Consumo privado desfasado

TD – Taxa de desemprego

I – Taxa de inflação

JCP – Taxa de juro de curto prazo

JLP – Taxa de juro de longo prazo

μ – Erro estocástico¹

2.2 Efeito esperado de cada variável no consumo privado

Relativamente aos efeitos esperados de cada variável sobre a nossa variável dependente (consumo privado), espera-se que o rendimento do trabalho, a riqueza financeira e o endividamento das famílias influenciem positivamente o consumo privado, ao contrário da taxa de desemprego e da taxa de inflação que se prevê que exerçam um impacto negativo no mesmo. A riqueza habitacional e as taxas de juro (de curto e de longo prazo) deverão influenciar positivamente ou negativamente o consumo privado (Tabela 2).

Variáveis	Efeito Esperado		
	Positivo	Negativo	Indeterminado
RT	●		
RF	●		
RH			●
E	●		
TD		●	
I		●	
JCP			●
JLP			●

Tabela 2: Efeito esperado de cada variável no consumo privado (Fonte: Elaboração Própria)

i. Sinais esperados dos coeficientes

Deste modo, espera-se que os coeficientes destas variáveis apresentem os seguintes sinais:

$$\beta_1 > 0; \beta_2 > 0; \beta_3 \geq 0; \beta_4 \geq 0; \beta_5 > 0; \beta_6 < 0; \beta_7 < 0; \beta_8 \geq 0; \beta_9 \geq 0 \quad (2)$$

ii. Variáveis com efeito positivo sobre o consumo privado

Segundo Barrell *et al.* (2015) espera-se que o consumo privado desfasado tenha um impacto positivo sobre o consumo privado contemporâneo. Incluímos a presente variável tendo em conta o grau de persistência exercida pelas famílias no consumo, sendo este desfasamento representativo, por um lado, da manutenção dos níveis de consumo das famílias, apesar dos choques (positivos/negativos) inesperados verificados no rendimento do trabalho e riqueza (financeira e habitacional). Por outro lado, pelo desconhecimento das famílias das notícias macroeconómicas, que de acordo com o quadro teórico de expectativas rígidas, apesar da

¹ Parte não explicável pelas variáveis incluídas no modelo, representando a diferença entre o valor observado e o valor esperado.

alteração financeira das famílias, estas não alteram de imediato o seu comportamento de consumo, originando um padrão de consumo com atrasos em relação a esses choques.

Segundo Keynes (1936), prevê-se que o rendimento do trabalho tenha um impacto positivo sobre o consumo privado. Assim, o consumo das famílias aumenta (diminui) à medida que o seu rendimento do trabalho aumenta (diminui), contudo esse aumento (diminuição) é inferior a um, dando a ideia de que aumenta (diminui) mas não tanto como o aumento (diminuição) do seu rendimento do trabalho. Este efeito é originado pelo facto de o consumo tender a ser inelástico em relação ao rendimento do trabalho (Barba & Pivetti, 2009).

Segundo Ludwig and Slok (2002), espera-se que a riqueza financeira tenha um impacto positivo sobre o consumo, através de cinco canais. O primeiro canal corresponde ao "*realised wealth effect*", segundo o qual o aumento do valor dos ativos financeiros (e.g., ações detidas) tende a aumentar o consumo privado quando as famílias liquidam os respetivos ativos e os ganhos obtidos são maiores (Boone & Girouard, 2002). O segundo canal refere-se ao "*unrealised wealth effect*" e está relacionado com a confiança das famílias de que o valor dos ativos financeiros continuará a aumentar no futuro e, portanto, o seu rendimento irá aumentar na liquidação dos mesmos, pelo que o consumo no presente tende a aumentar (Boone & Girouard, 2002). O terceiro canal é designado por "*liquidity constraints effect*", que se refere ao facto de as famílias aumentarem o valor das suas carteiras de ativos, que podem ser dadas como garantia em novos empréstimos, aumentando deste modo o consumo privado (Bernanke *et al.*, 1996). O quarto canal refere-se ao "*stock option value effect*", em que o aumento do valor das opções sobre ações detidas pelas famílias estimula o seu consumo (Bernanke *et al.*, 1996). O quinto canal corresponde às famílias que não participam nos mercados financeiros, mas que de certa forma acabam por ser afetadas pelas alterações nos preços dos ativos financeiros, pela percepção que os consumidores detêm deste tipo de mercados, classificando-os como impulsionadores da economia, provocando um aumento do consumo dessas famílias (Romer, 1990).

iii. Variáveis com efeito negativo sobre o consumo privado

A taxa de inflação espera-se que provoque um efeito negativo sobre o consumo privado, por ser um indicador da depreciação real dos ativos financeiros não indexados e de incerteza futura (Boone *et al.*, 1998; Boone & Girouard, 2002). A taxa de desemprego espera-se que afete o consumo das famílias de forma negativa, uma vez que tende a refletir o ciclo económico,

funcionando como um indicador dos níveis de futuros de rendimento do trabalho (Boone *et al.*, 1998; Boone & Girouard, 2002). O desemprego mede a incerteza dos rendimentos do trabalho, originando aumento do nível de poupança. Consequentemente, as famílias reduzem os seus recursos financeiros destinados ao consumo, devido à incerteza em relação ao futuro (Malley & Moutos, 1996).

iv. Variáveis com efeito indeterminado sobre o consumo privado

O endividamento das famílias espera-se que produza um efeito indeterminado sobre o consumo privado, por se tratar de uma fonte de financiamento acessível às famílias, que por um lado exerce um efeito positivo no consumo privado, mas que por outro lado implica custos mais elevados do serviço da dívida, desencadeando um efeito negativo sobre o consumo privado (Stockhammer & Wildauer, 2016).

A riqueza habitacional espera-se que tenha um impacto ambíguo no consumo privado, uma vez que esse efeito varia consoante as famílias sejam proprietárias ou arrendatárias de casa (Ludwig & Slok, 2002). Existem três canais explicativos da relação positiva entre a riqueza habitacional e o consumo privado, nomeados anteriormente ("*realised wealth effect*", "*unrealised wealth effect*" e "*liquidity constraints effect*"), quando se verifica o cenário de aumento dos preços das habitações. Todavia, é possível verificar uma relação negativa entre a riqueza habitacional e o consumo privado, através de outros dois canais. O primeiro corresponde ao efeito de restrição orçamental, que explica que o aumento do preço das habitações provoca um impacto negativo no consumo das famílias arrendatárias pelo aumento das suas rendas, por outro lado o mesmo efeito é verificado nas famílias proprietárias, devido ao aumento dos custos associados ao arrendamento. O segundo canal refere-se ao efeito de substituição, isto é, quando as famílias decidem comprar habitação e o preço da mesma aumenta, acabam por adquirir uma casa com uma dimensão mais reduzida ou reduzem o seu consumo (Boone & Girouard, 2002).

O efeito das taxas de juro de curto e de longo prazo sobre o consumo privado das famílias espera-se que seja indeterminado, devido principalmente às decisões de consumo e poupança face ao rendimento disponível e do efeito de substituição. O efeito rendimento indica que, se as famílias forem aforradoras, um aumento das taxas de juro resulta num incremento dos rendimentos obtidos, o que pode levar a um maior consumo, por não necessitarem de alocar tantos recursos financeiros para manter o seu nível de poupança. No entanto, através do efeito

de substituição, a decisão de consumir torna-se menos atrativa, uma vez que as taxas de juro são agora mais elevadas e os rendimentos obtidos com as poupanças das famílias são também mais elevados.

Capítulo III - Recolha e Seleção de Dados

Neste capítulo, de forma a estimar o consumo privado descrito no capítulo anterior recolhemos dados anuais, reduzindo a volatilidade e os efeitos sazonais contemplados nos dados trimestrais, compreendidos entre 1988 até 2022, de modo a considerar um período de tempo mais alargado, que inclui o impacto da pandemia COVID-19 e a guerra na Ucrânia. Salienta-se, ainda, que não existiam dados disponíveis para todas as nossas variáveis face aos anos anteriores a 1988 e posteriores a 2022.

