

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

FERNANDO FELLOWS DOURADO

FINANCEIRIZAÇÃO DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL:
Um modelo dinâmico de dados em painel

RIO DE JANEIRO – RJ

2019

FERNANDO FELLOWS DOURADO

FINANCEIRIZAÇÃO DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL:

Um modelo dinâmico de dados em painel

Trabalho de conclusão de mestrado apresentado à
Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito
para o recebimento do título de Mestre em Economia.

Orientadora: Lena Lavinas

Coorientador: Eduardo Pontual Ribeiro

RIO DE JANEIRO – RJ

2019

FICHA CATALOGRÁFICA

D739 Dourado, Fernando Fellows
 Financeirização das Firms Não-Financeiras no Brasil: um modelo dinâmico de
 dados em painel / Fernando Fellows Dourado. - 2019.
 155 f.; 31 cm.

 Orientador: Maria Helena Lavinias de Morais
 Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de
 Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia,
 2019.

 Bibliografia: f. 146 – 153.

 1. Economia brasileira. 2. Financeirização. 3. Firms não-financeiras. I. Morais,
 Maria Helena Lavinias de, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de
 Economia. III. Título.

CDD 330.981

FERNANDO FELLOWS DOURADO

FINANCEIRIZAÇÃO DAS FIRMAS NÃO-FINANCEIRAS NO BRASIL:

Um modelo dinâmico de dados em painel

Trabalho de conclusão de mestrado apresentado à Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para o recebimento do título de Mestre em Economia.

Orientadora: Lena Lavinas

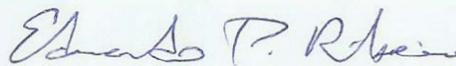
Coorientador: Eduardo Pontual Ribeiro

Aprovado em 23/08/2019



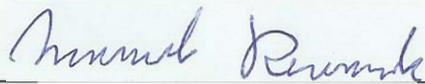
Maria Helena Lavinas de Moraes

Orientadora, Universidade Federal do Rio de Janeiro



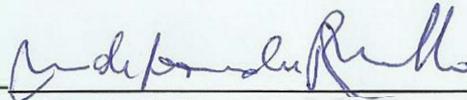
Eduardo Pontual Ribeiro

Coorientador, Universidade Federal do Rio de Janeiro



Marcelo Resende de Mendonça e Silva

Universidade Federal do Rio de Janeiro



Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Universidade de Brasília



Carmem Aparecida do Valle Costa Feijó

Universidade Federal Fluminense

RIO DE JANEIRO – RJ

2019

“Ninguém ignora tudo. Ninguém sabe tudo. Todos nós sabemos alguma coisa. Todos nós ignoramos alguma coisa. Por isso aprendemos sempre.”

(A importância do ato de ler: em três artigos que se completam, 1989, Paulo Freire)

“Um povo que desconhece a sua história, está condenado a repeti-la”

(Edmund Burke)

Agradecimentos

Em tempos de agressão ao conhecimento, qualquer tentativa de se educar é um ato revolucionário. Para isso, não caminhamos sozinhos e devemos fazer jus àqueles que nos proporcionaram seguir nossos sonhos e estiveram juntos na árdua caminhada da academia.

Primeiramente, agradeço à Gabriela, minha companheira de vida, minha noiva, meu pilar. Suportou comigo o peso da distância, do cansaço e das dificuldades da vida acadêmica. Seu carinho e amor foi suporte para tudo o que passou e que ainda vai passar em nossas vidas.

Aos meus pais, que foram os ombros nos quais eu subi e pude ver além, além das minhas e das suas limitações. Sem vocês nada seria possível. Aos meus avós, que me acolheram como um novo filho, que nesse momento retorno à casa, são os que mais deixam saudades. Se o lar é onde o coração está, o meu sempre será com vocês, Lolinha e Hilzamar.

Agradeço à Lena Lavinias, que não só foi um enorme suporte no qual obtive tudo o que precisava (e um pouco mais), mas que por, além de ser uma excelente educadora, é uma grande amiga, grande pesquisadora e grande ativista, que sempre luta pelo que acredita, não importando as consequências. Por meio da Lena, agradeço a todo o grupo de estudos Financeirização e Política Social do CNPq, grupo este que reúne pessoas brilhantes e dispostas a batalhar pelo país. Agradeço também ao professor Marcelo Resende, que prontamente se prontificou a me auxiliar, assim que solicitado. O mundo acadêmico somente engrandece quando há cooperação. Agradeço também à CAPES, que viabilizou e ainda viabiliza milhares de pesquisas, incluso a minha, por meio de um vital aporte financeiro.

Gostaria, por fim, de fazer um agradecimento especial a todos os que acreditam na educação como um meio de transformação. Em uma época de ascensão da mentalidade anti-científica, anti-cultural e anti-intelectual, se educar e educar outros é um ato revolucionário e digno das mais altas honrarias. Obrigado a todos! Vamos à luta!

DOURADO, Fernando. **Financeirização das Firms Não-Financeiras no Brasil: um modelo dinâmico de dados em painel**. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

Resumo

Este trabalho tem por objetivo constatar a presença de efeitos nocivos do fenômeno mundial contemporâneo denominado financeirização no desempenho produtivo das empresas não-financeiras brasileiras. Partindo de uma perspectiva heterogênea, mas com grande influência marxista e pós-keynesiana, analisamos quais são os fatores listados como combustível para surgimento e desenvolvimento da financeirização, como um novo estágio do capitalismo, tanto no Brasil quanto no mundo, além de relatar toda a mudança histórica da reconfiguração da propriedade e gestão das empresas que fazem parte do ramo produtivo, isto é, comercializadoras de bens e serviços não-financeiros. A financeirização é um fenômeno que, além de possuir impactos significativos nas famílias, possui um novo eixo de acumulação econômico, o fictício, trazendo impacto de longo prazo tanto na reorganização da gerência empresarial, quanto na própria capacidade de desenvolvimento do sistema capitalista como um todo. Desta forma, estimamos um modelo de investimento das firmas não-financeiras, partindo dos dados coletados de mais de 550 empresas listadas no software da Economática e estimamos o efeito da acumulação de capital financeiro e da estratégia de maximização do valor do acionista sobre as taxas de acumulação de capital produtivo. Para isso, utilizamos uma amostra estruturada em dados em painel, cujas observações estão contidas entre os anos de 1995 e 2018 e realizamos o procedimento de Métodos de Momentos Generalizados Arellano-Bond. O impacto negativo da ascensão, ainda que singular, da financeirização no Brasil foi identificado nestas duas variáveis, uma vez que o investimento em capital financeiro crowd out o investimento produtivo e a estratégia de distribuição dos dividendos reduz os recursos internos de financiamento de longo prazo das empresas. Estes efeitos, porém, possuem pequenas variações já previstas quando realizamos o recorte temporal entre 2003 e 2011 e para pequenas empresas, em que os recursos financeiros atuaram de forma a auxiliar a acumulação de capital fixo.

Palavras-chave: financeirização; firmas não financeiras; capital fictício; economia brasileira.

DOURADO, Fernando. **Financialization of the Non-Financial Companies in Brazil: a panel data dynamic model**. Dissertation (Master in Economic Sciences) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

Abstract

This work aims to verify the presence of harmful effects of the contemporary world phenomenon called financialization in the productive performance of Brazilian non-financial companies. Starting from a heterogeneous perspective, but with great Marxist and post-Keynesian influence, we analyze the factors listed as fuel for the emergence and development of financialization, as a new stage of capitalism, both in Brazil and in the world, as well as reporting the whole historical change in the reconfiguration of the ownership and management of the companies that are part of the productive branch, that is, commercialization of non-financial goods and services. Financialization is a phenomenon that, in addition to having significant impacts on households, has a new axis of economic accumulation, the fictitious one, bringing a long-term impact both in the reorganization of corporate management and in the own capacity of development of the capitalist system as an everything. In this way, we estimate an investment model of non-financial firms, based on data collected from more than 550 companies listed in Economática's software, and estimate the effect of financial capital accumulation and the strategy of maximizing shareholder value over accumulation of productive capital. For this, we used a panel-data structured sample, whose observations are contained between 1995 and 2018, and performed the Arellano-Bond Generalized Moment Method of Moments procedure. The negative impact of the rise, albeit singular, of financialization in Brazil was identified in these two variables, since the investment in financial capital crowded out productive investment and the dividend distribution strategy reduced the internal financing resources of the companies. These effects, however, have small variations already predicted when we made the temporal cut between 2003 and 2011 and for small companies, where the financial resources backed up the accumulation of fixed capital.

Keywords: financialization; non-financial companies; fictitious capital; Brazilian economy.

Lista de Figuras

Figura 1.1: Gap entre produtividade e salário nos Estados Unidos: 1948-2013..	31
Figura 1.2: Riqueza Fictícia (Estoque Mundial de Ativos Financeiros) e Renda Real Mundial (PIB) – US\$ Trilhões.....	35
Figura 1.3: Formação Bruta de Capital Fixo (% do PIB).....	40
Figura 1.4: Non-Financial Corporate Rate of Profit (After-Tax), USA 1950-2007.....	41
Figura 1.5: Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate) USA.....	43
Figura 1.6: Concentração histórica dos fluxos financeiros em países centrais.	48
Figura 1.7: Grau de Financeirização nos países selecionados e Brasil: Valor dos Ativos Financeiros em US\$ Milhões, Ativos e Passivos Externos/PIB em %.	55
Figura 1.8: Salário mínimo real no Brasil.	57
Figura 1.9: Inflação e expansão financeira no longo (1947-2015).....	58
Figura 1.10: Household debt, loans and debt securities (Percent of GDP) and Gross Domestic Product by Expenditure in Constant Prices: Private Final Consumption Expenditure for Brazil	63
Figura 2.1: Act I & II: The emergence of the managerial corporation.....	71
Figura 2.2: Act III: disciplining the managers by shareholder value.	74
Figura 3.1: Definição das Variáveis	115
Figura 3.2: Sumário das Estatísticas.....	116
Figura 3.3: Composição da Receita da FNF.....	117
Figura 3.4: Rec.Financeira/Rec.Operacional por amostra setorial.....	118
Figura 3.5: Financial Payouts/ Lucro Antes de Imposto e Financial Payouts/ Imobilizado. .	120
Figura 3.6: Massa de Lucro Antes de Imposto/ Imobilizado total por sub-amostras.....	121
Figura 3.7: Endividamento das FNF.	123
Figura 3.8: Aplicações Financeiras como porcentagem dos ativos tangíveis.	124
Figura 3.9: Taxa de variação do Imobilizado das FNF.	125

Figura 3.10: Resultado da Estimação das FNF e por setor.	132
Figura 3.11: Resultado da Estimação por período	133
Figura AI: Definições Empíricas de Financeirização (Análises de Financeirização de Empresas não financeiras e/ou Investimento)	154

Abreviaturas e Siglas

AF – Ativos Financeiros não-monetários

AFV – Anticipated Future Value

BCB – Banco do Brasil

BEA – US Bureau of Economic Analysis

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CEO – *Chief Executive Officer* (Diretor Executivo)

CFROI – *Cash Flow Return on Investment*

DIF-GMM – *Difference Generalized Method of Moments* (ou *Arellano-Bond Method of Moments*)

ECE – Economias Capitalistas Emergentes

EUA – Estados Unidos da América

EVA – *Economic Value Added*

FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo

FMI (IMF) – Fundo Monetário Internacional (*International Monetary Fund*)

FNF (NFC) – Firms não-financeiras (*Non-financial Company*)

GLS (MQG) – *Generalized Least Squares* (Mínimos Quadrados Generalizados)

GM – General Motors

GMM (MMG) – *Generalized Method of Moments* (Métodos dos Momentos Generalizados)

HIF – Hipótese de Instabilidade Financeira

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IED – Investimento Estrangeiro Direto

IGP – Índice Geral de Preços

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPO – Initial Public Offering

LAJIR - Lucro antes do pagamento de juros e imposto de renda

LTRPF - *Law Of The Tendency Of The Rate Of Profit To Fall*

MVA – *Market Value Added*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OLS (MQO) – *Ordinary Least Square* (Mínimos Quadrados Ordinários)

ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PIB – Produto Interno Bruto

PT – Partido dos Trabalhadores

PPC (PPP) – Paridade do Poder de Compra (*Purchasing Power Parity*)

SNA – *System of National Accounts*

SVA – *Shareholder Value Added*

TSR – *Total Shareholder Return*

UNCTAD – Conferência das Nações Unidas Sobre Comércio e Desenvolvimento

Sumário

INTRODUÇÃO	15
CAPÍTULO I: O Que é financeirização e por que isso importa no Brasil?	19
1.1. Antecedentes da financeirização	19
1.1.1 <i>O capitalismo moderno</i>	20
1.1.2 <i>A ascensão do capital financeiro</i>	24
1.1.3 <i>A economia de guerra e a crise do sistema fordista</i>	27
1.2. Financeirização: o novo estágio do Capitalismo	32
1.2.1 <i>Ascensão do neoliberalismo e o paradoxo financeiro</i>	32
1.2.2 <i>A crise de acumulação nas firmas não-financeiras</i>	40
1.2.3 <i>A financeirização do dia-a-dia</i>	42
1.3. Financeirização periférica: o caso do Brasil	50
1.3.1 <i>Financeirização subordinada</i>	50
1.3.2 <i>A experiência dos países periféricos</i>	52
1.3.3 <i>A financeirização no caso brasileiro</i>	56
CAPÍTULO II: As firmas e a acumulação subordinada	64
2.1. Firma, propriedade e investimento	64
2.1.1 <i>A transformação da figura dos empresários capitalistas</i>	65
2.1.2 <i>A maximização do valor do acionista</i>	72
2.1.3 <i>A substituição do investimento produtivo e o investimento financeiro</i>	81
2.2. A crise adiada, o capital fictício e a performance das firmas não-financeiras	88
2.2.1 <i>Financeirização e a crise adiada</i>	89
2.2.2 <i>Os aspectos empíricos das firmas não-financeiras financeirizadas nas economias desenvolvidas</i>	90
2.2.3 <i>O capital fictício e a crise</i>	95
2.3. A financeirização de firmas não-financeiras no Brasil: estudos selecionados	100
2.3.1 <i>A autonomia financeira e o regime de crescimento liderado pelas finanças</i>	101
2.3.2 <i>O ciclo financeiro e as firmas brasileiras</i>	103
2.3.3 <i>Financeirização, investimento e emprego</i>	105
CAPÍTULO III: Financeirização e acumulação de capital no setor corporativo não-financeiro: uma investigação empírica na economia brasileira de 1995 a 2018	108
3.1 Financeirização e acumulação de capital	109
3.1.1 <i>Definição das variáveis</i>	109
3.1.2 <i>Dados</i>	113
3.1.3 <i>Evidência de Financeirização</i>	116

3.2 Metodologia da Estimação	126
3.3 Resultados Econométricos	130
3.3.1 <i>Variáveis Reais</i>	133
3.3.2 <i>Receitas Financeiras</i>	135
3.3.3 <i>Financial Payouts</i>	138
CONCLUSÃO.....	142
BIBLIOGRAFIA	146
Anexo I – Definições Empíricas de Financeirização (Análises de Financeirização de Empresas não financeiras e/ou Investimento)	154
Anexo II – Matriz de Instrumentos.....	155

INTRODUÇÃO

Para estudar os sistemas econômicos, devemos estar atentos ao período histórico em estudo. Como toda relação social, o processo de acumulação é dinâmico e está sempre em mudança, adaptando-se com o câmbio de tecnologias, de clima, de organização política e de ideias.

O sistema capitalista é um sistema múltiplo, extremamente capaz de adaptar-se, inclusive a despeito de suas maiores contradições internas (Sweezy, 1994). Uma falha nas correntes econômicas *mainstream* sempre foi não conceber a não ergodicidade dos sistemas e do comportamento dos agentes, crendo haver somente uma via de normalidade ao longo dos séculos de desenvolvimento.

A tradição histórica do capitalismo é notadamente construída através de contradições derivadas do desenvolvimento natural do sistema, isso é, resultado direto de sua lógica interna (Streeck, 2016). Assim foi durante toda a sua história, assim permanece com o surgimento de um novo estágio do capitalismo: a *financeirização*.

A financeirização, ainda que sem destaque na literatura mais ortodoxa, possui efeitos profundos e extensos em todos os tipos de relações sociais, sejam elas governamentais, familiares e empresariais. Ainda que o destaque da análise seja neste último grupo, seu efeito não é isolado dos demais, mas um resultado direto do novo processo social complexo. Dessa forma, aqui não é feita uma divisão clara entre a financeirização como processo de acumulação capitalista e financeirização como mudança da gestão corporativa das firmas (Zwan, 2014).

Contextualizando, a partir dos fins da década de 1960 e início de 1970, as forças que davam vigor ao crescimento da produção capitalista posta em voga após o fim da Segunda Guerra Mundial esgotaram-se (Sweezy, 1994). Não como um efeito inesperado, ou acaso, mas, segundo a tradição marxista, como fruto direto de um sistema capitalista perfeitamente funcional (Sweezy, 1983), que daria lugar a alguma crise a fim de solucionar as contradições existentes (Marx, 1986).

As empresas perdem a capacidade de competir entre si, as forças contrarrestantes não trazem os incentivos necessários para que a democracia sobreviva sem percalços sob a lógica do capitalismo (Howard e King, 1989). É, portanto, neste período, que novas mudanças econômicas basilares começam a surgir. A flexibilização do mercado de trabalho, liberalização de contas externas e quebra do padrão ouro, choques de juros, desregulamentação financeira e

proliferação dos instrumentos financeiros, foram cruciais não somente para dar sobrevida à reprodução do capitalismo, mas para gerar em si, suas novas contradições internas.

A ausência de fôlego do capital produtivo observa inertemente surgir o novo eixo de acumulação mundial dentro das finanças. Ainda que as mesmas tivessem importância econômica há séculos, era submetida aos ciclos dos negócios produtivos e nunca tiveram o papel central na dinâmica econômica mundial (Arrighi, 1994).

A financeirização permitiu às firmas, cujos retornos produtivos estavam historicamente declinando, encontrar um novo canal de remuneração e valorização, a partir de operações financeiras com o endividamento dos governos, das famílias e sobretudo com a primazia de atividades especulativas. Ao mesmo tempo, o surgimento da empresa de capital aberto, em fins do século XIX, torna-se essencial para o desenvolvimento das empresas financeirizadas, sob o argumento de maior eficiência desta nova formatação gerencial (Boyer, 2005).

Estes novos efeitos foram celebrados por grande parte dos formuladores de políticas econômicas e economistas em geral, pois lidavam prontamente com os limites impostos pelo então padrão de acumulação de capital. As receitas financeiras deram um novo fôlego aos caixas das firmas não-financeiras, ao passo que a abertura de capital trazia maior facilidade de as empresas se inserirem no setor financeiro, facilitando crédito e crescimento.