3.1 Fontes de recolha de informação

Os dados foram obtidos através de diversas fontes de recolha de informação, nomeadamente a AMECO, Banco Mundial, FRED ST LOUIS, Fundo Monetário Internacional (FMI) e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE).

A nossa variável dependente, foi obtida através da base de dados do Banco Mundial.

A variável independente do rendimento do trabalho foi extraída da base de dados da AMECO, que pode ser consultada em “*Adjusted Wage Share*”.

A variável riqueza financeira é representada pelo preço das ações em Portugal, tendo sido extraída da base de dados do FRED ST LOUIS, que pode ser consultada em “*Financial Market: Share Prices for Portugal*”.

A variável riqueza habitacional corresponde ao índice de preços da habitação, tendo sido extraída da base de dados da OCDE (2010=100), sendo descrita como uma medida dos preços de habitação ao longo do tempo.

A variável endividamento das famílias é uma medida que expressa a relação entre o total da dívida das famílias e o seu rendimento disponível, tendo sido extraída do FMI, que pode ser consultada em “*Household debt, loans and debt securities (Percent of GDP)*”.

A taxa de desemprego é obtida pelo rácio entre o número de pessoas desempregadas e a população ativa, que é a população em idade compreendida entre os 16-64 anos, que se encontra empregada (em tempo parcial ou total) ou procura ativamente trabalho (desempregados). Este rácio reflete a percentagem de população ativa que não está empregada, tendo sido extraída do Banco Mundial, que pode ser consultada em “*Unemployment, total (% of total labor force) (modeled ILO estimate) – Portugal*”.

A taxa de inflação foi obtida através da base de dados do banco Mundial, disponível em “*Inflation, consumer prices (annual %) – Portugal*”.

As taxas de juro de curto e longo prazo correspondem às taxas de juro nominais, tendo sido extraídas da base de dados da AMECO, que podem ser consultadas em “*Interest rates, Short term nominal*” e “*Interest rates, Long term nominal*”, respetivamente.

Note-se, que todas as variáveis, foram transformadas em número decimal, com exceção da variável riqueza financeira e da riqueza habitacional que foram expressas em logaritmo.

3.2 Estatística descritiva e evolução de cada variável

A tabela 3 contém as estatísticas descritivas de cada variável e os gráficos representativos da evolução de cada variável considerada no modelo, entre 1988 e 2022 (Anexo A).

	CP	RT	RF	RH	E	TD	I	JCP	JLP
Média	0,828494	0,644486	4,341113	4,813665	0,593373	0,077135	0,037508	0,047200	0,064029
Mediana	0,827045	0,647000	4,576421	4,823686	0,664074	0,067960	0,025885	0,030000	0,049000
Máximo	0,865187	0,683000	5,164048	5,101341	0,921801	0,161880	0,136306	0,177000	0,154000
Mínimo	0,774929	0,590000	3,174193	4,544552	0,152332	0,038060	-0,008355	-0,005000	0,003000
Desvio Padrão	0,021929	0,030418	0,575499	0,128045	0,262908	0,031858	0,037670	0,056023	0,044082
Assimetria	-0,566920	-0,239689	-0,743543	-0,194195	-0,513484	1,227570	1,293541	1,086812	0,723779
Curtose	3,215468	1,687616	2,216164	2,977785	1,861742	3,709832	3,747124	2,871841	2,372334
Observações	35	35	35	35	35	35	35	35	35

Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis (Fonte: Elaboração Própria)

3.3 Diagnóstico de multicolinearidade

De modo a identificar se existe ou não multicolinearidade² entre as nossas variáveis, é necessário efetuarmos um diagnóstico de multicolinearidade, através de uma matriz de correlação (Tabela 4).

As correlações entre as variáveis independentes e a nossa variável dependente, encontram-se em linha com o efeito esperado (Tabela 2), com exceção da taxa de desemprego, que apresenta uma correlação positiva com o consumo privado. Observa-se que as correlações entre algumas das nossas variáveis são superiores a 0,8 em termos absolutos (limite tradicional máximo), pelo que não podemos excluir a existência de multicolinearidade entre as variáveis (Studenmund, 2016), nomeadamente correlação: (i) entre o endividamento das famílias e a riqueza financeiro; (ii) entre a taxa de juro de curto prazo e a taxa de inflação; (iii) entre a taxa juro de longo prazo e a taxa de inflação; e (iv) entre a taxa juro de longo prazo e a taxa de juro de curto prazo.

² Pares de variáveis altamente correlacionadas entre si.

	CP	RT	RF	RH	E	TD	I	JCP	JLP
CP	1								
RT	0,1119	1							
RF	0,3661**	-0,2935*	1						
RH	-0,3000**	0,4813***	-0,0097	1					
E	0,6897***	-0,2641	0,8400***	-0,3337**	1				
TD	0,5145***	-0,5912***	0,3368**	-0,8088***	0,6164***	1			
I	-0,5671***	0,1230	-0,7368***	0,2743	-0,7683***	-0,4741***	1		
JCP	-0,4255**	0,3258*	-0,9063***	0,1699	-0,8652***	-0,4966***	0,8732***	1	
JLP	-0,3477**	0,1429	-0,869***	-0,1548	-0,6981***	0,1485	0,8192***	0,8764***	1

Nota: *** indica significância estatística ao nível de 1%, ** indica significância estatística ao nível de 5% e * indica significância estatística ao nível de 10%

Tabela 4: Matriz de correlação (Fonte: Elaboração Própria)

No entanto, se efetuarmos os *Variance Inflation Factor's* (Tabela 5), a hipótese de existência de multicolinearidade entre os pares de variáveis é excluída, uma vez que são todos inferiores ao limite tradicional de 20 (Greene, 2017).

Variáveis	Adjusted R ²	Tolerance Value	VIF
CP	0,80	0,20	5,00
RT	0,67	0,33	3,03
RF	0,89	0,11	9,09
RH	0,82	0,18	5,56
E	0,93	0,07	14,29
TD	0,88	0,12	8,33
I	0,91	0,09	11,11
JCP	0,95	0,05	20,00
JLP	0,92	0,08	12,50

Tabela 5: Diagnóstico de multicolinearidade (Fonte: Elaboração Própria)

3.4 Testes de raízes unitárias

De modo, a escolhermos o modelo econométrico mais adequado, estudámos a presença de raízes unitárias, fundamentais para garantir a validade e precisão das inferências estatísticas. Existem diversos testes, que permitem verificar a presença de raízes unitárias nas séries temporais, nomeadamente o teste de Augmented Dickey-Fuller (ADF) (1979) e o teste de Phillips-Perron (PP) (1988), que foram considerados na presente dissertação. Os resultados obtidos nos testes ADF (Tabela 6) e PP (Tabela 7) permitem concluir que temos um conjunto de variáveis estacionárias em nível³ e variáveis que são estacionárias apenas nas primeiras diferenças⁴.

³ Significa que a variável é integrada de ordem 0.

⁴ Significa que a variável é integrada de ordem 1.

Considerando os níveis de significância tradicionais, apenas o consumo privado e a taxa juro de longo prazo são variáveis estacionárias em nível, de acordo com os resultados de ambos os testes. Por outro lado, as variáveis: (i) rendimento do trabalho; (ii) riqueza financeira, (iii) riqueza habitacional; e (iv) taxa de desemprego são séries estacionárias somente nas primeiras diferenças, considerando os resultados de ambos os testes. As séries endividamento das famílias e taxa de inflação, segundo o teste ADF são estacionárias em nível e estacionários apenas nas segundas diferenças pelo teste PP. A taxa juro de curto prazo é uma variável estacionária em nível pelo teste PP, mas estacionária apenas nas primeiras diferenças pelo teste ADF.