No entanto, estas mesmas variáveis traziam consigo a contradição própria que colocaria (e ainda coloca) em xeque o desenvolvimento futuro da economia capitalista. Em primeiro lugar, o aumento do investimento financeiro substituiu macro e microeconomicamente em larga escala o investimento produtivo. Este tipo de investimento, muito voltado a operações especulativas e de caráter fictício não possui a capacidade de gerar produto, valor e renda, se formos observar pelo ponto de vista marxista. O desenvolvimento produtivo foi, portanto, substituído por uma modalidade que, ainda que redistribua riqueza, não gera valor novo (Krippner, 2005; Stockhammer, 2004; Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers, 2015).

Por outro lado, a abertura de capital das empresas, ainda que facilitem acesso aos benefícios financeiros, começa a colocar a firma sob a doutrinação dos interesses rentistas. O resultado direto da reestruturação de propriedade das firmas foi a ascensão da maximização do valor do acionista, onde as empresas não-financeiras priorizam a distribuição de dividendos aos associados e aumento do seu valor de mercado, muitas vezes em detrimento da elevação do próprio valor patrimonial e do lucro (Lazonick e O'Sullivan, 2000).

Essa narrativa é facilmente identificável em economias centrais, especialmente em se tratando de Estados Unidos, tido como exemplo clássico de economia financeirizada. O Brasil, porém, apresenta um desenvolvimento muito peculiar que alguns autores ainda desconsideram com o de uma economia financeirizada (Karwowski e Stockhammer, 2017).

Entretanto, existem argumentos que remontam o surgimento da financeirização das firmas brasileiras à década de 1980 (Braga, 1985). A inflação inercial fez com que surgisse uma forma de financeirização peculiar, em que o mercado financeiro era pouco desenvolvido, não ditava o comportamento das empresas não-financeiras, mas o uso de instrumentos financeiros como proteção da elevada inflação, se proliferou e deslocou a renda das firmas para a acumulação rentista (Bruno *et al.*, 2011).

No entanto, no início dos anos 1990, dentro de um novo contexto político-econômico, tanto interno, quanto internacional, tendo logrado a estabilização da economia, debelando décadas de alta inflação, o Brasil perpassou por reformas liberalizantes e modernizantes que o integraram ao circuito financeirizado mundial. Essa reformulação macroeconômica gerou impactos microeconômicos expressivos nas firmas não-financeiras, alterando seu padrão de acumulação, fazendo com que elas adquirissem um comportamento financeirizado semelhante ao encontrado nas empresas localizadas nos países centrais (Bruno *et al.*, 2011; Lavinias, Araújo e Bruno, 2017).

É sobre este período que se debruçam os esforços deste trabalho. Pretendemos não somente reafirmar a tendência à financeirização da economia brasileira, como procuramos aqui estabelecer uma base comparativa com estudos internacionais, a fim de cada vez mais estreitar a literatura sobre financeirização nacional com a internacional.

Dessa forma, trazemos o consagrado modelo de Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018) para os EUA e Reino Unido, respectivamente, que diagnosticou que os investimentos financeiros e a estratégia de maximização do valor do acionista impactaram de forma significativa o investimento produtivo das firmas não-financeiras, com consequências negativas na geração de emprego e renda naqueles países.

Para tanto, reunimos dados de mais de 550 empresas não-financeiras brasileiras do período de 1995 e 2018. Verificamos, portanto, qual a relação entre as duas variáveis destacadas com a performance do investimento das firmas. Se houver de fato financeirização das empresas brasileiras, vamos identificar um efeito negativo da acumulação de capital financeiro e do valor do acionista da acumulação de capital fixo. Utilizamos o estimador Método de Momentos

Generalizado Arellano-Bond (DIF-GMM, sigla em inglês), que utiliza a estrutura de dados em painel dinâmico (Arellano e Bond, 1991).

Tendo em mente a narrativa do trabalho, o dividiremos em três partes, além desta introdução e da conclusão.

Na primeira parte, utilizaremos a abordagem da financeirização como um novo regime de acumulação capitalista. Será feita uma trajetória do capitalismo contemporâneo sobre quais as raízes do desenvolvimento da economia financeirizada e quais as características deste novo regime de acumulação. Então, demonstramos aonde na literatura são apontadas possíveis características do desenvolvimento da financeirização em solo brasileiro.

No segundo capítulo, a abordagem principal é a mudança na orientação da firma. Fazemos uma análise evolucionista das empresas não-financeiras, considerando seu contexto histórico e a principal base teórica por trás dos modelos empresariais que surgiram dentro da economia financeirizada. Alertamos para a importância do capital fictício e o porquê de ele não poder substituir o investimento produtivo sem efeitos nocivos à economia. Em paralelo trazemos a literatura nacional que já trata da financeirização da firma não-financeira brasileira.

No último capítulo, desenvolvemos a principal contribuição deste trabalho, que consiste em estabelecer um modelo de investimento das empresas brasileiras, com base nos mais conceituados estudos internacionais sobre o tema. É explicada a formatação da base de dados, as características das estatísticas e variáveis envolvidas e as tendências que revelam. Posteriormente, explicamos a escolha do estimador e seu comportamento para, por fim, trazer os resultados e os testes de robustez.

Fechamos o trabalho, portanto, com as principais conclusões acerca do papel da financeirização no Brasil, dos efeitos das variáveis investigadas, da importância de estudos semelhantes para a elaboração de políticas econômicas e limitações impostas a este estudo.

CAPÍTULO I: O Que é financeirização e por que isso importa no Brasil?

O termo “financeirização” passou despercebido por muito tempo por grande parte da literatura econômica, seja ortodoxa ou heterodoxa, apesar de ser um fenômeno de quase meio século de existência com implicações profundas em todas as áreas da sociedade e por todo o globo. É com certa naturalidade que convivemos com os efeitos deste fenômeno, que se estabeleceu de forma hegemônica em nosso dia-a-dia, das tarefas mais rotineiras, às questões mais complexas do nosso futuro econômico. Não pretendemos definir de imediato a financeirização, nem citar quais seus impactos em nossa vida, senão retomar alguns de seus antecedentes que serão vitais para a compreensão geral.

Portanto, vemo-nos obrigados a estabelecer um parâmetro, para ilustrarmos como chegamos onde estamos. A financeirização é entendida aqui como uma nova etapa sistêmica do capitalismo, como consequência imediata de seu modo de funcionamento ordinário. Neste sentido, seguindo a orientação geral dos economistas marxistas, devemos ter uma noção mínima do desenvolvimento histórico do capitalismo.

1.1. Antecedentes da financeirização

Cada história possui uma pré-história e seu início é tão aberto quanto seu fim. Assim, quem quiser iniciá-la, deverá fazê-lo escolhendo algum ponto histórico, justificável e que contenha os principais argumentos que se quer destacar. Nossas análises implicam na gestação do sistema capitalista e do desenvolvimento paralelo do sistema financeiro e, para tal, elegemos uma abordagem teórica específica sobre o capitalismo. As teorias às quais recorreremos constituem tentativas de compreender as mudanças radicais que têm lugar no capitalismo global, baseando-se, de forma mais ou menos eclética, à tradição teórica marxista¹ (Streeck, 2018, p. 13).

A história do capitalismo é uma histórica dinâmica. Permeada por uma formação social improvável, de contradição em contradição, cuja acumulação de capital produtivo, derivada das forças intrínsecas ao sistema, é a principal força capitalista para seu desenvolvimento e perpetuação, assim como é o germe de sua própria antítese (Streeck, 2016). Os primórdios do capitalismo são derivados da teoria desenvolvida a partir da revolução industrial. Toda a dialética é gerada a partir do chão da fábrica. Todo o processo de compra de mão de obra, socialização dos trabalhos individuais e extração de mais-valia pertence a este

¹ Por vezes recorreremos às correntes regulacionistas e pós-keynesianas, tratando sobre a estruturação da financeirização, especialmente quando estas se assemelham à abordagem marxista. Estas interferências teóricas serão devidamente realçadas e comparadas com a nossa principal corrente teórica, a marxista.

universo e na forma como se relaciona socialmente. Os principais atores do capitalismo são, portanto, pequenas empresas, competindo em mercados competitivos, desde a incipiente indústria têxtil até todo o complexo industrial.

1.1.1 O capitalismo moderno

A base de operação e estudo do capitalismo é, portanto, a unidade fabril e toda sua estrutura privada e social de reprodução de mercadorias. Não podemos confundir, entretanto, a simples produção de mercadorias em geral com o capitalismo. É bem verdade que todos os insumos, inclusive a força de trabalho (principalmente), são mercantilizados sob o capitalismo, de forma que sua conjunção resulta na produção de mercadorias (Marx, 2011a, p. 93–94).

O ponto de partida de Marx é observar como os homens se organizam dentro dessas unidades, de forma a reproduzir generalizadamente mercadorias através da venda ou compra da força de trabalho e outros insumos. Tendo em vista que o capitalismo ocorre na esfera fabril, este processo parece se dar de forma independente, mas não o é, por estar sujeito à divisão social do trabalho e à necessidade do reconhecimento generalizado das mercadorias produzidas por meio da venda. Esse caráter é essencial pois, através da abstração dos trabalhos privados que os produtos podem ser trocados uns pelos outros, consolidando o objetivo principal deste sistema, vender e comprar.

A teoria marxista sobre o modo de produção capitalista está longe de ser simples. Entretanto, quando se sanam as maiores dúvidas acerca da geração de valor, as análises subsequentes ganham forma automaticamente, inclusive na compreensão da mudança do próprio sistema produtivo, que é o objetivo deste trabalho. Então começaremos discutindo a formação do valor das mercadorias e da importância deste valor para o sujeito que detém os meios de produção.

Toda mercadoria apresenta uma forma dupla de valor: valor de uso e valor de troca. A utilidade de uma coisa faz dela um valor de uso, condicionada pelas propriedades do corpo da própria mercadoria. Por isso, um suéter, um carro e um iPhone são um valor de uso. Isso faz parte de uma concepção mais subjetiva e independe do fato de a apropriação de suas qualidades úteis custar muito ou pouco trabalho aos homens (Marx, 2011a, p. 158).

O valor de troca aparece como uma relação quantitativa, na proporção em que valores de uso de um tipo são intercambiados por valores de uso de outro tipo, numa relação que se altera no espaço e no tempo. Por mais acidental que pareça, essa relação possui um caráter muito mais concreto do que os valores de uso os quais representa. Existe uma proporção

à qual todas essas mercadorias cujo valor de uso é distinto podem ser trocadas umas pelas outras. Para isso, deve ser abstraída a única propriedade que compartilham obrigatoriamente: serem produto do trabalho. Dessa forma, Marx desenvolve toda uma teoria social e mercantil a partir do valor-trabalho².

Se retirarmos todos os componentes e formas corpóreas de seu valor de uso, o produto deixa suas qualidades subjetivas, para representar a quantidade de trabalho exercida sobre ele fazendo, assim, com que possa ser trocado em diversas proporções com outras mercadorias. É a partir dessa troca de mercadorias que uma firma valida socialmente os trabalhos privados contidos nela e, portanto, é essencial que ela consiga fazer essa conversão. A transformação qualitativa do valor de uso é aqui substituída pela expansão quantitativa do valor de troca como objetivo da produção, em outras palavras, o capitalista só tem motivo para trocar dinheiro pela capacidade de trabalho e meio de produção se com isso puder conseguir uma quantidade maior de dinheiro. E assim expressa Sweezy:

“Na produção de mercadorias simples, o produtor vende seu produto a fim de adquirir outros, que satisfaçam suas necessidades específicas. Começa com Mercadorias, transforma-as em Dinheiro, e este novamente em Mercadorias. As mercadorias constituem o começo e o fim da transação, que encontra sua justificativa no fato de que as mercadorias adquiridas são qualitativamente diferentes daquelas que são vendidas. Marx designa esse circuito simbolicamente como M-D-M. No capitalismo, por outro lado, o capitalista, atuando nessa qualidade, vai ao mercado com o Dinheiro, compra Mercadorias (capacidade de trabalho e meios de produção) e então, após a conclusão do processo de produção, volta ao mercado com um produto que novamente transforma em Dinheiro. Esse processo é designado D-M-D. O dinheiro é o começo e o fim; a razão que existe em M-D-M falta nesse caso, pois o dinheiro é qualitativamente homogêneo e não atende a nenhuma necessidade. Na verdade, é evidente que se D no começo tem a mesma grandeza que D no fim, todo o processo é inútil. Segue-se que o único processo lógico do ponto de vista do capitalista é D-M-D’, sendo D’ superior a D” (Sweezy, 1983, p. 86).

O aumento do dinheiro do capitalista por meio da troca de seus produtos constitui sua fonte de renda e proporciona o objetivo determinante de sua produção. É de vital importância não menosprezar este aspecto, pois é a partir dele que se desenvolve toda a transformação do capital vislumbrada até os dias de hoje.

² Marx declara nos (Marx, 2011b) que não era o mero tempo de trabalho gasto no processo de produção, mas mais precisamente o tempo determinado em condições médias, definido por um complexo sistema de preços em permanente flutuação, onde dezenas de mercadorias são confrontadas umas com as outras.

Dentro da teoria marxista, a geração de mais-valia, resultante do lucro, somente é possível graças a uma característica pertencente a somente um dos insumos produtivos: a força de trabalho. Segundo Marx, a força de trabalho é capaz de gerar um valor maior do que seu custo de reprodução em termos socialmente médios e respeitando as condições normais sob os quais está vinculado, o que denominamos de *mais-valia*³. Logo, somente mercadorias geradas a partir da força de trabalho são portadoras de valor⁴.

Como afirmamos, o objetivo que guia o capitalista ou, por assim dizer, a lógica de cada firma, é a obtenção do lucro. Não somente o lucro, no entanto, mas o máximo possível dentro do menor tempo. Para isso as firmas procuram expandir sua produção de mais-valia, seja de forma absoluta, seja de forma relativa. A expansão absoluta se dá ao se adicionar mais capital e mais trabalho ao meio produtivo, enquanto a expansão relativa se dá ao se aumentar a composição de capital frente à força de trabalho. Ambos os processos, porém, representam aumento do capital, o que indica a necessidade de reprodução ampliada eterna do sistema capitalista da acumulação produtiva.

Como aponta Sweezy (1983), as taxas de acumulação do capital são acompanhadas pela mecanização progressiva do processo de produção, uma vez que a quantidade de trabalho disponível (exogenamente determinada) cresce a uma taxa constantemente inferior à do crescimento do capital. Resultado disso é que a mesma quantidade de trabalho opera com uma quantidade maior de capital⁵, expandindo a exploração de mais-valia relativa, essencial na disputa entre as firmas.

Partindo daí, verifica um contínuo aumento de produtividade do trabalho, contemporâneo ao aumento da composição orgânica do capital (razão entre o investimento em capital e o investimento total). Dessas tendências universais, Marx deduz sua famosa “Lei da Queda Tendencial da Taxa de Lucro” (Sweezy, 1983, p. 124).

Marx traz em seu terceiro volume de *O Capital*, o que, para ele, representa, à época, as barreiras à expansão do regime capitalistas expostas pela sua própria dinâmica interna. Se

³ “O mais-valor, ou mais-valia, resulta, pois, da transformação do valor de uma mercadoria que vem a ser pago depois que seu valor de uso, sob o comando do capital, recria o antigo valor de troca como uma substância capaz de aumentar por si mesma” (Marx, 2011a, p. 102)

⁴ Este é um conceito chave, tendo em vista que os ganhos a partir da Financeirização se dão na esfera da circulação. Portanto, como Lapavitsas (2009) descreve, os ganhos financeiros nada são além de uma simples e agressiva expropriação do valor excedente gerado na esfera produtiva da economia.

⁵ O movimento de mudança das proporções entre trabalho e capital influencia diretamente na mudança da composição orgânica do capital (Marx, 2011a), que é participação do capital produtivo no capital total das firmas (Sweezy, 1983, p. 98).

para Marx, o movimento natural das firmas reduz a participação relativa da força de trabalho na produção de mercadorias, sendo este o fator gerador de valor, os lucros do capital levariam consigo cada vez menos valor e, portanto, engendrando menor taxa de lucro se comparado a todo o capital instalado. Como Marx finaliza:

“Mostramos como as mesmas causas que produzem uma queda tendencial da taxa geral de lucro condicionam uma acumulação acelerada do capital, e, portanto, crescimento da grandeza absoluta ou da massa global de mais-trabalho por ele apropriado (mais-valia, lucro). Como tudo na concorrência, e, portanto, na consciência dos agentes da concorrência, se apresenta invertido, assim também essa lei, quero dizer, essa correlação íntima e necessária entre duas coisas que aparentam contradizer-se.” (Marx, 1986, p. 172).

Vale salientar, no entanto, que não somente dentro do marxismo, mas também na escola clássica, novo-clássica e keynesiana, a acumulação de capital sempre foi a força motora do sistema capitalista, motivada pela realização do lucro. Segundo (Arrighi, 1994, p. 87)⁶, foi a ascensão da posição dominante da empresa que caracterizou seu desenvolvimento até meados do século XX.

Voltando ao século XIX, o capitalismo estava fazendo exatamente aquilo que se esperava dele. O período entre 1848 e 1870 foi aquele em que o mundo se tornou capitalista, com uma transformação e expansão econômicas extraordinárias. Observou-se um processo de intensa centralização e concentração do capital produtivo, em que empresas mais fortes adquiriam ou expulsavam firmas menos competitivas. Foi neste período que uma porção de países “desenvolvidos” se transformou em economias industriais (Hobsbawn, 1982, p. 45). Do ponto de vista da acumulação, o capitalismo vivia sua era de ouro, mas o mesmo ritmo glorioso não era observado na lucratividade do seu capital instalado.

Como continuar a expansão do sistema capitalista, que é regido pelo acúmulo de capital, se foi o próprio acúmulo de capital anterior para além da capacidade de se gerar algum lucro que minou os incentivos ao crescimento? É a partir desta análise que Sweezy (1994) foca na importância de “causas contrariantes” que estendem a vida útil deste sistema dentro de suas contradições.

⁶ Arrighi, no entanto, entende a financeirização como ciclos sistêmicos do declínio capitalista. Para o autor, havia uma superposição de ciclos de expansão produtiva, por meio do processo rápido de acumulação e ciclos de expansão financeira recorrentemente levadas a cabo pelo menos agente ou grupo de agentes (1994, p. 90).

Em primeiro lugar, o processo de concentração pôde gerar um fôlego maior às firmas estabelecidas, uma vez que, ao se organizar em sistemas de monopólios, oligopólios, cartéis, ou outros meios que assegurassem uma lucratividade mínima, haveria uma margem para reprodução do capital. Em segundo lugar, a existência da possibilidade de romper fronteiras para países como a África, Ásia e América Latina, tanto o custo de matéria primas (incluindo força de trabalho), quanto novos mercados consumidores, davam uma sobrevida quando os mercados internos já não conseguiam absorver as estruturas monopolísticas. O que era, em meados do século XIX, um sistema capitalista de pequenas empresas pulverizadas competindo dentro do mercado doméstico, torna-se, no início do século XX um capitalismo predatório de grandes corporações atuando de forma monopolística e imperialista no mercado internacional (Arrighi, 1994, p. 82; Hobsbawn, 2015, p. 35; Sweezy, 1983, p. 127–128, 1994).

A primeira grande crise do capitalismo, no ano de 1929, envolveu fortemente o papel central das finanças na concentração que se desencadeou nesta crise. Portanto, dedicamo-nos a fazer uma breve retomada da influência do circuito financeiro neste grande ciclo de expansão capitalista. Para isso, recobramos seus aspectos teóricos e históricos mais fundamentais.

1.1.2. A ascensão do capital financeiro

A existência da esfera financeira não é nova. Em verdade, ao fim da expansão comercial do século XIII e início do século XIV, tomando o capitalismo seu formato mundial, houve uma imediata expansão financeira. As cidades-Estados do norte da Itália, grandes beneficiadas da expansão geográfica do comércio, tornaram-se líderes da expansão financeira, que ainda não possuía algum agente ou grupo de agentes consolidados (Arrighi, 1994, p. 89).

As grandes negociações financeiras da época, para além dos Alpes, eram negócios ligados às tarefas papais. Em pouco tempo, comerciantes de Florença e Siena avistaram uma grande vantagem de assumir as “exportações invisíveis” e tornarem-se banqueiros do papa. As redes bancárias florentinas expandiram-se juntamente ao seu comércio de lã e, quando a lã viu seu retorno reduzido, os banqueiros mercantis acabaram encontrando na crescente demanda de um capital circulante, gerada pela luta de poder entre os Estados territorialistas da Europa ocidental, uma nova base de negócios (Arrighi, 1994, p. 99–100).

A expansão financeira do fim do século XIV e início do século XV se desenvolveu em meio a uma intensificação da concorrência intercapitalista. A pulverização dos agentes financeiros ocorreu passadas as guerras territorialistas anglo-francesa e italiana. As cidades-

Estados haviam deixado de ser os agentes primários do processo de acumulação de capital e das finanças, com suas dispersas burguesias. O circuito das altas finanças se deslocou para a Holanda⁷. Seu círculo virtuoso, intermediando toda a forma de comércio e o excedente monetário gerado a partir da exploração da América, transformou Amsterdã no entreposto central do comércio e finanças do mundo, a partir de companhias credenciadas pelo governo holandês. Foi o sucesso relativo do modelo capitalista holandês que fez com que houvesse uma mundialização do mercantilismo adotado pelo país. De forma crescente, os demais países buscavam a adotar as táticas de acumulação e expansão holandesa.

Durante todo o século XVIII, Londres ganhou o terreno nas altas finanças em relação a Amsterdã. De modo contraditório, foi justamente a derrota britânica nas colônias americanas que impôs a derrocada holandesa no mercado financeiro e marítimo. Durante esse período, a indústria britânica passou por uma considerável expansão. Uma vez que as finanças baseadas nos ganhos entre conversão de moedas e com o financiamento de guerras interestatais passava por uma depressão razoável, o aumento explosivo do endividamento criou condições para um novo crescimento futuro. O circuito financeiro passa, neste momento, a estar intimamente atrelado à atividade produtiva industrial (Arrighi, 1994, p. 133, 164).

Como, então, o sistema capitalista era baseado na acumulação de capital, a partir da revolução da indústria, e, para ser mais específico, no capital produtivo, também ao redor dele se desenvolveram as novas finanças, deixando seu núcleo que se realizava no comércio, no precário sistema de conversões e empréstimos interestatais. Desenvolve-se daí o que Marx trata como o “capital portador de juros” no capítulo XXI do livro 3, de *O Capital*, que é o dinheiro que adianta o capital ligado à exploração da força de trabalho (p. 256)⁸.

Os denominados capitalistas financeiros, reconhecidos por não deterem diretamente os meios de produção, mas indiretamente, através da circulação de seu capital, possuíram uma grande participação no processo de concentração e centralização das firmas no século XIX e início do século XX. Como uma firma produtiva, o financeiro buscava projetos que lhe auferissem algum retorno sobre seu capital. Dessa forma, sob a lógica do capital

⁷ Foi em Amsterdã que se criou a primeira bolsa de valores com pregão permanente, com uma grandiosa capacidade de atrair e ofertar capital ocioso de toda a Europa (Arrighi, 1994, p. 142)

⁸ Embora não seja consenso entre os marxistas, buscaremos tratar o Capital Financeiro como duas partes diferentes: o capital portador de juros e o capital fictício. Para mais detalhes, ver Chesnais (2016) e (Hilferding, 1910).

portador de juros como potencial capital, ele se revela “prenhe de mais-valia” (Marx, 1986, p. 258), e assim o faz:

“O possuidor de dinheiro que quer valorizar seu dinheiro como capital portador de juros aliena-o a um terceiro, lança-o na circulação, torna-o mercadoria como capital; não só como capital para si mesmo, mas também para outros; não é meramente capital para aquele que o aliena, mas é entregue ao terceiro de antemão como capital, como valor que possui o valor de uso de criar mais-valia, lucro; como valor que se conserva no movimento e, depois de ter funcionado, retorna para quem originalmente o despendeu, nesse caso o possuidor de dinheiro; portanto afasta-se dele apenas por um período, passa da posse de seu proprietário apenas temporariamente à posse do capitalista funcionante, não é dado em pagamento nem vendido, mas apenas emprestado; só é alienado sob a condição, primeiro, de voltar, após determinado prazo, as eu ponto de partida, e, segundo, de voltar como capital realizado, tendo realizado seu valor de uso de produzir mais-valia” (Marx, 1986, p. 258–259).

Pelo lado das firmas industriais, há um incentivo a se tomarem empréstimos, mesmo se pagando parte do lucro auferido ao credor na forma de juros. Como afirmado, as empresas estiveram sob uma lógica de mercado concorrencial que beneficiavam não só as que auferissem os maiores lucros, mas as que o fizessem dentro do menor prazo possível. O capital portador de juros na qualidade de antecipar o capital industrial retira a necessidade da realização da mercadoria para investimento em capacidade produtiva. Em verdade, não só agiliza o processo de acumulação de capital, por reduzir a necessidade de etapas, como concentra capital, no momento em que a acumulação se faz de forma desigual entre as firmas (Sweezy, 1983, p. 287).

Em suma, o capital financeiro esteve intimamente ligado e subordinado ao desenvolvimento do capital industrial, o que será o maior ponto de distinção entre este período para o que analisaremos em seguida. Isso não significa que todo o tipo de capital financeiro esteve diretamente ligado à produção, tendo o capital fictício⁹, sobre o qual discorreremos mais adiante, a possibilidade de especulação sempre ligados à atividade financeira mas, até então, sem qualquer supremacia sobre a lógica econômica (Sweezy, 1994).

⁹ “Em contraposição ao real, [o capital fictício é] algo distinto do dinheiro de empréstimo ou capital portador de juros que constitui o crédito bancário. Enquanto o capital real, no processo de produção, por meio da exploração da força de trabalho, gera mais valia que garante sua própria expansão, o capital fictício é analisado como o que ocorre ao se desenvolver o sistema de crédito e perde relação com a produção real” (Mollo, 2011c, p. 451).

1.1.3. A economia de guerra e a crise do sistema fordista

No início do século XX, com a transferência do centro financeiro de Londres a Nova York, a produtividade continuou a aumentar mais depressa nos Estados Unidos do que em qualquer dos países inseridos em seu circuito financeiro, acentuando a vantagem competitiva dos negócios norte-americanos (Sweezy, 1997). Nos anos 1920 os EUA, portanto, se configurava no centro dos negócios financeiros, dentro de um contexto de endividamento dos demais países. À medida que foi ampliada a dependência do sistema mundial em relação à moeda americana, os Estados Unidos cresceram de forma sem precedentes na compra de ativos externos. De forma que Arrighi adverte:

“Nessa situação, uma alta ou baixa especulativas repentinas nos Estados Unidos resultariam numa suspensão dos empréstimos externos e no desmoronamento de toda a complexa estrutura em que se baseava o restabelecimento do comércio mundial. E foi justamente isso que acabou acontecendo.” (Arrighi, 1994, p. 282)

Apesar da postergação da queda da margem de lucro, promovida pela centralização e concentração de capital e expansão do comércio externo, as taxas de lucro das mercadorias das principais economias mundiais permaneciam em uma trajetória de queda, associado a um grande aumento da composição orgânica do capital. Entre 1923-1929 o capital físico das empresas aumentou quatro vezes mais que o número de empregados na indústria. É perceptível que não somente houve uma crise ligada à queda do lucro, mas uma crise também ligada à realização do valor associada a um aumento da exploração, desemprego e achatamento dos salários pagos, no que Sweezy em 1983 advertiu como a crise de subconsumo¹⁰ (Howard e King, 1992, p. 12–14).

Como resposta, houve um fenecimento do investimento produtivo, manutenção de altas taxas de desemprego e maiores períodos de depressão econômica do que crescimento nas primeiras décadas do século XX.

Sweezy (1994) aponta que a Primeira Guerra Mundial foi um fator decisivo para que as forças inerentes do capitalismo postergassem a Grande Depressão até a década de 1930. O *boom* posterior à guerra, especialmente em virtude da nova organização produtiva, gerada no

¹⁰ Na terceira parte de seu livro sobre a *Teoria do Desenvolvimento Capitalista*, Sweezy analisa dois tipos de crises ligadas à realização das mercadorias: as crises provocadas pela Desproporção entre vários ramos da produção e as crises provocadas pelo subconsumo das massas. A crise de desproporção advém do caráter anárquico das organizações capitalistas, o que se pode fazer um paralelo nas teorias de informação incompleta mais ortodoxa. Enquanto as leis de subconsumo possuem um caráter estrutural que nega as leis clássicas de equilíbrio estático das economias.

seio da indústria automotiva, o *fordismo*, teve efeitos produtivos gigantescos. Entretanto, era uma questão de tempo que “as contradições dentro do capitalismo mundial estão se tornando cada vez mais nítidas, e a tendência de ruptura está se aproximando cada vez mais do ponto de ruptura absoluto” (Howard e King, 1989, p. 327), rompendo no *crash* financeiro de 1929.

O sistema financeiro, na época, apresentava uma ausência de seguros de depósito, era frágil e pouco desenvolvido, com escassas filiais bancárias, competição interbancária excessiva que levava as instituições a tomarem uma postura imprudente em relação ao risco. Ainda, houve uma resposta letárgica por parte dos governos centrais à crise, especialmente no âmbito da política monetária (Krippner, 2011, p. 60).

No entanto, as crises são apenas “soluções momentâneas violentas das contradições existentes” (Marx, 1986, p. 188). Uma vez restaurado o equilíbrio perturbado, as forças iminentes do sistema voltam a se movimentar em torno a um novo perfil de acumulação capitalista.

Os Estados Unidos, então já economia líder do capitalismo mundial, não havia se recuperado de forma satisfatória da recessão. O pleno emprego em um movimento cíclico natural do sistema tardou a chegar e, mesmo com o *New Deal*¹¹ do Presidente Roosevelt, o que de fato encerrou este período negativo foi a Segunda Guerra Mundial. Enquanto entre 1930 e 1938 o Produto Interno Bruto (PIB) norte-americano cresceu em média 0,6% a.a., e durante o exercício da guerra, o crescimento se deu a mais de 11% a.a.¹². O contexto internacional pós Segunda Guerra foi um mero padrão repetitivo de economia mundial. O fim do confronto traduziu-se na concreta centralização da organização mundial nos Estados Unidos. Os principais contornos do novo sistema monetário mundial foram definidos em Bretton Woods, a nova categoria de violência foi demonstrada em Hiroshima e Nagasaki e novas regras de

¹¹ “The New Deal financial legislation comprised several distinct bills that would remake the modern financial system and therefore shape the contours of deregulation efforts in subsequent decades. The most significant legislation was perhaps the Banking Act of 1933, which created a national system of deposit insurance administered by the Federal Deposit Insurance Corporation, liberalized bank branching rights, made it illegal to pay interest on demand deposits, imposed ceilings on the interest that could be paid on time and savings deposits (Regulation Q), and divorced commercial banking and investment banking functions (the Glass-Steagall Act). Other New Deal financial legislation included the Securities Act of 1933, which established guidelines for appropriate disclosure of information to investors and created the Securities and Exchange Commission to enforce these guidelines, and the Securities Act of 1934, which allowed the Federal Reserve to regulate the extension of bank credit for securities purchases (so-called margin loans, widely held to be responsible for the dizzying run up in the stock market in the 1920s). The Banking Act of 1935 centralized control over monetary policy in the Federal Reserve Board, diminishing the influence of the privately controlled regional Federal Reserve Banks.” (Krippner, 2011, p. 60–61).

¹² Fonte: US Bureau of Economic Analysis (BEA). Tabela 1.1.1, GDP Growth Rate

relações entre os Estados explicitadas na Carta das Nações Unidas, em São Francisco. A centralização das finanças foi ainda maior (Arrighi, 1994, p. 283–284).

No entanto, Sweezy (1994) defende que a Grande Depressão se transformou na economia da guerra e que essa não era uma condição natural do sistema capitalista. Na verdade, estava cada vez mais perceptível que a condição natural das economias capitalistas maduras era a estagnação e crise. Sweezy ainda arrazoa que a explicação para o crescimento não se dá através da lógica do sistema capitalista, mas através de forças não econômicas atuantes que postergam as crises inerentes a ele. Entre 1940 e 1970 estas forças marcaram grande presença.

Foi justamente a expansão norte americana no pós-guerra que deu um novo fôlego às economias mundiais.

“Assim, a segurança do pós-guerra exigira uma certa liberalidade dos desembolsos por parte dos Estados Unidos [...]. A ajuda aos [...] países pobres teria o mesmo efeito dos programas de bem-estar social dentro dos Estados Unidos [...]. Enquanto isso, eles seriam inextricavelmente atraídos para o renascido sistema de mercado mundial. [...] A ajuda à Grã-Bretanha e ao restante da Europa Ocidental reativaria o crescimento econômico, estimularia o comércio transoceânico e, desse modo, ajudaria a economia norte-americana a longo prazo. A América havia gasto somas enormes, acumulando déficits imensos, para manter o esforço de guerra. O resultado fora um crescimento econômico espantoso e inesperado. Os gastos do pós-guerra produziram o mesmo efeito, em escala mundial” (Schumann, 1974, p. 67).

Assim foi feito e durante as décadas de 1950 e 1960, houve condições extremamente favoráveis à acumulação de capital. A disposição de crédito norte-americano estava associada à necessidade de repor todo o capital produtivo destruído no exercício da segunda guerra. A própria manutenção do sistema de *Bretton Woods* dependia disso. Como o dólar era atrelado ao ouro e conversível para todas as moedas, as economias necessitavam de uma reserva em dólar para realizar seu pagamento. Isso foi feito por meio dos déficits públicos do governo norte-americano por meio do Plano Marshall e do rearmamento europeu, além de auxiliar na reconstrução do capital produtivo e na criação de uma demanda que suportasse as exportações dos EUA (Krippner, 2011, p. 89). Foi na década de 1960 que Aglietta (1998, p. 57) afirma que o modelo fordista de produção atingiu sua máxima coerência. A base do modo de regulação foi a conciliação entre rápido aumento da produtividade com o crescimento da renda

real e estabilidade de distribuição. “Real wages increased regularly because they were linked to productivity growth” (1998, p. 57–58)¹³.

Os governos ocidentais, especialmente os europeus, com graus distintos de entusiasmo, deram suporte aos sindicatos, regulação dos negócios, mercados financeiros controlados e construíram um grande sistema de bem-estar social para lograr a estabilização socioeconômica. Também buscaram regular a demanda de modo a se obter baixo desemprego e rápido crescimento, em um fenômeno conhecido como “revolução Keynesiana”. As empresas e as finanças aceitaram essas mudanças, devido à restrição de investimento e comércio deixados durante o exercício da segunda grande guerra. A prosperidade característica das *trente glorieuses*¹⁴ moderna reforçou a crença de que os mercados necessitavam de forte regulação social para funcionar corretamente (Crotty, 2005, p. 77).

Durante estas três décadas, a relação positiva entre distribuição de renda, investimento e produtividade resultaram no seu particular dinamismo da demanda. Michel Aglietta (1998) ainda afirma que, graças aos esforços de distribuição dos ganhos de produtividade para a força de trabalho, o consumo de massa deu ímpeto e direção para o progresso tecnológico, resultado de um crescimento endógeno. O aumento sistemático da produtividade mais que compensou durante esses anos a queda do retorno marginal gerado pelo aumento sucessivo do capital instalado, prevenindo a queda acentuada das taxas de lucro. Como observamos na figura 1.1, essa tendência passa a se reverter a partir dos anos 1970.

¹³ Esta citação e as demais em inglês foram mantidas do original.