Por último, concluímos que nenhuma das variáveis consideradas são estacionárias apenas nas segundas diferenças, uma vez que foi privilegiado o teste ADF, pelo facto deste produzir resultados mais robustos comparativamente ao teste PP na presença de amostras mais pequenas, como a nossa (Davidson & MacKinnon, 1999).

Variáveis	Nível			Primeiras Diferenças		
	Interceção e			Interceção e		
	Interceção	Tendencência	Nenhum	Interceção	Tendencência	Nenhum
CP	0,0995*	0,5904	0,8397	0,0011	0,0020	0,0000*
RT	0,6075	0,2515*	0,5690	0,0028	0,0106	0,0001*
RF	0,2087*	0,6288	0,9570	0,0028	0,0065*	0,0001
RH	0,2874*	0,7574	0,7950	0,1473	0,2738	0,0182*
E	0,0430*	0,9871	0,5218	0,4162	0,2050*	0,0791
TD	0,2100*	0,5281	0,4344	0,0804	0,2010	0,0071*
I	0,0740*	0,8367	0,1460	0,0475	0,0684*	0,0156
JCP	0,6298	0,5794*	0,0364	0,0151	0,0007*	0,0016
JLP	0,2167	0,2222	0,0153*	0,0004*	0,0016	0,0000

Nota: Os desfasamentos foram seleccionados automaticamente com base nos critérios AIC e * indica as variáveis exógenas incluídas no teste de acordo com os critérios AIC

Tabela 6: P-values do Teste ADF (Fonte: Elaboração Própria)

Financeirização e o Consumo Privado em Portugal

Variáveis	Nível			Primeiras Diferenças		
	Interceção e			Interceção e		
	Interceção	Tendência	Nenhum	Interceção	Tendência	Nenhum
CP	0,0961*	0,5597	0,8195	0,0011	0,0020	0,0000*
RT	0,6046	0,2910*	0,6552	0,0044	0,0162	0,0002*
RF	0,6948	0,5726	0,9417*	0,0018	0,0107	0,0001*
RH	0,6332	0,9529	0,8620*	0,1324	0,3097	0,0159*
E	0,4232	0,9965*	0,7367	0,5266	0,2050*	0,1172
TD	0,4598	0,7887	0,4582*	0,0004	0,0019	0,0000*
I	0,4122	0,9956	0,1549*	0,0590	0,2631*	0,0043
JCP	0,6173	0,9311	0,0364*	0,0250	0,0873	0,0021*
JLP	0,4755	0,6743	0,0075*	0,0039	0,0008	0,0003*

Nota: Os desfasamentos foram selecionados automaticamente com base nos critérios AIC e * indica as variáveis exógenas incluídas no teste de acordo com os critérios AIC

Tabela 7: P-values do Teste PP (Fonte: Elaboração Própria)

Capítulo IV - Metodologia

Nesta secção, apresentamos e explicamos a metodologia utilizada no nosso modelo econométrico. Uma vez que as nossas variáveis são integradas de ordem zero e um, optou-se pela metodologia ARDL proposta por Pesaran (1997), Pesaran and Shin (1998) e Pesaran *et al.* (2001).

4.1 Modelo ARDL

Para analisar a relação funcional das variáveis vai ser aplicado o modelo ARDL, devido a este modelo possuir diversas vantagens, nomeadamente a inclusão de séries estacionárias e não estacionárias, desde que a sua ordem de integração não seja superior a um e, ainda, assegurar estimativas consistentes para amostras mais pequenas (Pesaran & Shin, 1998). Um modelo ARDL é usualmente designado por (p, q_1, \dots, q_k) onde o número de defasamentos da variável dependente é denotado por p e o número de defasamentos da primeira variável explicativa é q_1 e q_k é o número de defasamentos da variável explicativa k .

Pode ser representado da seguinte forma:

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \gamma_i y_{t-i} + \sum_{j=1}^h \sum_{i=0}^{q_j} X_{j,t-i}' \beta_{j,i} + \epsilon_t \quad (1)$$

Dado que y_t representa a nossa variável dependente e X_j uma variável independente designada por regressor fixo, sendo que não possui termos defasados no modelo ($q_j = 0$) ou um regressor dinâmico quando contém pelo menos um termo defasado. Por fim, substituindo os coeficientes de longo prazo de (1), a regressão de cointegração de um modelo ARDL é representada da seguinte forma:

$$\Delta y_t = - \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i * \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^h \sum_{i=0}^{q_j-1} \Delta X_{j,t-i}' \beta_{j,i} * -\widehat{\varphi} EC_{t-1} + \epsilon_t \quad (2)$$

Onde se obtém:

$$\begin{aligned}
 EC_t &= y_t - \alpha - \sum_{j=1} X_{j,t}' \hat{\theta}_j \\
 \hat{\theta} &= 1 - \sum_{i=1}^p \hat{\gamma}_i \\
 \gamma_i^* &= \sum_{m=i+1}^p \hat{\gamma}_m \\
 \beta_{j,i}^* &= \sum_{m=i+1}^{q_j} \beta_{j,m}
 \end{aligned} \tag{3}$$

De modo, a testar se o presente modelo detém uma relação de longo prazo entre a variável dependente e os regressores aplicados, é utilizado o procedimento do teste de bandas, para determinar os intervalos dentro dos quais os parâmetros desconhecidos do modelo são considerados como plausíveis, transformando (3) na seguinte equação:

$$\Delta y_t = - \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i^* \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j-1} \Delta X_{j,t-i}' \beta_{j,i}^* - \rho y_{t-1} - \alpha - \sum_{j=1}^h X_{j,t-1}' \delta_j + \epsilon_t \tag{4}$$

Pesaran *et al.* (2001) disponibilizam valores críticos para os casos em que todos os regressores estão integrados de ordem zero e um, sugerindo ainda a utilização desses valores críticos como limites para quando existe uma mistura de regressores integrados de ordem zero e um. Em síntese, será utilizado o modelo ARDL e de modo a verificar a sua adequabilidade, terão de se verificar diversos pressupostos, nomeadamente através da realização de vários testes: o teste *Lagrange Multiplier* (LM) de autocorrelação de Breusch-Godfrey (1980), o teste RESET de Ramsey (1969), o teste de normalidade de Jarque and Bera (1980) e o teste de heterocedasticidade de Breusch and Pagan (1979). Sendo que o teste LM permite verificar se existe autocorrelação nos resíduos de um modelo de regressão. O teste RESET de Ramsey verifica a existência de erros de especificação na forma funcional do modelo. O teste de normalidade permite verificar se os resíduos seguem uma distribuição normal. O teste de heterocedasticidade verifica a presença de heterocedasticidade nos resíduos de um modelo de regressão. Por último, o teste de estabilidade realizado foi o sigla, que permite verificar a estabilidade dos coeficientes estimados no período de tempo considerado.

Capítulo V - Resultados empíricos

Primeiramente, começámos por estabelecer o número ótimo de desfasamentos a incluir na estimativa do nosso modelo ARDL (Tabela 8). De acordo com os resultados obtidos na maioria dos critérios de informação, escolhemos dois desfasamentos para todas as nossas variáveis. Esta é também a conclusão dos critérios *Final Prediction Error* e *Akaike Information Criterion* que são direcionados para amostras mais reduzidas (Liew, 2004). Após a determinação do número de desfasamentos ótimos, procedemos à estimação do nosso modelo ARDL no software E-Views, através da versão 12 *student*.