¹⁴ “Designação francesa para as (aproximadamente) três décadas de progresso econômico após a Segunda Guerra Mundial. Nos países anglo-saxônicos, fala-se de *Golden age* – ‘idade de ouro’; na Alemanha, dos anos do ‘milagre econômico’.” (Streeck, 2018, p. 68)

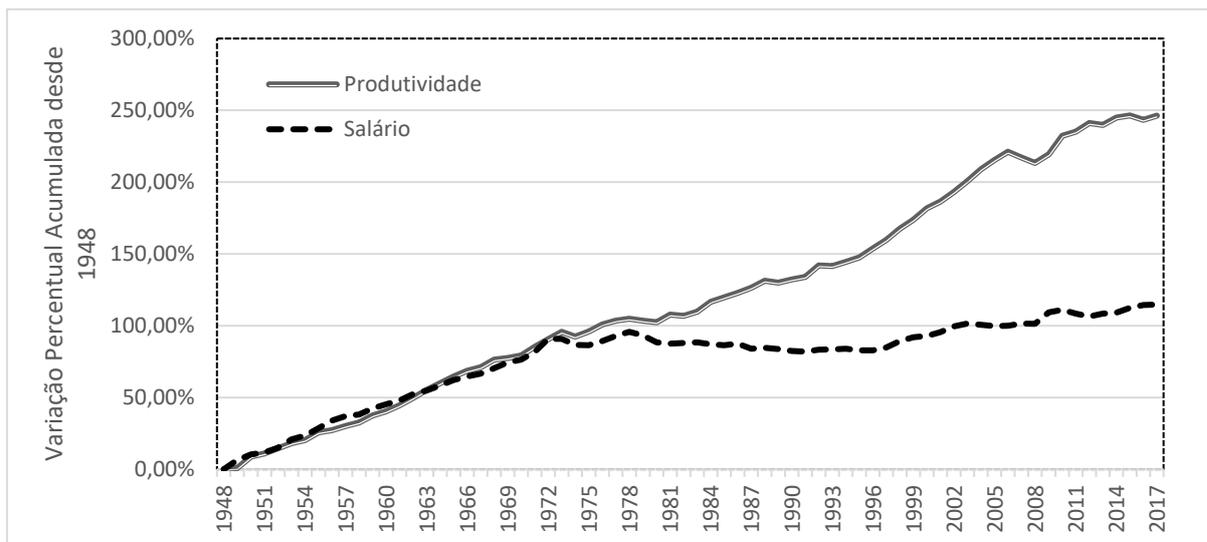


Figura 1.1: Gap entre produtividade e salário nos Estados Unidos: 1948-2013. Fonte: *Raising America's Pay Why It's Our Central Economic Policy Challenge Report*, de Josh Bivens, Elise Gould, Lawrence Mishel, and Heidi Shierholz. Junho 4, 2014.

A figura 1.1 mostra a evolução, em número índice, do crescimento da taxa de produtividade e crescimento do salário nos Estados Unidos desde o fim da Segunda Guerra Mundial. Repare que de 1948 a 1972, a evolução de ambos se dava de forma associada e constante. A partir de 1973, há uma quebra da evolução dos salários, ainda que a progressão da produtividade tenha continuado se dando a um ritmo muito similar ao período da *Era de Ouro*.

As tensões do capitalismo agora pertenciam a uma alegoria passada. O capitalismo controlado, com um Estado interventor, keynesiano e planejador, era, à primeira impressão, incompatível com a teoria das crises. De fato, as crises capitalistas cumprem a temporalidade a elas reservada, legitimando muitas vezes as otimistas teorias capitalistas que retiram do poder do capital a possibilidade de crise. A *Era de Ouro* foi este período, em que se relevaram todas as qualidades do desenvolvimento do capital a se acabar em colapso (Streeck, 2018).

A partir da década de 1970, observa-se um esgotamento dos mecanismos contrariantes. A “sociedade de salários”, onde há um equilíbrio de forças entre capital e trabalho, entra em um período de mal funcionamento, que dura até os dias de hoje. Na realidade, a história do capitalismo pós-1970, é a trajetória de evasão à regulação social que lhe foi imposta após 1945, mas que ele nunca desejou.

“The causes for the malfunctioning of the growth régime must be sought in the distortions between the changes unleashed by capitalism and the impotence of the existing institutions to deal with them in the framework of the established macroeconomic regulatory system.” (Aglietta, 1998, p. 62)

Mais especificamente em 1973, ano do primeiro choque de petróleo, houve um abrupto descolamento entre o crescimento dos salários e a sua produtividade nos Estados Unidos, economia líder mundial, que basicamente ditava o os termos de como se dava crescimento econômico em todas as economias. A redução relativa da massa salarial deveria gerar uma redução da renda disponível. Esta, por sua vez, daria o ritmo do processo de acumulação, tendo em vista que, em última instância, a produção é feita para consumo, dada a necessidade de realização dos trabalhos privados em uma economia capitalista.

Por outro lado, Krippner (2005, p. 179) aponta que desde a década de 1950, a porção dos lucros de empresas produtivas na composição total dos lucros nos EUA, caiu de mais de 50% para menos de 20% em 30 anos. Nestes termos, Sweezy (1994) já advertira que o crescimento dado nas duas décadas e meia após a Segunda Guerra não poderia nem iria durar muito mais. As próprias condições naturais do sistema trataram de eliminar a demanda que o estimula, como se pode perceber com o estrangulamento do poder de compra via salário e dos lucros no setor produtivo da economia.

Um novo estímulo se fazia cada vez mais necessário, ou a economia global entraria em mais um colapso total nos anos 1970. Partindo de uma tendência mundial, a esfera financeira, reestruturando-se desde a crise de 1929, surge como o colateral lógico do sistema capitalista, de forma a garantir a sua manutenção sem lidar diretamente com as suas maiores contradições internas. Temporalmente, portanto, o início da Financeirização como fenômeno mundial dominante se dá a partir da década de 1970.

Fica claro, assim sendo, que a financeirização não é caracterizada apenas por um forte mercado financeiro, como observamos em outras etapas históricas, mas pelo seu protagonismo em todas as esferas econômicas, como ficará mais claro a seguir.

1.2. Financeirização: o novo estágio do Capitalismo

1.2.1 Ascensão do neoliberalismo e o paradoxo financeiro

A década de 1970 testemunhou o fim da era de ouro da economia, período concebido nos 25 anos após a segunda guerra, marcado pelo pleno emprego, rápido crescimento e estabilidade macroeconômica, e pela forte presença de fatores econômicos e não econômicos que atuaram sobre a economia. Em contraste, a partir dos anos 70, o capitalismo mundial passou a conviver com um regime de estagflação e maior conflito distributivo e instabilidade (Aglietta, 1998, p. 58; Crotty, 2005, p. 77; Palley, 2009, p. 41).

O caminho lógico para essa tendência é a ocorrência de uma nova crise total, que se encarregaria de destruir o capital produtivo e fictício existente, como ocorreu no ano 1929. Entretanto, as mudanças macro e microeconômicas, institucionais e culturais desta nova década se encarregaram de não permitir que a crise tomasse seu curso natural. Em grande medida, o mercado financeiro e a lógica financeira, por assim dizer, se incumbiram em larga escala de suprimir as contradições criadas à época (Chesnais, 2016; Sweezy, 1994).

Estas contradições criaram um ambiente em que surge um novo padrão de instabilidade: queda da taxa de lucro, colapso de instituições internacionais e elites produtivas moribundas. Esses fatores despertaram um poderoso movimento, levado principalmente pelos interesses financeiros, de restringir o poder regulatório dos governos nacionais. Esse projeto político e econômico é usualmente referido como “globalização neoliberal” e é o princípio da financeirização da economia (Crotty, 2005, p. 77).

Segundo Krippner (2005) o capitalismo financeirizado é derivado de uma mudança filosófica e estrutural do mercado e do papel do Estado, modificando o processo de acumulação fordista para uma acumulação centrada nos ganhos na esfera financeira (p. 177), em que a renda é gerada na circulação e não mais no canal produtivo (p. 174)¹⁵. Ao mesmo tempo, o mercado começa a ser responsável pelas decisões antes outorgadas aos governos. Ashman, Fine e Newman (2011), observam a financeirização a partir de uma diferenciação das formas do capital, por uma distinção entre a acumulação de capital real e fictício, em que a relação de poder entre capital e trabalho (e capital e governo) mudou:

“The neoliberal period has witnessed both the subordination of real accumulation to fictitious capital – with the expansion of speculative assets at the expense of real investment – and the integration of real accumulation into the realm of interest-bearing capital, resulting in financialized accumulation of a systemic nature. This cannot be separated from developments such as state-led economic and social restructuring, or the spread of privatization, which have further amplified the economic and social importance of financial assets. These developments have been accompanied by broader ideological shifts in politics and identity, with the decline

¹⁵ Existe uma divergência desta conceituação com o escopo deste trabalho. Krippner utiliza o termo “lucro” ao se referir à renda gerada na esfera financeira. Essa questão perpassa pela discussão da distinção entre o capital fictício em Marx, Hilferding, Fine e Lapavitsas. Manteremos nossa conceituação em que o lucro propriamente dito, está intimamente ligado com a concepção marxista e é somente auferido quando as finanças perpassam pela produção, servindo como antecipador de capital produtivo, conciliando com Hilferding (1910) e Fine (2013). Entretanto, quando o capital financeiro gera ganhos a partir dos movimentos do próprio capital, possuindo a forma de capital produtivo, nos afastamos desta noção anterior e nos aproximamos do entendimento que há uma extensa expropriação da renda do capital produtivo apropriada pelo setor financeiro, nos aproximando mais da leitura de Lapavitsas (2013) e Marx (1986).

of collective transformative projects and democratic participation and governance increasingly attached to the market and finance, with promotion of citizens as consumers and consumption as the means to self-realization.” (Ashman, Fine e Newman, 2011, p. 176).

Não obstante, não existe uma conceituação que consiga abranger todo o escopo deste fenômeno completo, mas o forjamento do termo é amplamente considerado nas palavras de Epstein (2005): “increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies” (p. 3). Ainda há a possibilidade de interpretar a financeirização como a ascensão do valor do acionista sobre a lógica corporativa (Lazonick e O’Sullivan, 2000) ou, de uma perspectiva mais histórica, retomando a lógica do início do século XX (Hilferding, 1910) quando, o termo se refere ao crescimento do poder econômico da *classe rentista*¹⁶ (Duménil e Lévy, 2005; Epstein, 2005). Para a construção deste trabalho, consideramos que todas estas abordagens possuem uma vital importância¹⁷ e auxiliam na compreensão do todo, apesar de darmos sempre preferência à contextualização marxista da financeirização, caracterizada por Sawyer (2014) como uma nova etapa de acumulação do sistema capitalista.

Isso, pois, apesar de o capitalismo ter entrado em um novo estágio, caracterizado pela força dominante da finança, dando forma a um sistema híbrido da fase de monopólio do capital, como um “monopólio do capital financeiro”¹⁸, o problema de acumulação na qual jaz a produção e a criação de valor permanece o mesmo.

Lapavitsas (2011, 2013) reconhece que essa nova característica do setor financeiro se dá não mais pela captura de parte do valor gerado por meio da antecipação do capital, mas como uma expropriação sistemática dos salários e do valor gerado no meio produtivo na condição de um fenômeno social predominante (Lapavitsas, 2009a). A autonomização da finança vis a vis o setor produtivo ganha ímpeto, portanto, quando o regime de acumulação

¹⁶ Inclusive, Lapavitsas (2009b, p. 115) se refere à classe rentista como um *produto* da financeirização, não sua força orientadora.

¹⁷ “These various definitions are not necessarily mutually exclusive. One advantage of the definition of financialization I adopt is that it is consistent with a variety of causal accounts (if by the same token also somewhat indeterminate) and therefore is capable of encompassing alternative usages of the term. In other words, in an economy in which systems of corporate governance reflect the imperatives of financial markets, we would expect profits to accrue increasingly through financial channels. Similarly, we would expect the growing power of social actors occupying strategic positions vis-à-vis financial markets to be parlayed into outsized economic rewards. Finally, we would expect increased financial flows and a rapid pace of financial innovation to generate profit opportunities in the financial sector of the economy.” (Krippner, 2011, p. 28)

¹⁸ “Monopoly-finance capital”, tradução livre, Sawyer (2014) e Foster e Magdoff (2009).

pretérito entra em crise. Entretanto, alguns autores argumentam que não pode haver a desconexão completa entre produção e valorização financeira, uma vez que:

“Investment can either be geared towards productive processes or be channeled into the financial sphere. Financialized accumulation is either based on the expansion (and price increases) of financial assets or on very high spreads between active and passive interest rates. Though the second circuit of financial accumulation might gain some apparent autonomy from accumulation in the productive sphere, it cannot be completely divorced from production. Financial assets and credits represent claims on surplus produced outside the financial sphere” (Becker *et al.*, 2010, p. 227).

A figura 1.2 representando a relação entre a riqueza financeira e a renda real, extraído de Paulani (2010, p. 5), ilustra o grau em que se deu a autonomia do mercado financeiro frente à economia real. Percebe-se que em uma tendência quase ininterrupta, os ganhos na esfera financeira ultrapassaram a capacidade de crescimento da produção de mercadorias e serviços. Paulani traz os dados do PIB mundial, juntamente ao estoque de todos os ativos financeiros. Percebe-se que, no início da série, existe uma quase equivalência entre as variáveis. Mas, durante toda a série e mais intensivamente em meados dos anos 1990, houve um crescimento das finanças frente à produção real.

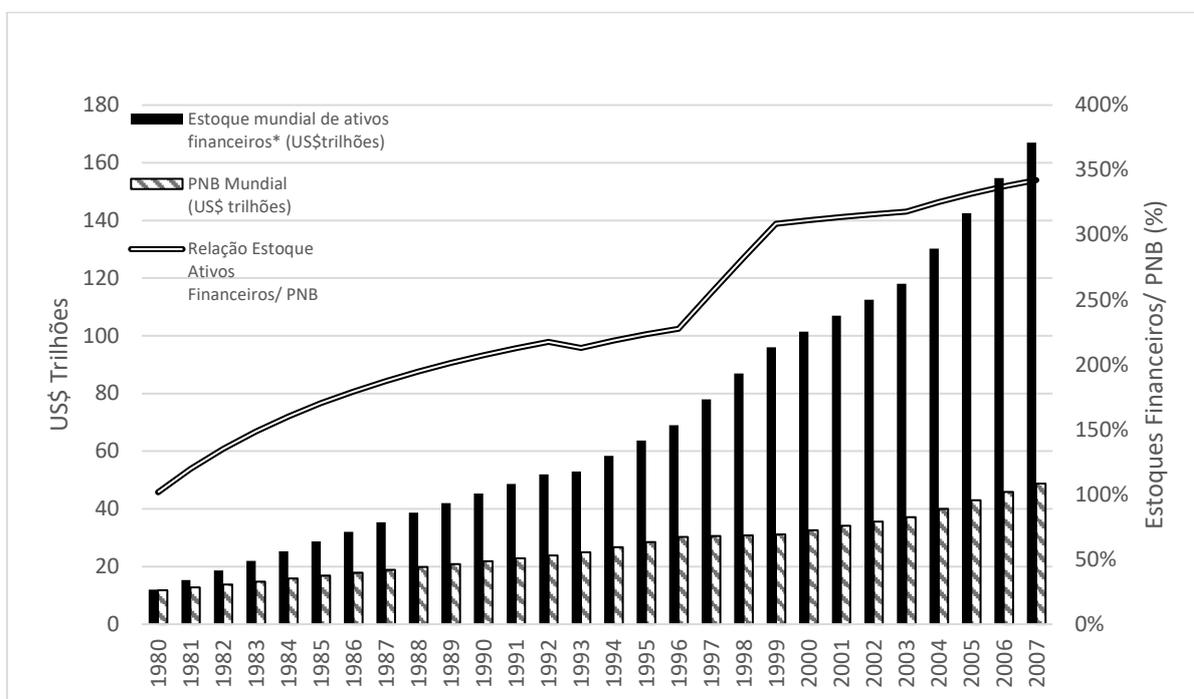


Figura 1.2: Riqueza Fictícia (Estoque Mundial de Ativos Financeiros) e Renda Real Mundial (PIB) – US\$ Trilhões. Fonte: Paulani (2010), McKinseys Global institute (Ativos) e FMI (PIB); inclui ações e debentures, títulos de dívida privados e públicos e aplicações bancárias; não inclui derivativos.

O valor da massa de ativos financeiros comercializados nos mercados de capitais globais saltou de US\$ 5 trilhões no início dos anos 1980 para US\$ 35 trilhões em 1995, segundo cálculos do BIS (Coutinho e Belluzzo, 1998). Segundo cálculos nossos, com dados do FMI, de acordo com o relatório da McKinsey (2017), o valor de ativos financeiros transacionados no mundo, em 2015, chegou à faixa dos US\$ 73 trilhões, representando cerca de 258% do PIB mundial. Esse movimento não se deu ao acaso, mas, segundo Sweezy (1994), pelo desenvolvimento paralelo de uma superestrutura financeira relativamente independente à produção e à mudança das estruturas sociais e leis que ditavam o comportamento na esfera das finanças. Essa superestrutura é composta de órgãos financeiros, bancos, pequenos atores e empresas não financeiras, atuando nacionalmente ou internacionalmente, e cujo crescimento das transações e da renda gerada deu-se a um ritmo muito superior ao crescimento da capacidade produtiva e da produção em si.

A mudança dos mecanismos regulatórios teve um papel fundamental na abertura desta possibilidade, cujo estudo é o foco da escola da regulação. Os economistas regulacionistas buscaram explicar como as contradições inerentes do capitalismo podem ser estabilizadas por alguns períodos, de acordo com as estruturas erguidas dentro do contexto em que se inserem. Argumentam que elas podem ser estabilizadas por um arranjo de formas de regulações estruturais como salários, competição, política monetária, entre outros que lidam com uma tensão histórica e espacialmente definida do capitalismo (Becker *et al.*, 2010, p. 226).

“Regulation theory, by contrast, emphasizes the organized establishment and pursuit of collective interests. The creation of institutions is an essentially political act, and politics is never an individualized pursuit. Government intervention, industrial disputes and the formalization of compromises by the legislature must be considered in order to take account of changes in institutions as well as to describe the hierarchical structure of their relationships. The mode of regulation manages the tension between the expansive force of capital and the democratic principle. This principle is the source of the mediation mechanisms that lead to regular macroeconomic patterns in which the accumulation of capital can be made compatible with social cohesion” (Aglietta, 1998, p. 53).

A mudança regulatória das economias em direção a uma maior liberalização financeira recebeu um grande respaldo teórico ortodoxo, no sentido de justificar a atuação cada vez mais desregulamentada deste setor. A justificativa era de que a repressão financeira gerava um efeito negativo na eficiência do capital. Não somente em termos quantitativos, pois o baixo retorno sobre ativos financeiros gera investimentos em ativos não produtivos, como terra, ao

invés de ativos produtivos, por meio de depósitos bancários. Mas o efeito qualitativo dos investimentos também é afetado, pois a excessiva regulamentação afetaria a alocação eficiente do capital, fazendo com que os detentores de capital financeiro agissem de forma discricionária, além das firmas serem diretamente beneficiadas pela redução dos efeitos dos ciclos de negócios (Arestis e Sawyer, 2016, p. 10; Duménil e Lévy, 2005, p. 24).

Os formuladores de política não encaravam essas assunções como um prelúdio da financeirização, mas como um canal facilitador de distribuição de recursos escassos¹⁹. Os promotores das políticas monetárias passaram a ignorar sua função e responsabilidade política. Apesar de a determinação, por exemplo, da taxa de juros impactar como se dá o crescimento e a quem ele beneficia, os governos se eximem desta responsabilidade, argumentando que a implementação de políticas monetárias deve ser apresentada como um exercício apolítico e puramente técnico. As autoridades monetárias obscurecem, portanto, suas responsabilidades, redefinindo os eventos econômicos como o produto de “forças de mercado” e não fruto das atividades oficiais do Estado, apesar de essas medidas criarem as condições propícias à financeirização da economia.

Como consequência, os *policymakers* nos países desenvolvidos e em desenvolvimento passaram a adotar os conceitos essenciais desta tese, abraçando políticas correspondentes. Krippner (2011, p. 27) argumenta que a mudança do regime político que suportou a ascensão das finanças foi exatamente o resultado das tentativas de resposta dos formuladores de política para lidar com as contradições do processo de acumulação anterior que se iniciaram no fim dos anos 1960 e 1970. Com isso, a economia global realizou um salto no grau de integração dos mercados financeiros internacionais no início dos anos 1970. Essa mudança em parte se deu através do redesenho das políticas econômicas, o que se estendeu de 1960 até fins de 1990. É o caso da eliminação de controle de capitais internacionais e desregulamentação do setor financeiro, do mercado de securitizações, regulações bancárias e

¹⁹ “As policymakers sought to redirect capital to social priorities, however, they faced a dilemma. In a world in which capital was scarce, every attempt to allocate credit to one use required denying it for another. Under the existing system of interest rate controls, inflation continually presented policymakers with the necessity of choosing which sector to favor in allocating credit—industry or housing, large corporations or small businesses, municipal finance or agriculture. Deregulation offered a way to avoid this problem: removing controls meant that the market, rather than state officials, could do the choosing in distributing capital between competing sectors. Rather than directly allocating credit through regulatory controls, rationing could be accomplished indirectly through the price mechanism.” (Krippner, 2011, p. 59).

fim do controle sobre os juros cobrados por essas instituições²⁰. Entretanto, em adição, as dramáticas melhorias da comunicação e tecnologia da informação ajudaram a reduzir “as barreiras naturais das transações financeiras internacionais” (Blecker, 2005, p. 183).

Os Estados Unidos e Reino Unido, países com longa trajetória financeira, foram os primeiros países a experimentar essa revolução na esfera política, por meio de mudanças nas políticas monetárias e regulatórias promovidas na administração de Reagan e Thatcher²¹ e, posteriormente, pelo choque monetário de Paul Volcker, presidente da Reserva Federal dos EUA no mandato de Jimmy Carter. O desenvolvimento do controle do mercado corporativo, o surgimento de novos instrumentos financeiros sofisticados, como derivativos, securitizações, um mercado de títulos mais complexo e com a emergência de mais atores fizeram com que a lógica do mercado financeiro ganhasse um dinamismo maior e começasse a predominar sobre a dinâmica real da economia (Stockhammer, 2004, p. 722). Se a desregulamentação das finanças domésticas permitiu aos formuladores de política escaparem momentaneamente das difíceis decisões de alocação de recursos escassos entre distintas prioridades sociais, a liberalização internacional, o acesso ao mercado de capital global e o intenso fluxo interno de capitais, como podemos ver na figura 1.8, permitiram que os mesmos adiassem essas decisões indefinidamente.

A liberalização financeira internacional desembocou no fenecimento do sistema de câmbio de *Bretton Woods*, surgindo um novo e privado sistema monetário internacional. Em 1971, com a adoção em massa do sistema de câmbio flutuante, sem o requerimento de se obter lastro em ouro (D’Arista, 2005, p. 221), cujo respaldo se deu por grande parte dos teóricos econômicos ortodoxos, criou-se a oportunidade de investimentos em portfólio vinculados a variações na taxa de câmbio e um amplo campo para especulação (Becker *et al.*, 2010, p. 237; Palley, 2013, p. 131; Paulani, 2010, p. 6). Leila Davis explora os fundamentos nos quais essa ruptura repercutiu na formação de investimento das empresas:

²⁰ Podemos enumerar algumas medidas tomadas pelo governo norte-americano, no sentido de abrir maior espaço para que as forças de mercado atuem sem a interferência dos governos, sendo elas: o Ato de Controle Monetário e Desregulação das Instituições depositárias (1980); o Ato Garn-St. Germain (1982); a reinterpretação do FED sobre o Ato Glass-Steagall (1986); o Ato Interestatal Riegle-Neal de eficiência bancária (1994); a introdução e não regulação dos sistemas de derivativos (1998); Ato Gramm-Leach-Bliley, revogando o Ato Glass-Steagall (1999) e Ato de Modernização dos Mercados de Commodities (2000).

²¹ “A destruição do sindicato dos controladores de tráfego aéreo por Ronald Reagan, em 1981, e a vitória de Margaret Thatcher sobre o sindicato dos mineiros, em 1984, constituem pontos de transição dramáticos e simbolicamente importantes” (Streeck, 2018, p. 81)

“On the asset side of NFC²² balance sheets, there has been a sustained shift in firm-level portfolio composition since the early 1980s away from fixed capital and toward—largely liquid—financial assets. This portfolio shift has been traced to declining corporate profitability after the late 1960s, accompanied by increasing uncertainty due to slower global aggregate demand growth and increased exchange rate volatility following the collapse of Bretton Woods” (Davis, 2016, p. 118).

Os pilares gêmeos da teoria ortodoxa, que contribuíram para a liberalização das contas capital e financeira e a adoção de um regime de câmbio flutuante, são a existência de um mecanismo de ajuste automático da balança de pagamentos e a teoria de comércio internacional governada pela lei das vantagens comparativas (Blecker, 2005, p. 185). No entanto, os economistas tiveram um árduo trabalho para lidar com as consequências inesperadas destas mudanças “tectônicas” nas políticas econômicas.

As características desta nova era foram a alta volatilidade das taxas de câmbio, persistentes violações da PPP²³, crônicos déficits da balança de pagamentos, altas taxas de juros e crises financeiras sucessivas. Foram postos esforços, juntamente com o aumento da influência política da classe financeira, para se conterem os efeitos da abertura econômica. Uma das implicações mais relevantes foi a independência das autoridades monetárias, para que possam elevar a taxa de juros sob o contexto de política de metas de inflação e proteção aos ataques especulativos de suas moedas nacionais (Becker *et al.*, 2010; Carvalho *et al.*, 2012; Epstein, 2005, p. 46).

Com a abertura comercial e financeira generalizada dos anos 1970, os países centrais começaram a perder competitividade nos bens comercializáveis para os países em desenvolvimento. Isso ocorreu, em parte pela superacumulação de capital produtivo da era de ouro, em parte pela inflação de salários e encarecimento da mão de obra dos países mais desenvolvidos. Esforços teóricos trataram de compreender esta nova etapa como a tomada da economia pelo setor de serviços e setores não comercializáveis, fazendo com que estas economias entrassem em um “período pós-industrial”, caracterizado pelo crescimento induzido pelos serviços (Bell, 1973; Clark, 1940 *apud* Krippner, 2005, p. 177).

²² *Non-financial Companies*, ou Firms não-financeiras (FNF)

²³ *Purchasing power parity*, ou paridade do poder de compra (PPC)

1.2.2 A crise de acumulação nas firmas não-financeiras

Evidências, no entanto, apontam para uma dinâmica produtiva que divergia da hipótese da economia liderada pelos serviços. As empresas não financeiras viram sua taxa de lucro declinar tendencialmente desde os anos 1950. Há um acompanhamento entre a tendência sistemática de queda da taxa de lucro das empresas produtivas e a baixa formação de novo capital produtivo. Como apontado, a lucratividade é o objetivo principal que move as ações dos capitalistas. A ausência desse estímulo cria um ambiente em que não há motivos para se expandir a capacidade produtiva para a manutenção de um sistema de consumo de massa. As firmas não financeiras (FNF) passaram a ser confrontadas com a necessidade de encontrar novas vias de crescimento.

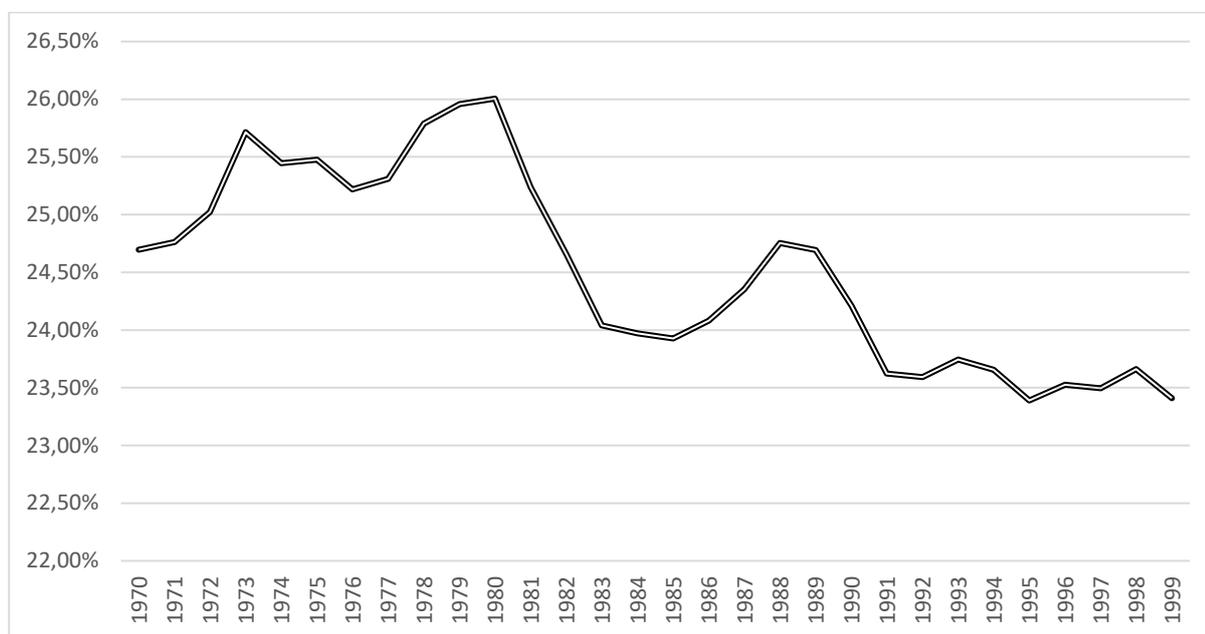


Figura 1.3: Formação Bruta de Capital Fixo (% do PIB).
 Fonte: World Bank national accounts data, e OECD National Accounts data files. Elaboração Própria.

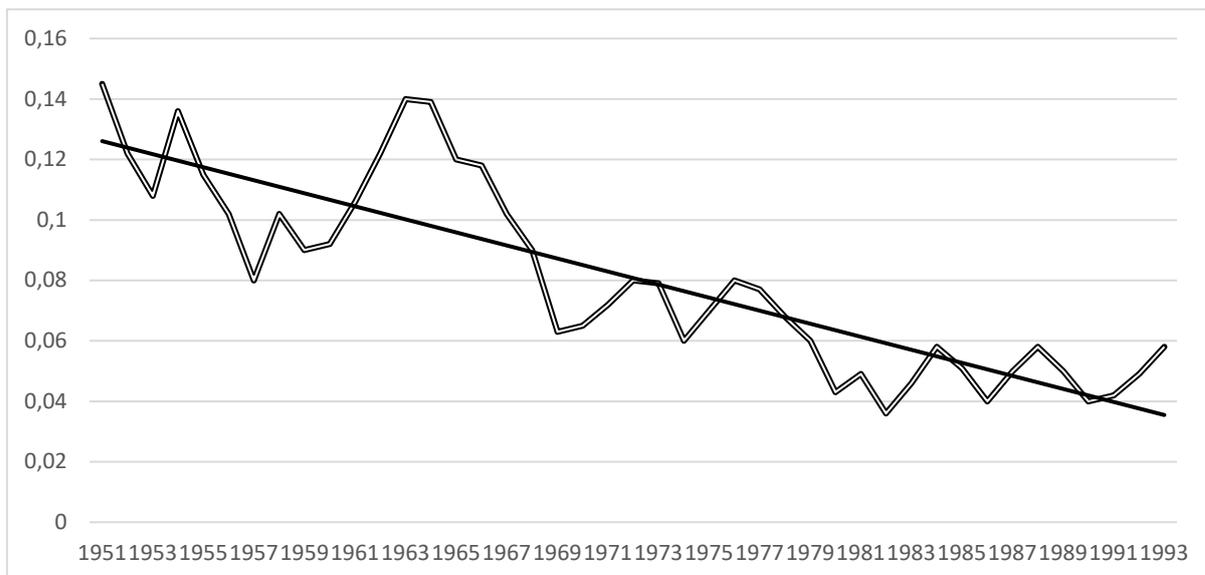


Figura 1.4: Non-Financial Corporate Rate of Profit (After-Tax), USA 1950-2007. Fonte: Smith e Butvosky (2012, p.67).

As figuras 1.3 e 1.4 ilustram a performance da formação de capacidade produtiva nova e taxa de lucro, respectivamente. Ainda na década de 1970, há uma formação de capital produtiva, explicada por Crotty (2005) como investimento predatório, mas que sofre dois choques nesta década, em 1973 e 1979, anos em que houve o choque de petróleo, encarecendo os custos de produção. Após os anos 1980, houve uma oscilação em torno de uma trajetória de queda, até o fim dos anos 1990. Enquanto isso, desde o início dos anos 1950, a taxa de lucro das firmas não-financeiras permanece em queda, chegando à menos da metade do seu valor inicial, explicando, em parte, a redução do incentivo em novos investimentos produtivos, corroborando os resultados da figura 1.3.

A financeirização tratou, assim, de oferecer uma alternativa às firmas ao seu investimento em capital fixo, que já apresentava baixos retornos e uma saída macroeconômica para a redução dos salários e direitos dos trabalhadores. Ademais, como destaca Krippner (2005) corroborando a proposta de Boyer (2000), uma economia induzida pelas finanças não favoreceu somente o setor financeiro, cuja participação nos lucros aumentou dentro dos Estados Unidos. As empresas não financeiras, manufatureiras ou de serviços, elevaram drasticamente a participação de receitas financeiras na composição de sua renda, como indica Krippner. A autora demonstra que não somente a participação dos serviços nas rendas geradas nos Estados Unidos não se alterou de forma expressiva entre 1950 e 2000, como foi a participação da renda geradas pelos investimentos em portfólio que deram um novo fôlego às empresas não-financeiras.

Muito do debate teórico marxista em torno das crises e suas superações se deu sobre a lei tendencial da queda da taxa de lucro. Como argumentado na primeira sessão, de acordo com a leitura de Sweezy (1994), há também uma clara composição de subconsumo auxiliando na potencialidade das contradições capitalistas, desencadeada pela mudança das relações trabalhistas. Chesnais (2016) também observa a financeirização como a “busca contínua da produção capitalista de se sobrepor às suas barreiras iminentes, mas superá-las somente de forma a renová-las no futuro e em uma escala ainda maior” (p.23). Todos os fatores que trabalham contra a repetição de crises passadas, carregam consigo o germe para gerar uma crise futura ainda mais poderosa²⁴.

As taxas de lucro de empresas não financeiras caíram de 14%, em 1966 para menos de 4% em 1982 (Smith e Butovsky, 2012, p. 67; figura 1.3). Segundo Sweezy (1976) a queda não é maior pela atuação de forças contrarrestantes. O autor aponta que as novas oportunidades de investimento financeiro mantiveram um nível satisfatório de retorno para que estas firmas permanecessem agindo de acordo com o que se espera delas.

Por meio do bloqueio à acumulação produtiva, que havia moldado todo o crescimento do pós-guerra, a acumulação financeirizada forneceu o aparato necessário para que, cada vez mais, as empresas não financeiras conseguissem obter o lucro máximo e no menor tempo possível, por meio de investimentos não-produtivos.

“[...] the Marxist tradition [...] identify the origins of an increasingly financialized accumulation in a blocked productive accumulation. Capital is confronted with limited investment opportunities that are viewed as being sufficiently profitable”. (Becker *et al.*, 2010, p. 227)

Para a economia americana, no entanto, Crotty (2005), Davis (2016), Krippner (2005), Orhangazi (2008) e Stockhammer (2004) argumentam que a financeirização provocou um profundo e negativo impacto nas operações das FNF, com efeitos macroeconômicos desastrosos. Crotty, por exemplo, demonstra que o pagamento ao setor financeiro mais que dobrou em relação ao seu fluxo de caixa de 1960 a 1970 e 1980 a 1990 dessas empresas.

1.2.3 A financeirização do dia-a-dia

Pelo lado das famílias, a mundialização, o grande processo de *off-shoring* e competição internacional, durante os 20 a 25 anos posteriores à guerra começam a pôr em xeque

²⁴ Trecho com base em notas de Engels na edição de 1894 do Volume III de O Capital.

o mercado de trabalho dentro destas economias mais integradas. Os mecanismos de barganha coletiva, que eram a base da estrutura dos salários começaram a ser minados pela ascensão do discurso da grande finança e pela redução do papel do Estado nas garantias mais básicas de direitos e serviços. Houve, nesta época, uma grande liberalização do mercado de trabalho e mercantilização dos serviços antes garantidos aos trabalhadores, fazendo com que eles começassem a migrar de um sistema de renda pelo salário para um sistema de renda por meio do patrimônio e dívida (Fligstein e Goldstein, 2015; Lapavitsas, 2009b, p. 124; Martin, 2002; Zwan, 2014, p. 102).

Além da redução dos salários, os trabalhadores também são impactados pelo aumento do desemprego (Paulani, 2010), ilustrado pelo gráfico 1.5. O gráfico apresenta os dados de desemprego para a economia norte-americana, entre 1960 e 1985, onde observamos a reversão da tendência do pós-guerra, já a partir do fim dos anos 1960.