<i>Lag</i>	<i>LogL</i>	<i>LR</i>	<i>FPE</i>	<i>AIC</i>	<i>SC</i>	<i>HQ</i>
0	587,288	n.a.	4,86e-27	-35,048	-34,639	-34,910
1	900,476	436,565*	4,49e-33	-49,119	-45,0383*	-47,7460
2	1013,288	95,7194	2,32e-33*	-51,048*	-43,293	-48,439*

Nota: * indica a ordem ótima de desfasamentos segundo os respetivos critérios de informação

Tabela 8: Valores dos critérios de informação por desfasamento (Fonte: Elaboração Própria)

5.1 Análise de cointegração de variáveis

De modo, a analisarmos a existência de cointegração entre as nossas variáveis, realizámos a metodologia desenvolvida por Pesaran *et al.* (2001). De acordo com esta, tem-se que:

Estatística F > Valor Limite Superior => Ho (Hipótese nula) é rejeitada
Estatística F < Valor Limite Inferior => Ho não é rejeitada
Valor Limite Inferior < Ho < Valor Limite Superior => Resultado inconclusivo

Tabela 9: Critérios de análise da cointegração de variáveis (Fonte: Elaboração Própria)

O consumo privado indica a existência de uma tendência, pelo que foi considerada a mesma (Anexo A). Dado que a estatística F é de 6,79 e o valor limite superior é de 4,06, a hipótese nula de ausência de cointegração é rejeitada, pelo que confirmamos que as nossas variáveis são cointegradas, uma vez que a estatística F é superior ao valor limite superior considerando os níveis de significância tradicionais (Tabela 10).

<i>Desequilíbrios Externos</i>	<i>Estatística F</i>	<i>Valor Crítico</i>	<i>Valor Limite Inferior</i>	<i>Valor Limite Superior</i>
<i>Consumo Privado</i>	6,790	1%	2,93	4,06
		2,5%	2,62	3,70
		5%	2,38	3,41
		10%	2,13	3,09

Tabela 10: Teste de bandas para análise de cointegração (Fonte: Elaboração Própria)

5.2 Testes de diagnóstico

De modo a avaliar a adequação do nosso modelo ARDL, realizamos quatro testes de diagnóstico: (i) autocorrelação; (ii) Ramsey de RESET; (iii) normalidade; e (iv) heterocedasticidade (Tabela 11). A hipótese nula não foi rejeitada no teste RESET de Ramsey e no teste de heterocedasticidade, pelo que podemos concluir que as especificações do modelo encontram-se corretas, neste caso não existe omissão de variáveis relevantes para o modelo e os resíduos do modelo apresentam variância constante (homocedásticos), respetivamente.

Segundo o teste de normalidade, a hipótese nula é rejeitada, sugerindo que os resíduos do modelo não seguem uma distribuição normal. Neste caso, aplicando o teorema do limite central, devido à nossa amostra ($n > 30$), apesar dos resíduos do modelo não seguirem uma distribuição normal, a distribuição das estimativas tende a ser normal. A hipótese nula é rejeitada no teste de autocorrelação, pelo que a correlação residual pode tornar os estimadores ineficientes. Para corrigir a autocorrelação do modelo, foi utilizada a correção proposta por Newey-West (1987), permitindo que os erros padrão sejam robustos à autocorrelação, através de uma matriz de covariância dos resíduos do modelo.

Através da análise ao gráfico CUSUM (Gráfico 1), é possível concluir que os coeficientes estimados são estáveis, sem indício de qualquer tipo de quebras estruturais significativas, uma vez que os resíduos recursivos permanecem dentro de ambos os limites de significância de 5%. Com a realização dos passos mencionados anteriormente, podemos, então, concluir que os problemas econométricos identificados, nomeadamente o modelo não passar nos testes de normalidade e autocorrelação, foram ultrapassados considerando o teorema do limite central e a correção proposta por Newey-West, respetivamente.

<i>Variável</i>	<i>Teste</i>	<i>F-statistic</i>	<i>P-value</i>
<i>Consumo Privado</i>	Autocorrelação	3,796	0,092
	Ramsey RESET	0,093	0,929
	Normalidade	22,707	0,000
	Heterocedasticidade	0,486	0,918

Tabela 11: Testes de diagnóstico (Fonte: Elaboração Própria)

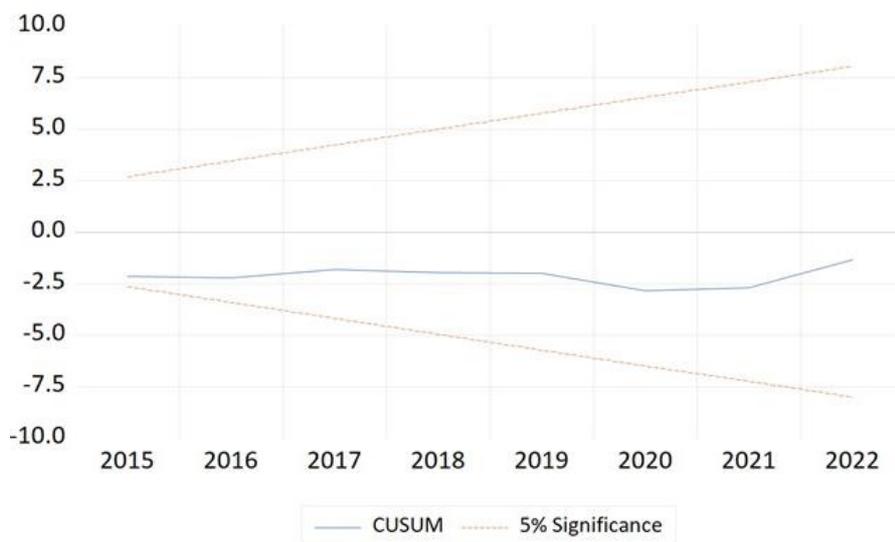


Gráfico 1: Soma cumulativa dos resíduos recursivos (Fonte: E-Views)

5.3 Estimativa de curto prazo e de longo prazo

Por conseguinte, desagregámos por duração o consumo privado, em estimativas de curto e longo prazo no nosso modelo ARDL (Tabela 12). O valor obtido no R-quadrado e no R-quadrado ajustado, de 98% e 92,2%, respetivamente, indica que o nosso modelo explica muito bem o fenómeno a estudar, ou seja, engloba o impacto da financeirização sobre o consumo privado em Portugal.

i. Estimativa de longo prazo

Note-se que a longo prazo, todas as variáveis são estatisticamente significantes aos níveis tradicionais de significância, com exceção da taxa de inflação e da taxa de juro de longo prazo. Considerando a literatura estuda, o expectável seria a taxa de inflação influenciar negativamente o consumo e a taxa de juro de longo prazo influenciar o mesmo de forma positiva ou negativa, contudo os mesmos resultados são verificados nos resultados obtidos na estimativa de longo prazo realizada por Girouard and Blöndal (2001), em que a variável taxa de inflação não é estatisticamente significativa para nenhum país incluído no estudo (EUA, Canadá, Reino Unido e França) e na maioria dos países a taxa de juro de longo prazo também não é estatisticamente significativa para os níveis tradicionais de significância. A insignificância estatística destas duas variáveis pode ser explicada: (i) em economias com uma taxa de inflação estável, em que as famílias ajustam as suas expectativas face ao preço no longo prazo, enfraquecendo o impacto da taxa de inflação sobre o consumo; e (ii) em economias em que as decisões de consumo são mais impactadas pela riqueza (financeira e habitacional) ou

endividamento das famílias, reduzindo a influência da variação de taxas de juro sobre o consumo (Bayoumi *et al.*, 1996).

Analisando os coeficientes, considerando apenas as variáveis significativas, o rendimento do trabalho, a taxa de juro de curto prazo e o endividamento das famílias correspondem às variáveis que afetam positivamente o consumo privado, com principal destaque para a influência exercida do rendimento do trabalho sobre o consumo, em que o aumento de 1% da variável provoca um aumento de 2,654 pontos percentuais (p.p.) no consumo privado. Por outro lado, a riqueza financeira, riqueza habitacional e a taxa de desemprego afetam o consumo privado de forma negativa, sendo a taxa de desemprego a variável mais impactante, uma vez que um aumento de 1% da variável provoca uma diminuição sobre o consumo privado em 1,097 p.p..