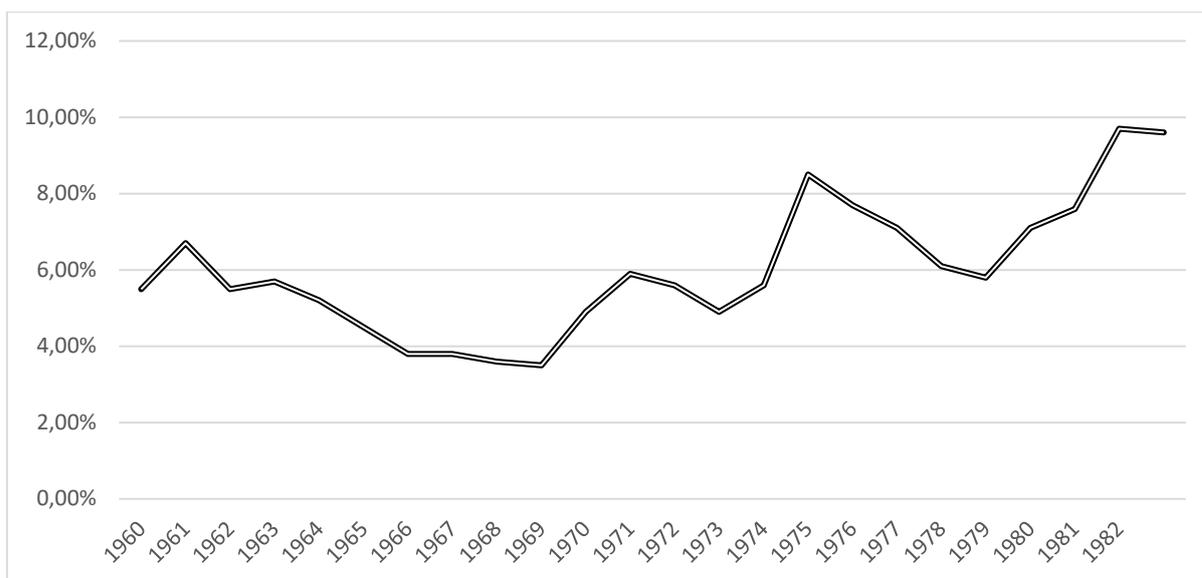


Figura 1.0-1: Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate) USA. Fonte: World Development Indicators. International Labour Organization, ILOSTAT database. Data retrieved in September 2018. Elaboração Própria.

As formas institucionais que promoveram a base da acumulação fordista foram derrubadas. Então, os governos centrais passaram a se retirar da economia criando instituições projetadas para “desregulamentar” os modos de produção, comércio e finanças (Servet e Saiag, 2014, p. 26). A classe trabalhadora se encontrou em um estado de letargia, aumento da desigualdade, recuo das garantias, dos benefícios laborais, dos serviços públicos de moradia, educação, saúde e aposentadorias, em que um ator, o mercado financeiro, percebeu um fértil campo para se desenvolver e penetrar. O que foi denominado de “financeirização do dia-a-dia” (Martin, 2002), se traduz na incorporação da lógica financeira à vida cotidiana das famílias, à

classe média e às classes populares, através da mudança da provisão dos bens básicos: anteriormente fornecidos ou garantidos pelo Estado, passam a ser disponibilizados pelo mercado financeiro, com o crédito desempenhando um importante papel no acesso a bens públicos como saúde e educação (Erturk *et al.*, 2007; Zwan, 2014, p. 111).

Trumbull observa três características desta virada cultural que explicam o regime de bem-estar então vigente nos Estados Unidos e como ele facilitou a transição para um novo modelo financeirizado:

“First[...], credit came to be seen as a private-sector alternative to the welfare state, and advocates pushed hard for private lenders to be able to operate on a business-like basis. [...] Second, [...] unions in the United States saw credit as giving workers access to material benefits, increasing employment and wages by driving demand and scale, and, instrumentally, as a means for workers to support themselves through strikes. Third, banks in the United States moved early to offer consumer credit, even if it was not usually a profitable area of business.” (Trumbull, 2012, p. 28).

Ainda que o modelo norte-americano já apresentasse precocemente a substituição dos direitos trabalhistas por acesso ao crédito, este novo modelo passa por um aprofundamento. Como resultado, houve uma disparada da tendência de substituir os direitos, antes adquiridos com salários satisfatórios, aposentadorias, serviços públicos básicos, por novos tipos de serviços financeiros, como maior acesso ao crédito, aplicações financeiras, hipotecas, crédito para consumo, fundos estudantis, fundos de pensão, previdência privada, seguros, planos de saúde, entre outros (Fligstein e Goldstein, 2015). Não obstante, observou-se um crescimento exponencial do endividamento das famílias, aumentando em 179% entre 1989 a 2007 (Fligstein e Goldstein, 2015, p. 2) que, em grande parte, começaram a substituir o endividamento dos governos (dos Santos, 2013).

Essa tendência é um indicativo de que houve uma mudança fundamental em como a população se relaciona com os mercados financeiros, de modo que a vida passou a ser um ativo a ser gerenciado (Martin, 2002). As famílias começaram, então, a abraçar estratégias financeiras como um meio de gerenciar seu consumo, dívidas e poupança, indicando uma ascensão da “cultura financeira” (Fligstein e Goldstein, 2015, p. 2). O interessante é que o acesso aos serviços financeiros foi celebrado entre os trabalhadores como um meio de democratização da finança e dos benefícios antes prestados, ou garantidos, pelo Estado (Erturk *et al.*, 2007). A remoção dos tetos dos juros nos Estados Unidos, por exemplo, foi amplamente defendida pela Federação dos Consumidores da América. Este grupo defendeu o juros em um

nível competitivo que alentasse a renda dos *consumidores-poupadores*, supondo que os poupadores e consumidores eram grupos diferentes. O que não esperavam foi o tamanho do choque do aumento de juros que não só repercutiu no mercado imobiliário, mas em toda a economia (Krippner, 2011, p. 84). Seguindo a lógica do mercado financeiro, as famílias alocariam melhor os seus recursos de acordo com as suas preferências, de forma a otimizar os gastos, em detrimento do papel ineficiente e caro atribuído ao Estado de Bem-Estar Social. Como Trumbull salienta:

“The labor left in the United States already expressed support for consumer credit in the interwar period [...] arguing, ‘Credit to persons of small incomes may be essential to tide over emergencies and to prevent the loss of a lifetime’s savings, [...] because they give workers access to products they could not otherwise purchase. [...] So long as responsible sources of consumer credit are available at reasonable cost commensurate with the risk and expense of doing business, the family will rehabilitate itself with the perseverance and self-sacrifice typical of Americans.’” (Trumbull, 2012, p. 21–22).

A ascensão desta nova cultura financeira nas famílias foi um fator fundamental para postergar o colapso do sistema pós-fordista nos Estados Unidos. Em primeiro lugar, o acesso aos mecanismos financeiros auxiliou a expansão do consumo de massa, de forma que garantiram um acesso à renda, intensificando a dependência creditícia do período pós-guerra. A partir dos anos 1980, o recuo da provisão pública foi substituído em grande parte pelo aumento dos gastos privados (e, portanto, endividamento privado), de forma a dar mais sustentabilidade ao sistema, no que pôde se denominar “keynesianismo privatizado” (Crouch, 2009 *apud* Streeck, 2018, p. 84). É inerente a fragilidade deste tipo de regime, pois existe um limite máximo à capacidade de conviver com a dívida das famílias, mas este foi um problema razoavelmente administrado até a primeira década dos anos 2000, quando a crise das hipotecas norte-americanas desencadeou a crise dos *subprime*²⁵ (Richardson, 2012, p. 86)²⁶.

²⁵ O *subprime* foi um termo cunhado no mercado financeiro que representavam ativos menos seguros do que os *prime*. O *subprime* consistiu na securitização em grande parte das hipotecas e dívidas imobiliárias das famílias norte-americanas, para indivíduos com perfil de pagamento não tão seguro quanto os da categoria *prime*. Estes ativos eram considerados seguros pelas empresas de risco e inundaram o mercado financeiro, até o início da crise de realização e, posteriormente, derretimento de todos estes ativos contaminados, em 2007-8.

²⁶ “O colapso iminente do sistema bancário internacional no ano da crise de 2008 forçou o poder público, que pretendia retirar-se da economia, a reentrar em cena, apesar de todas as privatizações e de todas as desregulações, o que levou à perda simultânea de todos os sucessos na consolidação dos orçamentos públicos alcançados sob elevados riscos políticos. Os Estados enfrentam, desde 2008, com maior ou menor perplexidade, a tarefa de limpar as ruínas da crise financeira e de restabelecer alguma ordem – tarefa que não pode ser, obviamente, privatizada. É cada vez mais inútil fazer distinção entre dinheiro público e privado,

Em segundo lugar, o endividamento foi suporte da grande inflação dos capitais fictícios dentro da esfera financeira. Esta modalidade de capital financeiro, diferentemente do crédito citado na primeira parte deste texto, não está “preche de mais-valia”. Mollo (2011) argumenta que o capital não produtivo (na posição de capital fictício) se apropria da renda gerada na economia real e, por meio de uma concentração do fluxo das rendas (intersetorial e inclusive internacional) em favor do mercado financeiro, há uma valorização dos estoques de riqueza fictícia (Paulani, 2010).

A associação entre a inflação dos ativos fictícios e a autonomia do setor financeiro frente à economia real é bem direta. O desenvolvimento deste capital é um caso de crescimento das finanças sem ocorrer uma nova produção de mercadorias e mais-valia. Isto é, um caso de crescimento das rendas financeiras sem uma geração líquida de valor, pois é resultado de uma mera redistribuição de rendas nas economias. Isso significa que o capital fictício aumenta ou diminui como simples consequência de sua oferta e demanda, sem ligação ou uma conexão muito fraca com a economia produtiva. Ele é, portanto, resultado da desapropriação das rendas oriundas da produção real. Este fluxo de renda apropriado pelo capital fictício recebeu a denominação por Lapavitsas (2009b, 115) de expropriação financeira, em que os fundos de pensão tiveram um papel fundamental. O enorme crescimento destes fundos a partir da década de 1970 e necessidade de se converterem em ativos financeiros garantiu a demanda necessária para gerar uma grande inflação destes ativos e aumentar os ganhos no mercado financeiro.

Como resultado desta dinâmica, houve uma maior alavancagem e lucratividade do setor financeiro, ao mesmo tempo em que criou maior instabilidade e riscos, dados que os fluxos de salários se tornaram cada vez menores em relação às dívidas contraídas. Ainda, não se via nenhuma mudança desta tendência uma vez que a oferta de créditos era competitiva, isto é, mesmo endividada, a classe trabalhadora via nos serviços financeiros não só a única saída para manter seu padrão de consumo, mas um subterfúgio vantajoso, devido aos baixos custos associados à primeira vista (dos Santos, 2013, p. 333).

Não obstante, mesmo com o endividamento crítico e crescente das famílias nos anos 1990, houve um novo processo de desregulamentação do setor financeiro, especialmente nos serviços imobiliários e outros a ele associados, fazendo com que este mercado crescesse

sobretudo nas medidas tomadas pelos governos e por seus bancos centrais para salvar o sistema bancário privado: depois de os Estados terem assumido o crédito podre, tornou-se imediatamente evidente a interligação entre dinheiro público e privado. Atualmente, é quase impossível distinguir o que é Estado e o que é mercado e se os Estados nacionalizaram os bancos ou se os bancos privatizaram o Estado” (Streeck, 2018, p. 87)

vertiginosamente. O risco conexo a este fenômeno não somente advém da flexibilização dos mercados de trabalho e da reformulação do Estado de bem-estar social, mas também da volatilidade dos mercados financeiros, dos quais os indivíduos dependiam para satisfazer suas necessidades mais básicas, como acesso à educação, saúde e moradia.

Entretanto, no capitalismo financeiro, risco ou a possibilidade de que algo possa acontecer não pode ser temido, mas abraçado, pois é somente por meio da adesão ao risco que o indivíduo consegue obter o retorno necessário para se sustentar (Zwan, 2014, p. 112). Não surpreendentemente, o limite deste padrão de acumulação se deu com uma bolha no mercado imobiliário, com suas últimas circunstâncias rebatendo na crise dos *subprime*.

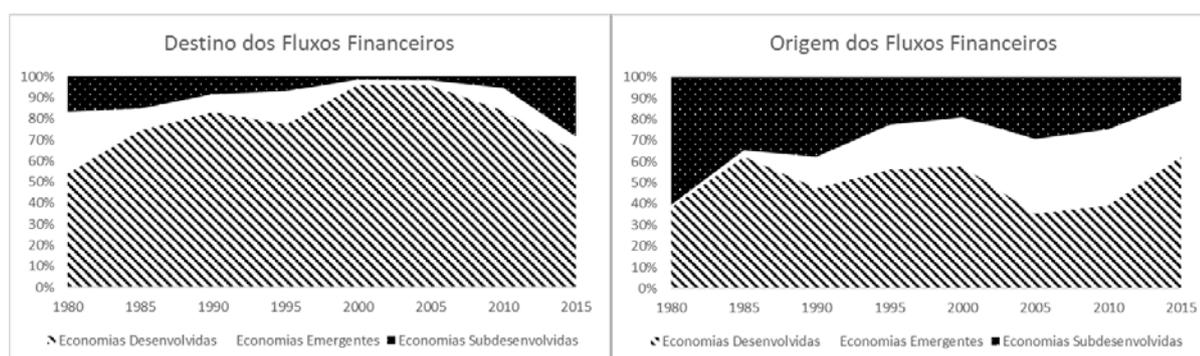
A chave para compreender a longevidade das contradições deste sistema se encontra na natureza dos fluxos de capital financeiro. O choque de juros imposto por Volcker ao final da década de 1970 impôs um crescente fluxo de capital circulando nos mercados financeiros norte-americanos em um nível sem precedentes. Mesmo com a taxa de juros em níveis historicamente altos, ela não era alta o suficiente para afugentar os tomadores de empréstimos mais vulneráveis do mercado de crédito. Na verdade, os fluxos de capital promovido pelos juros fizeram com que os preços dos ativos financeiros aumentassem de forma que o dinheiro para investimento em plantas físicas e produção fosse direcionado para as atividades especulativas e aventuras financeiras mais lucrativas.

A transformação paralela do comportamento financeiro das famílias, que não mais se protegiam da inflação com aquisição de bens tangíveis, como terrenos, joias e obras de arte, levou a que canalizassem seu capital para os mercados financeiros. O resultado disso foi a substituição da inflação do setor não financeiro para o setor financeiro da economia (onde a inflação não era conceitualizada da mesma forma). O crescimento da inflação dos ativos financeiros encorajou um *boom* de consumo via endividamento financeiro, em que a provisão estrangeira foi essencial.

Contanto que o fluxo de capital estrangeiro continuasse encontrando seu caminho no âmbito da economia norte-americana, e enquanto as firmas e famílias dos EUA servissem de compradores de última instância, os credores estrangeiros continuariam fornecendo a provisão necessária. A experiência dos anos 1990 e 2000 mostraram que os bancos centrais asiáticos aceitariam retornos insignificantes sobre reservas em moeda americana para financiar suas exportações de modo a manter acesso ao consumidor norte-americano aparentemente insaciável.

Em adição, o governo americano, por meio do acesso ao capital estrangeiro, conseguiu aliar a sua necessária retração fiscal, controle inflacionário e expansão do crédito. Não há dúvidas do porquê este regime ofereceu tentações irresistíveis aos formuladores de política, mesmo que isso distorcesse dramaticamente a estrutura econômica dos Estados Unidos. Em nenhuma outra situação um governo poderia conviver com *trade-offs* tão atraentes entre uma política que trouxesse equilíbrio fiscal, controle macroeconômico e fomento ao consumo privado. “Instead, foreign capital inflows would allow state officials to avoid difficult political decisions about how the burden of declining affluence would be shared” (Krippner, 2011, p. 104).

Os efeitos desta revolução das finanças internacionais sobre o capital financeiro podem ser vistos através da figura 1.6, que traz consigo o fluxo e o estoque de capital financeiro estrangeiro.



Figural.2: Concentração histórica dos fluxos financeiros em países centrais. Fonte: Balance of Payments Standard Presentation by Indicator: Capital Account, Total, Net, US Dollars. Elaboração Própria.

No quadro da esquerda, temos os dados dos destinos dos fluxos financeiros no mercado mundial. Isto é, para quais regiões estão se direcionando os ativos transacionados no mercado financeiro internacional. Percebe-se que os países desenvolvidos já representavam em 1980 pouco mais de 50% do destino de todos os fluxos financeiros internacionais. Há uma profunda concentração da destinação dos fluxos em direção aos mercados desenvolvidos até 2005, chegando a 96% de todo o montante transacionado naquele ano. Entretanto, após a crise de 2008 houve uma reversão nesta tendência. Não obstante, a origem dos fluxos financeiros, que eram de predominância das economias periféricas, abre espaço para as economias emergentes já a partir da década de 1990. Os fluxos oriundos dos países desenvolvidos oscilam em torno de 40% e 60%, mas constata-se uma predominância dos fluxos de economias mais frágeis em direção às economias desenvolvidas.

Observamos, portanto, que a criação de um ambiente macroeconômico condutivo à financeirização foi parte de uma política deliberada, por meio da resposta dos formuladores de política às tensões estruturais do capitalismo que os levaram a se eximir da responsabilidade que lhes foi outorgada e repassá-la ao cada vez mais influente mercado financeiro. A financeirização apresentou-se como estímulo necessário e causa contrarrestante para que o regime de acumulação capitalista não colapsasse. Forneceu uma alternativa para a necessidade de se reduzir o salário, para conter a queda da taxa de lucro e aumentar a competitividade dos países centrais, além de manter a capacidade de consumo da população, por meio de uma dependência cada vez maior ao mercado financeiro. Ao mesmo tempo foi dada às firmas não financeiras, uma alternativa à tendência histórica da queda da taxa de lucro, vinculada à produtividade de seus ativos fixos, pelos altos retornos dos ativos financeiros que apresentavam forte tendência de valorização.

Entretanto, os fatores que auxiliaram na prevenção da crise de realização e queda da taxa de lucro carregam consigo a capacidade de gerar uma crise ainda mais profunda. Como dito, grande parte do desenvolvimento do mercado financeiro se deu por meio de capital fictício, ainda que o mercado de crédito também tenha se avolumado a taxas cada vez maiores. Este tipo de capital, tendo em vista que sua intenção não é comprar força de trabalho, não possui capacidade de gerar valor, ou, caso possua, gera um volume infinitesimal de seu preço total. O desenvolvimento do mercado financeiro se deu, portanto, do volume apropriado por ele na economia real (Lapavitsas, 2013).

Ora, os próprios mecanismos de acumulação financeira minam o desenvolvimento da economia real sobre a qual ela sobrevive. Stockhammer (2004) e Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers (2015) observaram que a mudança operacional gerada nas firmas produtivas após a ascensão da financeirização geraram um ambiente apático para a economia real. O desestímulo ao investimento cresce quando as firmas, confrontadas umas com as outras, com o objetivo de realizar o lucro máximo no menor tempo possível, encontram uma taxa de retorno para o capital fixo incerta e inferior às taxas observadas com ativos financeiros, sejam títulos públicos, empréstimos, derivativos, securitizações, entre outros. Ainda, como será analisado no próximo capítulo, quando as firmas são submetidas pelo setor financeiro, por meio de sofisticados mecanismos, a repassarem uma fatia cada vez maior do que poderiam reter para o mercado financeiro.

Da mesma forma, ao viabilizar a estagnação de salários por meio do crédito de consumo sobretudo, o mercado, ao mesmo tempo que baseia seus ganhos no endividamento

das famílias, retira da economia o colateral necessário para o pagamento, em última instância, de sua dívida. Isso ocorre à medida em que eleva as obrigações das famílias para com o mercado financeiro. Já as famílias, ao passo que perdem estabilidade no emprego, veem seu salário estagnado ou em queda e suas aposentadorias ameaçadas retirando-lhes, no limite, a capacidade de satisfazerem as exigências mínimas de pagamento. Isso acaba por implodir todo um sistema que delas depende, ao mesmo tempo em que o acesso desigual aos serviços financeiros exacerba as desigualdades econômicas e sociais (Bonizzi, 2014). Essa tendência parece não se reverter, tendo em vista que as economias estão cada vez mais lidando com um grau de endividamento monumental, seja por políticas explícitas de governo, seja pela iniciativa privada, com o argumento de se ampliar a produção e comércio com base em aumento de crédito e dívida privada (Servet e Saiag, 2014, p. 39).

1.3. Financeirização periférica: o caso do Brasil

1.3.1. Financeirização subordinada

Conforme apontado nas seções anteriores, o termo financeirização foi cunhado por volta dos anos 1990, dentro da narrativa trazida por Arrighi (1994) e Sweezy (1994) que o identificavam como uma tendência de transformação do regime capitalista. Os primeiros grandes estudos sobre o tema centraram-se no desenvolvimento da economia norte-americana. De fato, os Estados Unidos foram historicamente o modelo clássico do capitalismo financeirizado, juntamente com o Reino Unido. Essa condição não foi fruto da sorte, mas resultado da posição que os EUA assumiram de liderança e pioneirismo mundial.

Powell (2013) inclui conceitos oriundos da noção de imperialismo, da escola marxista, para definir seu conceito de “financeirização subordinada”. Essa condição de subordinação é formada pela relação entre Estados. Os países periféricos são levados a mudanças semelhantes às experiências dos países centrais, mas ao mesmo tempo essa condição é mediada pela sua situação de dependência estrutural.

“My hypothesis is that peripheral economies will experience the tendencies of financialisation, but in a distinctive form which has been shaped by imperial relations in the current world market conjuncture. The impact of such needs to be apprehended in relation both to posited changes at the macroeconomic level, as well as to the sectoral transformations characteristic of financialisation. Taken together, I have called the distinctive form of financialisation in the periphery *subordinate financialisation*.” (Powell, 2013, p. 144)

A exportação do estilo de vida norte-americana foi muito ampla e avassaladora, correspondendo a uma transformação do processo acumulativo em todas as economias

integradas ao sistema econômico hoje globalizado. Seja por meio de institucionalidades e forças verticais, como o Banco Mundial, FMI e Bretton Woods, seja por uma subordinação cultural ao modo de atuação norte-americano.

Sarah Babb (2005) aponta que as Economias Capitalistas Emergentes (ECEs) passaram a importar excessivamente “*money doctors*”, que são os economistas formados em escolas americanas, como Chicago, MIT, Harvard, de forma a construir seus quadros técnicos nos governos. A formação de ponta em instituições internacionais respeitáveis poderia garantir que os governos fossem capazes de levar reformas econômicas sofisticadas, apolíticas e técnicas a seus países. Caso os países sinalizassem aptidão para realizar as “boas práticas de governança”, teriam o aval e convívio amistoso com os mercados internacionais.

Estes deveriam abandonar a política (*politics*) na formulação da política econômica (*economic policies*). Essa era uma área que deveria ser levada pelo enquadramento técnico, cuja lubrificação do sistema seria de responsabilidade do mercado financeiro. Se havia desemprego, inflação, desigualdade ou baixo crescimento, a responsabilidade se dava por não seguir as regras econômicas claras, que ditavam o bom comportamento dos formuladores de política.

Os Estados Unidos não liberalizaram sua economia isoladamente, nem poderiam, pois passaram a depender da maior integração internacional dos mercados financeiros para manter seu padrão de acumulação. E isso levou a um processo de *hiperglobalização* (UNCTAD, 2017). O aumento dos fluxos de capital ao redor de todo o globo corrobora isso - uma tendência sistemática de os países emergentes adotarem medidas que privilegiassem a acumulação na esfera financeira da economia e, por assim dizer, possibilitar a ascensão e generalização da financeirização.

Ainda que seja um fenômeno global, há de se ter precaução em relação à generalização da financeirização nos países em desenvolvimento pois esta conformou-se às peculiaridades inerentes aos países da periferia. Caracterizada por um alto grau de extroversão e heterogeneidades macroeconômicas consideráveis, a financeirização em países periféricos é assimétrica e não hegemônica, com um perfil *context-specific* (Fine, 2013; Becker *et al.*, 2010; Karwowski e Stockhammer, 2017; Rodrigues, Santos e Teles, 2016). Ashman, Fine e Newman entendem que algumas características permeiam reformas assimétricas implementadas nos países periféricos.

“These developments need to be located in broader global trends as well as those specific to [peripheral countries] and its liberation struggle. The role of global and domestic capital can

only be understood if situated in the evolving impact of financialization on the world economy. Globally, the financialization associated with neoliberalism has witnessed the elevation of financial elites, most notably in, but not confined to, the US and the UK. This rise prevails across almost every economic, political, social and ideological indicator. In developing countries, there is the added twist of both creating financial elites and strengthening their roles. This has had a major impact on politics and governance and, correspondingly, policy. It is, after all, what stabilization and structural adjustment have been about over the period of neoliberalism – not just policies but the personnel (with corresponding rewards and interests), institutions and governance to deliver them.” (Ashman, Fine e Newman, 2011, p. 189).

A ascensão dos tecnocratas se deu em meio a um desequilíbrio macroeconômico dos países periféricos, como o aumento da dívida na América Latina, a convivência com altos índices de inflação e os ataques especulativos às moedas nacionais. A ascensão do debate em torno ao déficit fiscal e galopante inflação nos países em desenvolvimento a partir das décadas 1970-80, legitimou o uso de políticas trazidas pelas boas práticas dos países centrais, tendo em vista que os economistas neoliberais do terceiro mundo eram grandes defensores da retração fiscal e monetária e do *laissez-faire* econômico, extremamente relacionados com a financeirização (Akyüz e Boratav, 2005; Babb, 2005; Becker *et al.*, 2010; O’Connell, 2005).

Desde a década de 1970, os conselhos políticos sobre liberalização e desenvolvimento do setor financeiro passaram a ditar os debates sobre política econômica. Essas políticas foram inicialmente propostas dentro de um contexto de transição mundial, dominada pelas estratégias de desenvolvimento mais *market-friendly*, defendidas pelo Banco Mundial e FMI desde a era do Consenso de Washington²⁷ (Bonizzi, 2014, p. 85).

1.3.2. A experiência dos países periféricos

Existe uma primeira diferenciação entre o processo de financeirização nas economias avançadas e nas periféricas. Enquanto os países centrais têm na financeirização a inflação dos ativos financeiros, por um crescimento do segundo circuito financeiro, os países em desenvolvimento têm nas elevadas taxas de juros dos bancos centrais um mecanismo poderoso de ganhos financeiros. Ainda que os choques de juros tenham sido relevantes nos EUA, o padrão de juros elevados é endêmico nas economias menos desenvolvidas, uma vez que sofrem cronicamente de inflação e necessidade de encorajar o fluxo interno de capital

²⁷ “Trata-se de um decálogo de medidas liberalizantes e de ajustes sugerido para reformas nos países em desenvolvimento, concebido no âmbito de organizações sediadas ou vinculadas a Washington, como o FMI (Fundo Monetário Internacional) e o Banco Mundial” (Lacerda *et al.*, 2012, p. 261), formulado em novembro de 1989.

financeiro (ou desencorajar a fuga de capital), já que não contam com a credibilidade dos mercados financeiros altamente desenvolvidos (Becker *et al.*, 2010, p. 228).

Demir (2007) relata como a entrada de capital nos países em desenvolvimento se deu de forma inesperada pelos formuladores de política. O nível dos juros teve papel fundamental neste contexto, tendo em vista que, após a liberação da conta capital e da conta financeira, era por meio da venda de títulos públicos e, portanto, endividamento estatal, que os países atraíam capital estrangeiro para sua economia. No caso do investimento estrangeiro direto (IED), que é um tipo de fluxo de natureza *benéfica*, por estar diretamente ligada à produção, sua movimentação, à exceção da China, ficou restrita aos países desenvolvidos (cerca de 94%, UNCTAD, 2005). Em contraste, estes países se tornaram alvo de investimentos especulativos, que visavam retornos rápidos e possuíam uma natureza extremamente volátil, o que passou a amarrar as políticas monetárias dos países com sistema financeiro menos robusto.

Podemos elencar algumas experiências interessantes sobre a financeirização nos países periféricos. O México, por exemplo, vivenciou a integração vertical forçada de sua economia à americana para viabilizar o Nafta e com o intuito de aderir ferrenhamente ao Consenso de Washington. O resultado, foi uma experiência de recorrentes crises financeiras seguidas de intervenções estatais a favor do setor financeiro, garantidas por altas taxas de juros (Babb, 2005). Outro país latino-americano a ser considerado é o Chile. A reforma do sistema previdenciário chileno, por exemplo, foi baseada nas contas individuais de capitalização e gerenciamento privado. A privatização de todo o seu sistema de aposentadoria via criação de fundos de pensões em 1981 e o fechamento do regime público de repartição, foi considerada uma experiência neoliberal excepcional dentro de um regime político extremamente autoritário e se tornou o referencial para as reformas por vir em outros países na década de 1990 (Hujó e Rulli, 2014).

Enquanto nos países latinos e Turquia, em que a financeirização foi geralmente induzida pelos altos juros, fazendo com que o perfil do processo fosse claramente usurário, os países do leste asiático demonstraram a tendência de uma típica inflação dos ativos financeiros e crescimento do capital fictício. Os países asiáticos também passaram por importantes reformas financeiras guiadas por um vasto programa levado a cabo pelo FMI como resposta às crises dos anos 1990, como é o caso da Coreia do Sul (Crotty e Lee, 2005). A expansão da financeirização no leste asiático se deu através da expansão dos mercados de ações, alimentados pela integração regional, ampliação das capacidades bancárias e surgimento dos investidores institucionais, como fundos mútuos e soberanos. Na Malásia, as políticas introduzidas após as

crise de 1998 tomaram um escopo mais seletivo, de forma que o Estado ainda tivesse controle sobre a abertura capitalista (Bonizzi, 2014; Karwowski, 2018).

Em contrapartida, temos o exemplo argentino de uma economia pouco financeirizada. O país foi um dos primeiros fora do eixo central a passar por um processo de modernização financeira. Também adotou um regime previdenciário baseado em pensões privadas, além da abertura comercial e financeira e uma extensa política de privatização (O'Connell, 2005). No entanto, a partir dos anos 1990 e início dos anos 2000, com a adoção de um regime bi-monetário e com forte ataque especulativo à moeda argentina, o dólar passou a ser preferido em meio aos ativos financeiros. Dessa forma, o crescimento do setor financeiro argentino foi inibido pelo crescimento da importância e segurança da moeda norte-americana dentro da economia latina, como atesta a figura 1.6.

A figura 1.6 ilustra a evolução do estoque de ativos financeiros e do fluxo destes ativos sobre o PIB das economias selecionadas. Percebemos que Chile, África do Sul e Coréia do Sul possuem uma tendência mais acelerada do crescimento do estoque, que chegam a romper o patamar de 150%, com uma leve mudança de tendência após a crise financeira mundial. Por outro lado, México, Índia e Turquia apresentam um patamar inferior de estoque financeiro frente aos respectivos PIBs nacionais. Entretanto também demonstram uma tendência de expansão quase ininterrupta entre 1990 e 2015. O contraexemplo argentino ilustra como após a crise cambial de 2002, o peso dos ativos financeiros na economia passaram a decair constantemente (Mader, 2011, 2015; Schwittay, 2014).

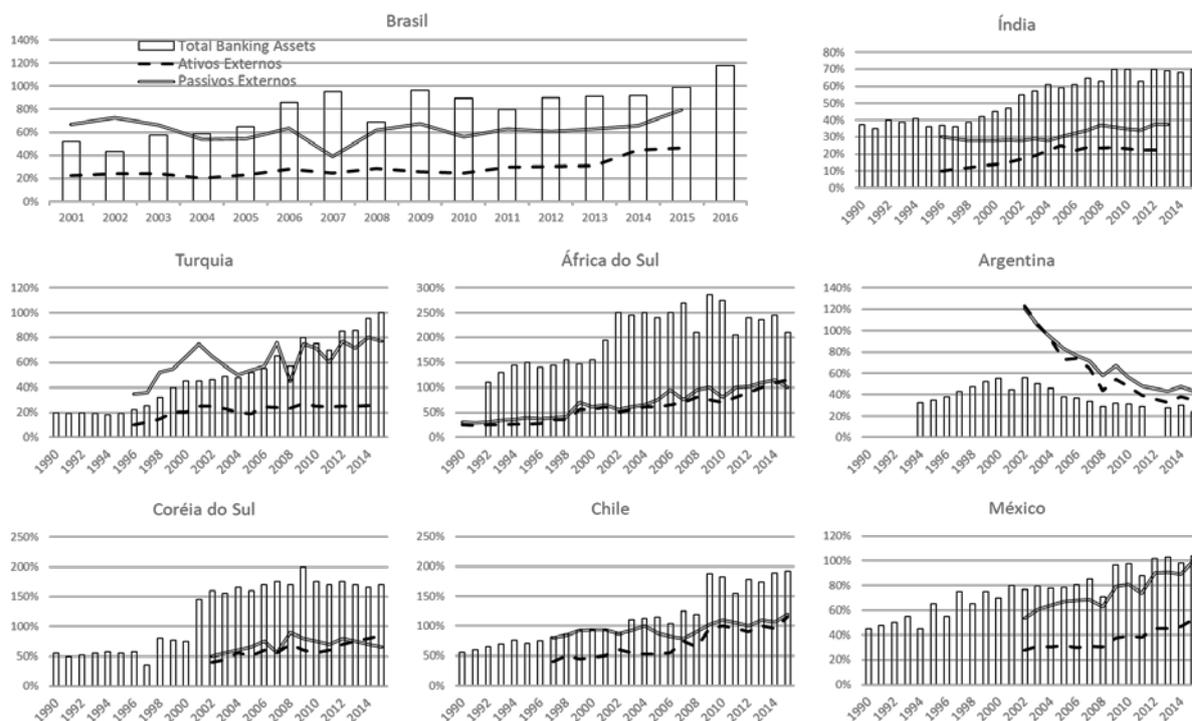


Figura 1.3: Grau de Financeirização nos países selecionados e Brasil: Valor dos Ativos Financeiros em US\$ Milhões, Ativos e Passivos Externos/PIB em %.
 Fonte: Cálculo próprio baseado nos dados do IFS, do FMI, para total dos ativos financeiros, BoPS do FMI para ativos financeiros externos e internos e World Economic Outlook para os dados do PIB. Nota: o valor do total dos ativos financeiros não deve ser comparado entre países, devido a diferentes metodologias utilizadas para a contabilidade. Estes dados servem somente para a observação da evolução dos ativos dentro de cada país. A amplitude temporal é diferente entre os países.

A tendência do crescimento do peso das finanças nas economias domésticas foi acompanhada por uma série de crises em mercados financeiros nacionais, como as crises mexicana (1994), argentina (2001), russa (1998), dos “tigres asiáticos” (1994), a derrocada do *bath* na Tailândia (1997), países que possuíam um alto grau de contágio entre as moedas e os mercados financeiros periféricos. A interdependência do funcionamento financeiro nesse grupo de países se dá pela noção da confiabilidade das moedas, pelo acúmulo de capital altamente volátil dada a necessidade dos bancos centrais em atrair capital especulativo, pela abertura das contas financeira e de capital para manter o balanço de pagamentos e evitar ataques especulativos às suas moedas (Akyüz e Boratav, 2005; Babb, 2005; Corrêa e Filho, 2014; Crotty e Lee, 2005; Karacimen, 2014; O’Connell, 2005; Paulani, 2010; Stockhammer, 2008).

Algo amplamente observado nestes países é que as FNF aumentaram sua alavancagem financeira, enquanto se deterioravam os investimentos em áreas produtivas (Demir, 2007, 2009a; b; Karwowski, 2018). As políticas liberais financeiras não contribuíram significativamente para reduzir as imperfeições nos mercados de capitais, como era a premissa inicial, mas aumentaram a disponibilidade de investimentos não produtivos e o diferencial dos retornos entre ativos financeiros e não-financeiros gerou um efeito negativo no investimento

produtivo e positivo nas finanças, com um efeito negativo sobre salário e emprego (Bonizzi, 2014, p. 89).

1.3.3. *A financeirização no caso brasileiro*

O Brasil teve sua gestação do processo de financeirização por meados da década de 1970, com a criação de instrumentos que lidassem com a inflação brasileira. A instituição das obrigações reajustáveis do tesouro nacional (ORTN)²⁸ sujeitou a economia brasileira a um processo de financeirização “baseado nos ganhos inflacionários derivados dos mecanismos institucionais de correção monetária e indexação generalizada de preços e salários” (Bruno *et al.*, 2011, p. 739).

Braga (1985) alertava que a economia brasileira foi “capturada” pelo movimento do capital financeiro em busca de oportunidades de valorização desvinculadas do compromisso com inversões no setor produtivo.

“A valorização e a concorrência operam sob a dominância da lógica financeira, o que significa dizer - entre outras coisas - que os capitais centralizados comandam simultaneamente ativos de diversa natureza -dos aparatos produtivos aos ativos financeiros. Não se trata mais apenas de que os capitais se utilizem da intermediação financeira para um processo de produção que é o meio de valorização. Agora, a circulação financeira é um campo relativamente autônomo de valorização. Os capitais buscam valorizar-se simultaneamente através do processo renda (vinculado diretamente à produção) e do processo de capitalização. A autonomia e a simultaneidade mencionadas e que permitem afirmar a dominância financeira nesta estrutura.” (Braga, 1985, p. 374)

Pelo enfraquecimento dos estímulos produtivos, cujos recursos se voltavam aos ganhos financeiros, tal como observado em outros países, houve um enfraquecimento das condições trabalhistas²⁹. Por sua vez, isso repercutiu na disputa de poder entre capital e trabalho, favorecendo o capital, resultando em uma perda quase constante do salário mínimo real entre 1960 e 1994, conforme ilustrado pela figura 1.8.

²⁸ Desta época também podemos listar o fim da Lei da Usura, que impunha fim à limitação da taxa de juros brasileira e da abertura das contas de capital e financeira (Lacerda *et al.*, 2012).

²⁹ Garantido pelo Estado altamente autoritário até 1985.