Considerando os efeitos esperados para cada variável segundo a literatura estudada (Tabela 1 e 2), os resultados obtidos encontram-se maioritariamente em linha com a mesma, nomeadamente ao nível da variável rendimento do trabalho (Boone *et al.*, 1998; Boone & Girouard, 2002; Mehra, 2001; Boone & Girouard, 2002; Sousa, 2008; Sousa, 2009; Barrell *et al.*, 2015; Gonçalves & Barradas, 2021) e endividamento das famílias (Kim *et al.*, 2015; Stockhammer & Wildauer, 2020; Barradas, 2022) que afetam positivamente o consumo privado em Portugal e a taxa de desemprego (Boone & Girouard, 2002; Barradas, 2022) e a taxa de juro de curto prazo (Boone & Girouard, 2002; Sousa, 2008; Barrell *et al.*, 2015) influenciam negativamente o consumo privado. Releva-se como única exceção a variável riqueza financeira, uma vez que exerce um efeito negativo sobre o consumo privado em Portugal, contrariando os resultados obtidos em alguns estudos para o caso português (Castro, 2007; Farinha, 2008; Sousa, 2008).

Este resultado contraditório, advém de diversas possíveis causas, nomeadamente pelo: (i) efeito de precaução e incerteza; (ii) efeito de substituição entre o consumo e o investimento; e (iii) efeito riqueza inversa e bolhas financeiras. O efeito de precaução e incerteza provém da incerteza económica e da volatilidade dos rendimentos futuros das famílias, podendo provocar uma diminuição do consumo privado e um aumento das suas poupanças, de modo a se protegerem de riscos futuros, prevalecendo a preferência da poupança em detrimento do consumo (Carroll, 1992). O efeito de substituição entre o consumo e o investimento é explicado pela teoria do ciclo de vida, em que o comportamento dos consumidores é impactado pela decisão de consumirem no presente ou aumentarem as suas poupanças no presente para realizarem investimentos no futuro, assim, quando a riqueza financeira sobe, os mesmos têm a opção de adiar o consumo no presente, obtendo maiores retornos financeiros em períodos

subsequentes (Modigliani & Brumberg, 1954). O efeito riqueza inversa e bolhas financeiras sugere que apesar de um aumento da riqueza tender a aumentar o consumo das famílias, existem momentos de valorização excessiva dos ativos financeiros⁵, que são percecionados como temporários pelos seus detentores, pelo que acreditam que serão reavaliados os ativos no futuro (Case *et al.*, 2005). Por último, a tendência ser positiva (0,015 p.p.), significa que existem outros fatores, nomeadamente variáveis, que não foram incluídas no modelo e que também contribuem para um aumento do consumo privado em Portugal (Pesaran *et al.*, 2001).

ii. Estimativa de curto prazo

Atendendo às estimativas de curto prazo, o coeficiente do termo de correção do erro é negativo em 1,252 p.p. e significativo, tendo em consideração o nível de significância de 1%, pelo que podemos concluir que pelo facto do coeficiente encontrar-se situado entre 0 e -2, o modelo é estável e, portanto, qualquer choque é automaticamente corrigido pelo mesmo. Posto isto, o modelo converge sempre para o longo-prazo, garantido a estabilidade das respetivas estimativas.

Todas as variáveis desfasadas são estatisticamente significativas, sendo que na sua maioria os sinais são iguais comparativamente aqueles obtidos no longo prazo, em concreto, as variáveis desfasadas rendimento do trabalho e endividamento das famílias exercem um efeito positivo sobre o consumo privado em Portugal. Por outro lado, as variáveis desfasadas riqueza financeira e taxa de desemprego e taxa de juro de longo prazo continuam a impactar o consumo privado de forma negativa. A variável consumo privado desfasada, influencia negativamente o consumo privado em -0,184 p.p., esse efeito pode ser explicado pelo facto das famílias recorrerem ao crédito em períodos de maior facilidade à concessão do mesmo, mantendo os seus padrões de consumo e, assim, em períodos de menor acessibilidade, o consumo presente é impactado negativamente (Carroll & Dunn, 1997).

Por último, tendo em consideração as estimativas de curto prazo e longo prazo, na maioria das variáveis, em concreto, o rendimento do trabalho, a riqueza financeira, o endividamento das famílias, a taxa de desemprego e a taxa de juro de longo prazo, os impactos sobre o consumo privado no curto prazo continuam a assemelhar-se aos obtidos no longo prazo.

⁵ Designados por bolhas financeiras.

Variáveis	Consumo privado
Estimativa de Longo Prazo	
<i>Rendimento do trabalho</i> _t	2,654*** (0,510) [5,202]
<i>Riqueza financeira</i> _t	-0,094*** (0,021) [-4,451]
<i>Riqueza habitacional</i> _t	-0,548*** (0,123) [-4,466]
<i>Endividamento das famílias</i> _t	0,111*** (0,030) [3,749]
<i>Taxa de desemprego</i> _t	-1,097*** (0,325) [-3,381]
<i>Taxa de inflação</i> _t	-0,213 (0,314) [-0,680]
<i>Taxa de juro de curto prazo</i> _t	1,573*** (0,267) [5,888]
<i>Taxa de juro de longo prazo</i> _t	-0,003 (0,241) [-0,014]
<i>@Tendência</i> _t	0,015*** (0,003) [5,077]
Estimativa de Curto Prazo	
<i>Termo de correção de erro</i>	-1,252*** (0,104) [-12,012]
<i>Constante</i>	2,328*** (0,194) [12,013]
Δ <i>Consumo privado</i> _{t-1}	-0,184* (0,089) [-2,069]
Δ <i>Rendimento do trabalho</i> _t	0,753*** (0,099) [7,633]
Δ <i>Rendimento do trabalho</i> _{t-1}	-1,098*** (0,115) [-9,572]
Δ <i>Riqueza financeira</i> _t	-0,074*** (0,007) [-11,142]
Δ <i>Riqueza financeira</i> _{t-1}	0,014** (0,005) [2,895]
Δ <i>Riqueza habitacional</i> _t	0,105*** (0,024) [4,361]
Δ <i>Riqueza habitacional</i> _{t-1}	0,085** (0,029) [2,844]
Δ <i>Endividamento das famílias</i> _t	0,269*** (0,034) [7,916]
Δ <i>Endividamento das famílias</i> _{t-1}	0,159*** (0,039) [4,128]
Δ <i>Taxa de desemprego</i> _t	-0,503*** (0,074) [-6,765]
Δ <i>Taxa de desemprego</i> _{t-1}	0,411*** (0,072) [5,668]
Δ <i>Taxa de inflação</i> _t	0,575*** (0,076) [6,475]
Δ <i>Taxa de inflação</i> _{t-1}	0,421*** (0,065) [6,475]
Δ <i>Taxa de juro de longo prazo</i> _t	-0,342*** (0,061) [-5,567]
<i>Observações</i>	33
<i>R²</i>	0,980
<i>Adjusted R²</i>	0,922

Nota: Erro-padrão em (), estatística t em [], *** indica significância estatística ao nível de 1%, ** indica significância estatística ao nível de 5% e * indica significância estatística ao nível de 10%

Tabela 12: Estimativas de longo prazo e de curto prazo (Fonte: Elaboração Própria)

De modo a concluirmos o efeito global da financeirização sobre o consumo privado em Portugal, estimámos o efeito económico de cada variável significativa (rendimento do trabalho, riqueza financeira, riqueza habitacional, endividamento das famílias, taxa de desemprego e taxa de juro de curto prazo) para os níveis tradicionais de significância no longo prazo (Tabela 13). O aumento do endividamento das famílias foi a variável que mais impulsionou o consumo privado em 0,3213 p.p. desde 1988, tendo a riqueza financeira (-0,1594 p.p.), riqueza habitacional (-0,1917 p.p.), taxa de juro de curto prazo (-0,0005 p.p.) e taxa de juro de longo prazo (-1,5367 p.p.) afetado negativamente o consumo privado. Considerando apenas as

variáveis explicativas da financeirização, o efeito global das mesmas é negativo em 0,0298 p.p. pelo que podemos concluir que o efeito global da financeirização, entre 1988 e 2022, foi prejudicial para o consumo privado em Portugal (Barradas, 2022).

<i>Variável</i>	<i>Coefficiente de longo prazo</i>	<i>Crescimento de cada variável</i>	<i>Efeito económico</i>
<i>RT</i>	2,654	0,0000	0,0000
<i>RF</i>	-0,094	1,6961	-0,1594
<i>RH</i>	-0,548	0,3498	-0,1917
<i>E</i>	0,111	2,8945	0,3213
<i>TD</i>	-1,097	0,0005	-0,0005
<i>JCP</i>	1,573	-0,9769	-1,5367

Tabela 13: Valor económico das variáveis significativas no longo prazo (Fonte: Elaboração Própria)

Conclusão

A presente dissertação analisou o impacto da financeirização sobre o consumo privado em Portugal, entre 1988 e 2022, utilizando dados anuais. A literatura pós-keynesiana sobre a financeirização apresenta dois efeitos contraditórios da mesma em relação à evolução do consumo privado, uma vez que a diminuição do rendimento do trabalho das famílias exerce uma influência negativa sobre o consumo privado (primeiro efeito) e o aumento da riqueza (financeira e habitacional) e do endividamento das famílias provoca um aumento no consumo privado (segundo efeito) (Stockhammer, 2009a; Onaran *et al.*, 2011; Hein, 2012).

Foi estimada uma equação pós-keynesiana do consumo privado, através da inclusão de quatro variáveis para medir os distintos efeitos que a financeirização pode afetar o consumo privado (taxa de desemprego, taxa de inflação, taxa de juro de curto prazo e taxa de juro de longo prazo) e cinco variáveis de controlo (consumo privado desfasado, rendimento do trabalho, riqueza financeira, riqueza habitacional e endividamento das famílias). As variáveis utilizadas no nosso modelo são integradas de ordem zero (séries estacionárias) e de ordem um (séries não estacionárias em níveis), pelo que foi utilizada a metodologia ARDL. Foram estimadas duas estimativas, uma de curto prazo e outra de longo prazo para o consumo privado.

Considerando as estimativas de longo prazo, as variáveis que afetam positivamente o consumo privado correspondem ao rendimento do trabalho, endividamento das famílias e taxa de juro de curto prazo, sendo que todas as restantes (riqueza financeira, riqueza habitacional e taxa de desemprego) exercem uma influência negativa sobre o consumo privado em Portugal. Por outro lado, os resultados obtidos nas estimativas de curto prazo, indicam que os mesmo tendem a convergir com aqueles obtidos nas estimativas de longo prazo, na maioria os sinais são iguais comparativamente aqueles obtidos no longo prazo, em concreto, as variáveis desfasadas rendimento do trabalho, endividamento das famílias e taxa de inflação, exercem um efeito positivo sobre o consumo privado em Portugal. Por outro lado, as variáveis desfasadas riqueza financeira, taxa de desemprego e taxa de juro de longo prazo afetam negativamente o consumo privado. Considerando as variáveis explicativas da financeirização (rendimento do trabalho, riqueza financeira e endividamento das famílias) segundo a literatura estudada, os resultados obtidos encontram-se maioritariamente em linha com a mesma, nomeadamente ao nível da variável rendimento do trabalho (Boone *et al.*, 1998; Mehra, 2001; Boone & Girouard, 2002; Sousa, 2008; Sousa, 2009; Barrell *et al.*, 2015; Gonçalves & Barradas, 2021) e endividamento das famílias (Kim *et al.*, 2015; Stockhammer & Wildauer, 2020; Barradas, 2022), em que ambas afetam positivamente o consumo privado

em Portugal, com exceção da variável riqueza financeira, uma vez que exerce um efeito negativo sobre o consumo privado em Portugal, contrariando os resultados obtidos em alguns estudos para o caso português (Castro, 2007; Farinha, 2008; Sousa, 2008).

Os nossos resultados indicam que o efeito global dos dois efeitos contraditórios identificados na era da financeirização foi prejudicial para o consumo privado em Portugal, de 1988 a 2022, uma vez que o efeito positivo do endividamento das famílias não sustentou a queda verificada na riqueza financeira e habitacional. O aumento do endividamento das famílias ao longo do período de tempo estudado (1988-2022) e tendo em consideração a sua influência positiva sobre o consumo privado em ambas as estimativas (curto prazo e longo prazo), indicam que o incremento do consumo privado em Portugal está fortemente relacionado com o endividamento das famílias, podendo sugerir a necessidade de políticas de regulação do crédito, de modo a evitar o sobreendividamento das famílias. Além disso, a criação de incentivos ao aumento dos rendimentos do trabalho, poderiam permitir condições para um aumento do consumo por parte das famílias, sem o mesmo depender do crédito.

As limitações da presente dissertação podem ser associadas ao modelo econométrico escolhido (ARDL), que pode não contemplar na íntegra as relações dinâmicas entre as variáveis (Pesaran & Shin, 1998) e, ainda, o impacto de choques externos, como crises económicas, que podem não ser consideradas no impacto sobre o consumo privado (Stiglitz, 2010).

Por último, as sugestões para investigação futura relacionada com este tema, debruçam-se sobre a relação entre o consumo e a sustentabilidade, em concreto, o impacto gerado pelas políticas ecológicas e os seus respetivos efeitos sobre as decisões de consumo das famílias e a realização de comparações internacionais entre a evolução do consumo privado em Portugal com a evolução do consumo privado de outras economias similares à economia portuguesa (Espanha, Grécia e Itália).

Referências bibliográficas

- Alvarez, I. (2015). Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France. *Socio-economic review*, 13(3), 449-475. <https://doi.org/10.1093/ser/mwv007>
- Barba, A., & Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications - a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1), 113-137. <https://doi.org/10.1093/cje/ben030>
- Barradas, R. (2015). Evolution of the financial sector – three different stages: repression, development and financialisation. <https://doi.org/10.15847/dinamiacet-iul.wp.2015.08>
- Barradas, R., & Lagoa, S. (2017). Functional income distribution in Portugal: The role of financialisation and other related determinants. *Society and Economy*, 39(2), 183-212. <https://doi.org/10.1556/204.2017.39.2.2>
- Barradas, R. (2019). Financialisation and neoliberalism and the fall in the labour share: a panel data econometric analysis for the European Union countries. *Review of Radical Political Economics*, 51(3), 383-417. <https://doi.org/10.1177/0486613418807286>
- Barradas, R. (2022). Drivers of private consumption in the era of financialisation: New evidence for European Union countries. *Review of Keynesian Economics*, 10(3), 406-434. <https://doi.org/10.4337/roke.2022.03.06>
- Barrel, R.; Costantini, M. and Meco, I. (2015). Housing Wealth, financial wealth, and consumption: New Evidence for Italy and the UK. *International Review of Financial Analysis*, 42, pp. 316-323. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.007>
- Bayoumi, T., Masson, P. R., & Samiei, H. (1996). International Evidence on the Determinants of Saving. Available at SSRN 291074. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=291074
- Bernanke, B., M. Gertler and S. Gilchrist (1996), ‘The financial accelerator and the flight to quality’, *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15. <https://doi.org/10.3386/w4789>
- Boone, L.; Giorno, C.; and Richardson, P. (1998). Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence. <https://doi.org/10.1787/18151973>
- Boone, L. and Girouard, N. (2002). The Stock Market, The Housing Market and Consumer Behaviour. *OECD Economic Studies No 35*, Paris. <https://doi.org/10.1787/16097491>
- Breusch, T. S. (1978). Testing for autocorrelation in dynamic linear models. *Australian Economic Papers*, 17(31), 334-355. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8454.1978.tb00635.x>

- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1979). A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 47(5), 1287-1294. <https://doi.org/10.2307/1911963>
- Brooks, C. (2009). *Introductory Econometrics for Finance*. 2nd Edition. Cambridge University Press.
- Carroll, C. D. (1992). "The Buffer-Stock Theory of Saving: Some Macroeconomic Evidence." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1992(2), 61-156. <https://doi.org/10.2307/2534582>
- Carroll, C. D., & Dunn, W. E. (1997). Unemployment Expectations, Jumping (S,s) Triggers, and Household Balance Sheets. *NBER macroeconomics annual*, 12, 165-217. <https://doi.org/10.1086/654332>
- Case, K. E., Quigley, J. M., & Shiller, R. J. (2005). Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market. *Topics in Macroeconomics*, 5(1). <https://doi.org/10.2202/1534-6013.1235>
- Castro, G. L. (2007). The Wealth Effect on Consumption in the Portuguese Economy. *Bank of Portugal Economic Bulletin*, 13, 37-55.
- Cynamon, B.Z. and S.M. Fazzari (2008), Household debt in the consumer age: source of growth – risk of collapse, *Capitalism and Society*, 3(2), 1–32. <https://doi.org/10.2202/1932-0213.1037>
- Davidson, R., and MacKinnon, J. G. *Econometric Theory and Methods*. New York: Oxford University Press, 1999.
- Davis, M. A. and Palumbo, M. G. (2001). A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.261323>
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366a), 427-431. <https://doi.org/10.1080/01621459.1979.10482531>
- Duesenberry, J.S. (1949). *Income, Saving and the Theory of Consumer Behaviour*. MA: Harvard University Press, Cambridge.
- Dünhaupt, P. (2011). Financialisation and the rentier income share: evidence from the USA and Germany. *International Review of Applied Economics*, 26(4), 465–487. <https://doi.org/10.1080/02692171.2011.595705>
- Dünhaupt, P. (2013). The effect of financialization on labor's share of income (No. 17/2013). Working Paper. Disponível em: https://global-labour-university.org/wp-content/uploads/fileadmin/GLU_Working_Papers/GLU_WP_No.18.pdf

- Edison, H. and Sløk, T. (2001). Wealth Effects and the New Economy. *IMF Working Paper No 77*, Washington.
- Farinha, L. (2008). Wealth Effects on Consumption in Portugal: A Microeconomic Approach. *Financial Stability Report*, 157.
- Friedman, M. (1957) 'The Permanent Income Hypothesis', *A Theory of the Consumption Function*, I, pp. 20–37. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(98\)00063-4](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(98)00063-4)
- Girouard, N., & Blöndal, S. (2001). *House Prices and Economic Activity*. <https://doi.org/10.1787/18151973>
- Godfrey, L. G. (1978). Testing for higher order serial correlation in regression equations when the regressors include lagged dependent variables. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46(6), 1303-1310. <https://doi.org/10.2307/1913830>
- Gonçalves, A.; Barradas, R. (2021). Financialisation and the Portuguese private consumption: two contradictory effects?. *Brazilian Journal of Political Economy*, 41(1), 79-99. <https://doi.org/10.1590/0101-31572021-2993>
- Greene, W. H. (2017). "Econometric Analysis" (8th Edition). Pearson.
- Guerriero, M., & Sen, K. (2012). What determines the share of labour in national income? A cross-country analysis.
- Hein, E. (2012). "Finance-dominated capitalism, re-distribution and the financial and economic crises - a European perspective", in *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies*. <https://doi.org/10.4324/9780203528549>
- Jarque, C. M., & Bera, A. K. (1980). Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals. *Economics Letters*, 6(3), 255-259. [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(80\)90024-5](https://doi.org/10.1016/0165-1765(80)90024-5)
- Keynes, J. M. (1936). "The General Theory of Employment, Interest and Money.
- Kohler, K., A. Guschanski and E. Stockhammer (2019), The impact of financialisation on the wage share: a theoretical clarification and empirical test. *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 937–974. <https://doi.org/10.1093/cje/bez021>
- Kim, Y. K., Setterfield, M., & Mei, Y. (2015). Aggregate consumption and debt accumulation: an empirical examination of US household behaviour. *Cambridge Journal of Economics*, 39(1), 93-112. <https://doi.org/10.1093/cje/beu029>
- Kristal, T. (2010). Good times, bad times. Postwar Labor's Share of National Income in Capitalist Democracies. *American Sociological Review*, 75 (5): 729-763. <https://doi.org/10.1177/0003122410382640>

- Kutner, M. H.; Nachtsheim, C. J.; Neter, J.; and Li, W. (2005). *Applied Linear Statistical Models*. 5th Edition. McGraw-hill.
- Lapavitsas, C. (2011). Theorizing Financialization. *Work, Employment and Society*, 25(4), 611-626. <https://doi.org/10.1177/0950017011419708>
- Liew, V. K. S. (2004). Which Lag Length Selection Criteria Should We Employ?. *Economics Bulletin*, 3(33), 1-9. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885505
- Lin, K. and Tomaskovic-Devey, D. (2013), Financialisation and US income inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118(5), 1284–1329. <https://doi.org/10.1086/669499>
- Ludvigson, S. and Steindel, C. (1999). How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?. *Economic Policy Review*, 5(2). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1004353
- Ludwig, A. and T. Sløk (2002). The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in OECD countries. *IMF Working Paper No. 02/1*. <https://doi.org/10.2202/1534-5998.1114>
- Malley, J. and T. Moutos (1996). Unemployment and consumption. *Oxford Economic Papers*, 48(4), 584–600. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a028586>
- Mehra, Y. P. (2001). The Wealth Effect in Empirical Life-Cycle Aggregate Consumption Equations. *Economic Quarterly*, 87 (2), 45-68. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2182655
- Modigliani, F. and R. Brumberg (1954). Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data, in K.K. Kurihara (ed.), *Post Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ: *Rutgers University Press*, pp. 388–436.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703-708. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/t0055/t0055.pdf
- Onaran, Ö.; Stockhammer, E.; and Grafl, L. (2011). Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA. *Cambridge Journal of Economics*, 35(4), 637-661. <https://doi.org/10.1093/cje/beq045>
- Palley, T. I. (2010). The relative permanent income theory of consumption: a synthetic Keynes–Duesenberry–Friedman model. *Review of Political Economy*, 22(1), 41-56. <https://doi.org/10.1080/09538250903391954>
- Pesaran, H. (1997) The Role of Economic Theory in Modelling the Long Run. *The Economic Journal*, 107(440), pp. 178–191. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00151>

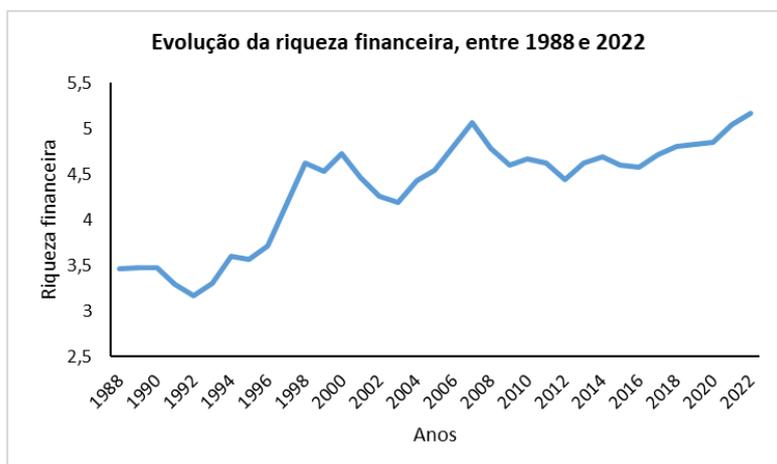
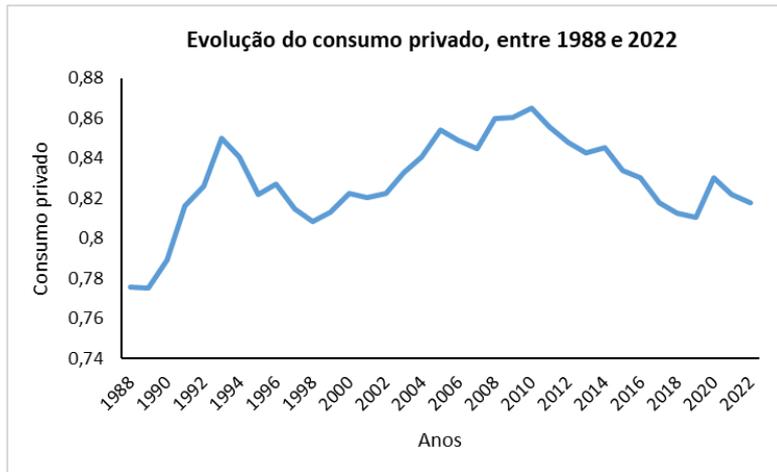
- Pesaran, M. H. and Shin, Y. (1999) An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis', *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium* (pp. 371-413). Cambridge University Press.
- Pesaran, M. H.; Shin, Y.; and Smith, R. J. (2001). Bounds Testing Approaches to The Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Phillips, P. C. B., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346. <https://doi.org/10.1093/biomet/75.2.335>
- Ramsey, J. B. (1969). Tests for specification errors in classical linear least-squares regression analysis. *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, 31(2), 350-371. <https://doi.org/10.1111/j.2517-6161.1969.tb00796.x>
- Romer, C.D. (1990). The Great Crash and the onset of the Great Depression. *The Quarterly Journal of Economics*, 105(3), 597–624. <https://doi.org/10.2307/2937892>
- Slacalek, J. (2009). What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth. *The BE Journal of Macroeconomics*, 9(1). <https://doi.org/10.2202/1935-1690.1555>
- Sousa, R. M. (2008). Financial wealth, housing wealth, and consumption. *International Research Journal of Finance and Economics*, 19, 167-191. <https://doi.org/10.1111/j.1749-124X.2009.01150.x>.
- Sousa, R. M. (2009). Wealth Effects on Consumption: Evidence from the Euro Area. *ECB Working Paper Series No 1050*, Frankfurt am Main. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1392703
- Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*. WW Norton & Company.
- Stockhammer, E. (2009a). The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis. *Papeles de Europa*, 19 (2009): 58-81. Disponível em: <https://research.wu.ac.at/ws/portalfiles/portal/19841013/document.pdf>
- Stockhammer, E. (2009b). *Determinants of functional income distribution in OECD countries* (No. 5/2009). IMK Study. Disponível em: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/106229/1/imk-study_2009-5.pdf
- Stockhammer, E. (2010). Financialization and the global economy. *Political Economy Research Institute Working Paper*, 242(40), 1-17. Disponível em: <https://peri.joomladesignstudios.co/images/publication/WP240.pdf>
- Stockhammer, E. (2013). Financialization, income distribution and the crisis. In *Financial crisis, labour markets and institutions* (pp. 98-119). Routledge.

- Stockhammer, E., & Wildauer, R. (2016). Debt-driven growth? Wealth2015, distribution and demand in OECD countries. *Cambridge Journal of Economics*, 40(6), 1609-1634. <https://doi.org/10.1093/cje/bev070>
- Stockhammer, E. (2017). Determinants of the wage share: a panel data analysis of advanced and developing economies. *British Journal of Industrial Relations*, 55(1), 3–33. <https://doi.org/10.1111/bjir.12165>
- Stockhammer, E., & Wildauer, R. (2020). Household debt, consumption, and inequality. *Cambridge Journal of Economics*, 44(1), 1-24. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102240>
- Studenmund, A.H. (2005), *Using Econometrics: A Practical Guide*, 5th Edition, Boston: Addison-Wesley–Pearson.
- Studenmund, A. H. (2016). *Using Econometrics: A Practical Guide* (7th ed.). Pearson.
- Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialisation. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99-129. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>
- Wooldridge, J. M. (2003). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 2nd Edition. Ohio: Thomson South-Western.

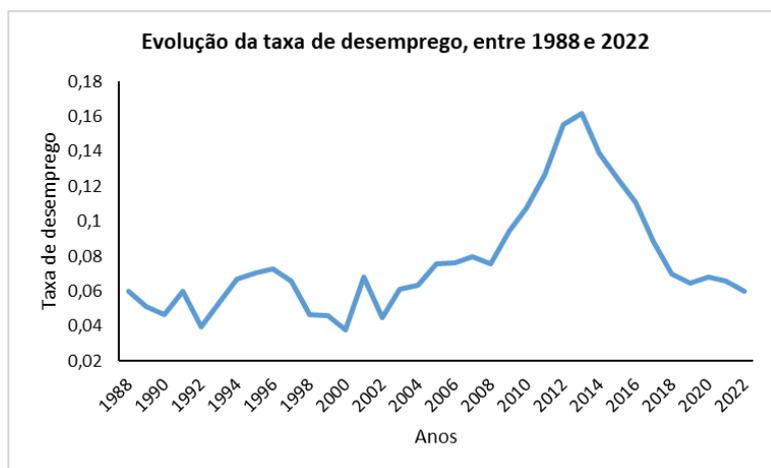
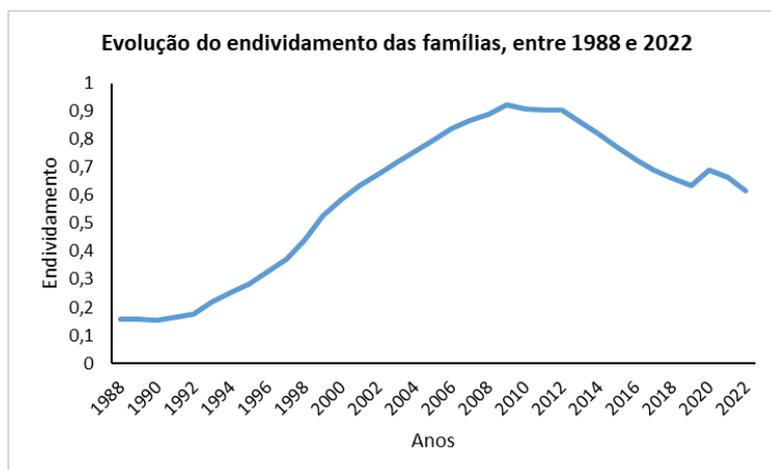
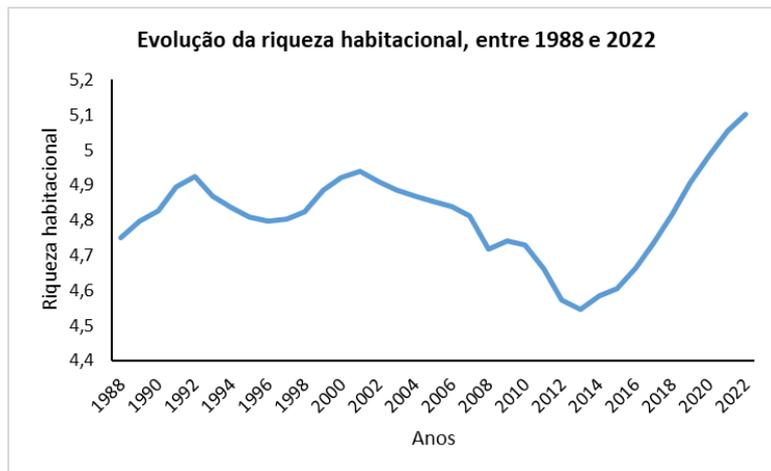
Anexos

Anexo A: Gráficos representativos da evolução de cada variável considerada no modelo, entre 1988 e 2022.

Fonte: Elaboração Própria



Financieirização e o Consumo Privado em Portugal



Financeirização e o Consumo Privado em Portugal