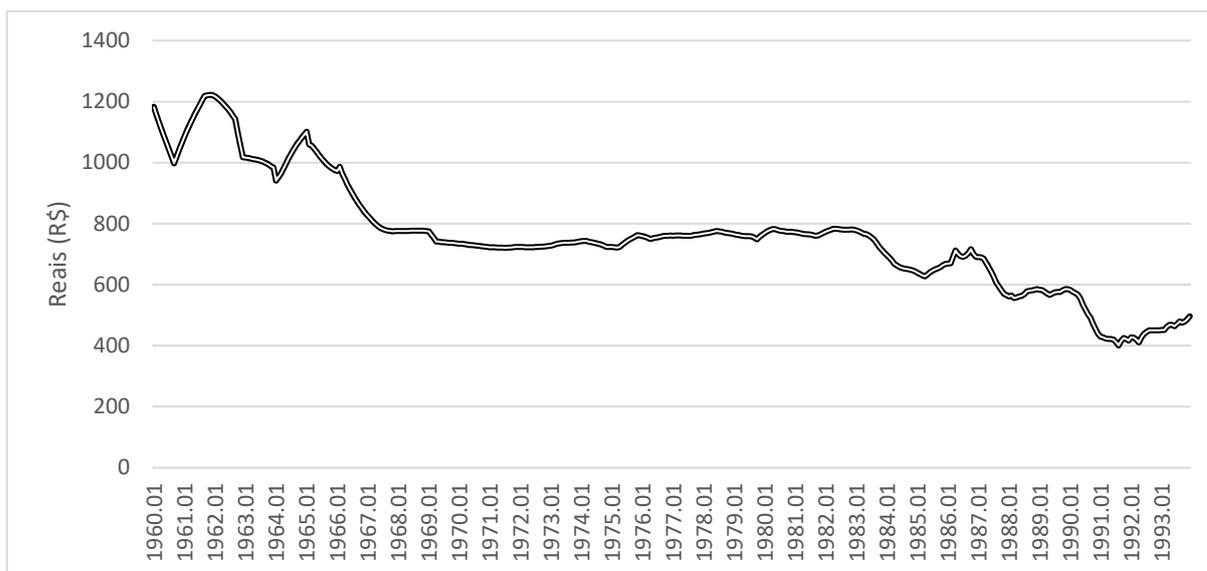


Figura 1.4: Salário mínimo real no Brasil- R\$.
 Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) - GAC12_SALMINRE12 – Média Móvel 12 meses.

Apesar da ampla desaceleração econômica brasileira durante a década de 1980, a acumulação financeira passava por férteis caminhos para seu desenvolvimento. Os mecanismos de correção monetária, como as ORTNs, começaram a se difundir com um sofisticado modelo de semi-moedas e instrumentos que compensassem as perdas inflacionárias, possibilitando uma expansão financeira a partir do processo de inflação inercial e da dívida pública. O principal eixo de acumulação financeira se deu, no Brasil, a partir do fim dos anos 1970 e início dos 80 com os processos de rolagem da dívida pública pela chamada “moeda indexada ou financeira” e pelo *overnight* (Bonizzi, 2014; Lavinias, Araújo e Bruno, 2017, p. 10).

A expansão dos ganhos financeiros, no Brasil, neste primeiro momento ficou, portanto, diretamente conectada com a performance da inflação e com a capacidade de rolagem da dívida dos governos brasileiros. Entretanto, este processo, durante toda a década de 1970 e 80 ficou restrito a uma elite rentista que possuía acesso a esse tipo de mecanismo. Combinando os altos ganhos financeiros restritos com a tendência de supressão da sociedade de salários propiciada pela repressão militar e cerceamento das atividades políticas e sindicais, houve uma extrema concentração de renda neste período. A participação na renda nacional, medida pelos rendimentos do trabalho, dos 50% mais pobres da população caiu de 17,6% em 1970 para 13,4% em 1980, enquanto os 10% mais ricos aumentaram de 39,7% para 45,2% no mesmo ano³⁰. A queda da renda do trabalho não foi compensada com o aumento dos serviços financeiros que garantissem uma manutenção do bem-estar social mercantilizado, como se deu

³⁰ O maior aumento foi no extrato de 1% mais ricos, que são os que possuem acesso ao mercado financeiro. Sua participação na renda nacional saltou de 13,8% para 18,2% em vinte anos.

nos Estados Unidos. Na verdade, houve uma piora generalizada das condições sociais (Lacerda *et al.*, 2012, p. 180).

A relação entre a inflação e a expansão dos ganhos financeiros pode ser vista através do gráfico 1.9, extraído de Lavinias, Araújo e Bruno (2017). O gráfico apresenta a evolução das séries do valor adicionado pelo setor financeiro, como percentagem do PIB e a taxa de inflação, medida pelo deflator implícito do PIB entre 1947 e 2015. O gráfico permite a detecção de três padrões de relacionamentos. Entre 1947 e 1969, havia concomitantemente baixas taxas de inflação e pouco desenvolvimento do sistema financeiro, que inibiu as práticas de correção monetária e acumulação bancária e financeira. No período 1969-94, surgem e se consolidam as condições institucionais e organizacionais para que a acumulação bancária e financeira se desse por meio dos ganhos inflacionários. No entanto, nas décadas de 1990 e 2000, a expansão financeira não se expressou mais no aumento da participação do setor bancário no PIB, à medida que a acumulação rentista extravasa o setor financeiro e se generaliza para empresas não-financeiras e famílias de alta renda.

Os mecanismos indexadores da economia possuíram um grande papel na explosão inflacionária. O aumento da inflação encontrou na estrutura oligopolizada e especulativa do sistema financeiro brasileiro um importante mecanismo de sustentação e aprofundamento, que foi articulando os interesses do capital produtivo e fictício, em detrimento do primeiro (Araújo, Bruno e Pimentel, 2012; Bruno *et al.*, 2011).

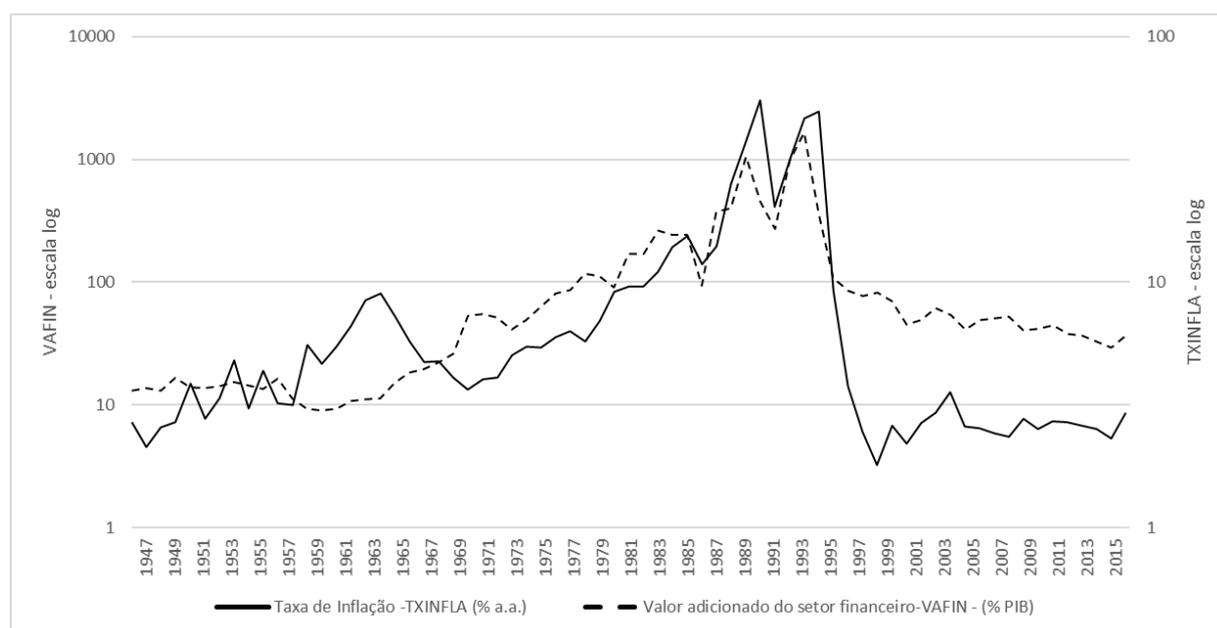


Figura 1.5: Inflação e expansão financeira no longo (1947-2015).
Fonte: Lavinias, Araújo e Bruno (2017, p. 12).

O resultado foi uma carga financeira crescente sobre a renda líquida disponível dos agentes econômicos com pouco acesso ao mercado financeiro, especialmente os assalariados e pequenas e médias empresas. Enquanto isso, as grandes empresas e a elite rentista se transformavam em “sócios da inflação” e acumulavam lucros excessivos acima de suas expectativas de investimento produtivo (Lacerda *et al.*, 2012, p. 217). O capital excedente era destinado à especulação financeira e, portanto, ao capital fictício, gerando um efeito negativo na produção real da economia brasileira. Este é o nó górdio do sistema financeiro brasileiro: a incapacidade de atuar como capital bancário e financiar o capital industrial que consolidasse as formas capitalistas mais desenvolvidas no Brasil. Em outras palavras, o aumento da lucratividade e a expansão do setor financeiro era incapaz de financiar o setor produtivo, que demonstrava cada vez mais sinais de exaustão.

Em conformação com as “boas práticas políticas”, as transformações estruturais da década de 1990 mudaram de modo rápido a “arquitetura institucional” que mantinha este processo de financeirização econômica ligada aos altos índices de inflação (Bruno *et al.*, 2011; Bruno e Caffé, 2015). O Brasil começara a adotar as medidas do Consenso de Washington, perpassando por uma ampla reforma comercial e privatização dos serviços sucateados pelo Estado.

Em 1994 este novo modelo de acumulação brasileiro foi posto em prática. O combate à inflação era o novo modelo legitimado pelo poder financeiro para as políticas monetárias na entrada do novo milênio (Becker *et al.*, 2010). A batalha inflacionária foi tida como uma questão puramente técnica, em que os formuladores de política se eximiram das suas responsabilidades, dentro de uma roupagem técnica, que obscurecia os interesses políticos por trás de tais medidas.

Dessa forma a estabilização de preços do Plano Real fez com que o padrão de financeirização dos ganhos inflacionários fosse substituído pela elevada renda de juros, dando um caráter altamente usurário à acumulação brasileira. Em virtude aos ataques especulativos às moedas nacionais dos países em desenvolvimento, especialmente nos países que promoviam o câmbio fixo, a taxa de juros real interna se configurou entre as mais altas do mundo por um longo período de tempo. Este período “é caracterizado pela consolidação de uma arquitetura institucional largamente favorável para os detentores do capital financeiro nacional e para os mercados financeiros internacionais” (Araújo, Bruno e Pimentel, 2012, p. 6).

O novo eixo de acumulação financeira passa a se concentrar nos derivativos e títulos ligados à dívida pública, não mais indexados à inflação, mas ostentando altos juros em relação ao padrão internacional. Dessa forma, os ganhos financeiros seriam facilmente deslocados pela renda de juros, inclusive transacionados em escala internacional (Bruno *et al.*, 2011, p. 740). Por essa razão, a queda acentuada do valor adicionado do setor financeiro observada na figura 1.8 a partir de 1995, não é um indicativo do fim do processo de financeirização, muito pelo contrário. Neste momento, o comportamento rentista e a acumulação patrimonial extravasaram o âmbito do setor bancário-financeiro, amplamente amparados nas elevadas taxas de juros (Lavinias, Araújo e Bruno, 2017, p. 12).

Bruno e Caffé (2015) vão nesta direção e demonstram como a renda dos juros não somente beneficiou o setor financeiro, como passou a ter uma importância relativamente grande no fechamento dos balanços das FNF, de forma, inclusive, contraditória. A média dos juros pagos e recebidos pelo setor financeiro em proporção ao PIB brasileiro entre 1993 e 2003 são da ordem de 28,98% e 21,47%. A diferença entre os fluxos é a quantia apropriada pelo setor financeiro, enquanto os 21,47% correspondem ao montante apropriado pelas firmas não-financeiras e pelas famílias detentoras de capital (Bruno *et al.*, 2011). Não obstante, os autores demonstram como a taxa de financeirização, que é a relação entre ativos financeiros e ativos produtivos³¹, dá um salto quantitativo de menos de 5% para mais de 15% entre 1994 e o ano 2000, aprofundando-se nos anos seguintes.

Notavelmente, as decisões de investimento das firmas eram embasadas na baixa lucratividade do setor real da economia apresentada na época. Houve uma combinação de altos juros, encarecendo o capital fixo, a taxa de câmbio extremamente valorizada, favorecendo as importações e o mercado de trabalho enfraquecido, prejudicando o mercado de consumo. Desta forma, o Brasil enfrentava uma queda da lucratividade produtiva e crise de realização interna, ameaçando a continuidade do processo de acumulação capitalista.

Paulani (2017) avança sobre a preeminência da finança, na sua forma predominante de funcionamento, e enfatiza o caráter *gramsciano* desta hegemonia. Independente do matiz ideológico do partido à frente do executivo federal, as estruturas institucionais permissivas

³¹ “Um indicador usual de financeirização no plano macroeconômico é construído pela razão entre o total de ativos financeiros não monetários (AF), dado pela diferença entre os agregados monetários M4 e M1 (deflacionados pelo IGP-DI) e o estoque total de capital fixo produtivo líquido de depreciação, isto é, máquinas e equipamentos mais construções não residenciais (Kprod).” (Bruno *et al.*, 2011, p. 737)

garantem a efetivação e constante reprodução deste modelo no plano de formatação política econômica, com permanente aval do Estado (p. 30).

É evidente que tais tendências operando de forma mais que contínua (já que exige um certo ativismo estatal para remediar suas contradições inerentes) fizeram com que a economia deixasse de ter o dinamismo que potencialmente teria, mingando a liberdade estatal para a elaboração de uma política econômica que efetivamente estimule investimento, produção e emprego. São estas mudanças proporcionadas a partir dos anos 1990 e início dos anos 2000 que acomodaram as condições necessárias para que os interesses da elite financeira e da acumulação usurária fossem estendidos para todas as esferas estatais, inclusive os serviços públicos e a seguridade social.

“Com o desenvolvimento da acumulação bancária e fortalecimento das elites rentistas em um novo patamar possibilitado pela consolidação e interconexão em tempo real dos mercados financeiros globais, o setor financeiro na sua grande complexidade tem buscado sistematicamente conquistar novos espaços de revalorização. Dentre eles, encontram-se os serviços tradicionalmente providos pelos Estados nacionais como saúde, educação e os sistemas de previdência social. Esses serviços são considerados nichos de mercado com potencial de expansão apenas se sua oferta pública e universal for suprimida ou reduzida a um mínimo que desestime sua demanda, junto ao Estado, por parte da sociedade.” (Lavinias, Araújo e Bruno, 2017, p. 17)

A partir de 2003, com a ascensão do Partido dos Trabalhadores ao executivo nacional, o modelo do “social-desenvolvimentismo”, combinou a recuperação econômica com a massiva criação de empregos de baixa remuneração, ganhos reais nas rendas médias e redução da pobreza extrema e baixo impacto na desigualdade. As políticas econômicas do PT reforçaram a distribuição dos gastos sociais do governo, especialmente pelo programa Bolsa Família, pela preferência explícita das transferências monetárias em lugar de provisão desmercantilizada dos serviços sociais (Lavinias, 2017a) A transferência monetária, em detrimento da provisão *in kind*, permitiu aos formuladores de políticas escaparem momentaneamente das difíceis decisões de alocação de recursos escassos entre as distintas prioridades sociais. Este modelo tratou de levar solução ao enfraquecimento da demanda criado dentro do contexto de alta concentração de renda e pouco dinamismo produtivo, arrastado por décadas, que ameaçava a continuidade do sistema capitalista brasileiro.

Em meio a esse contexto, o programa Bolsa Família se desenvolve como um dos fatores de coesão contrarrestantes que consolida o modelo socioeconômico brasileiro e

promove a transição para uma sociedade de consumo de massa e inclusão financeira (Lavinias, 2015) pois, a partir da crise de 2008, os líderes mundiais (notadamente o G20) abraçaram a inclusão financeira como o núcleo da estratégia de crescimento na periferia (Soederberg, 2013).

Lavinias (2017a) considera este fenômeno a “armadilha da financeirização”. Houve uma redução sem precedentes da extrema pobreza, fazendo crer que se encaminhava para sua erradicação. A finança parecia se democratizar, destravando o crédito para consumo de todos os perfis sociais, ainda que com o custo do dinheiro muito elevado. A forte expansão do consumo doméstico parecia também destravar e fornecer um alento à produção.

Entretanto, as políticas sociais pareceram não consolidar o sistema de seguridade social, mas ao contrário, debilitá-lo através do concomitante sucateamento da provisão pública e do subfinanciamento nos setores de saúde e educação, principalmente (Andrade, 2018). A década e meia de governo do Partido dos Trabalhadores foi ambígua, dado que enormes conquistas sociais foram auxiliares de grandes concessões ao mercado financeiro, por meio da delegação de serviços tradicionalmente prestados pelo Estado (Lavinias e Gentil, 2018). A financeirização ganhou, portanto, escala e escopo ao se introduzir na esfera de reprodução social.

Percebe-se, então, um grande movimento de monetização das camadas mais vulneráveis da população, cobertos por um direito à uma renda mínima de subsistência. Essas transferências monetárias habilitaram a população mais vulnerável a ser incorporada de forma mais permanente ao mercado (Lavinias, 2017a). Isso permitiu que se desenvolvesse um novo colateral para acesso aos produtos financeiros e ao crédito através das políticas de garantia de renda (Lavinias, 2017b).

A inclusão e massificação financeira no Brasil, portanto, não se deram em meio a um contexto de compensação às famílias devido à estagnação dos salários ou recuo dos direitos trabalhistas.

“Ao contrário, [...] o comprometimento crescente da renda familiar disponível com pagamento de dívidas junto ao setor financeiro ocorre em meio à elevação dos salários e da renda média. Portanto, o padrão de forte endividamento das famílias que se generaliza não reflete unicamente uma tendência, de compensação financeira frente a salários em queda, como alternativa para preservação de um padrão de consumo que se deteriora, senão uma mudança substantiva na relação entre as famílias e os mais variados circuitos financeiros.” (Lavinias, Araújo e Bruno, 2017, p. 7)

Como resultado, observado na figura 1.10, vemos que o endividamento das famílias encontra um ponto de inflexão em 2003, como efeito colateral ao aumento da sua participação nos circuitos financeiros, multiplicando por duas vezes e meia em dez anos.

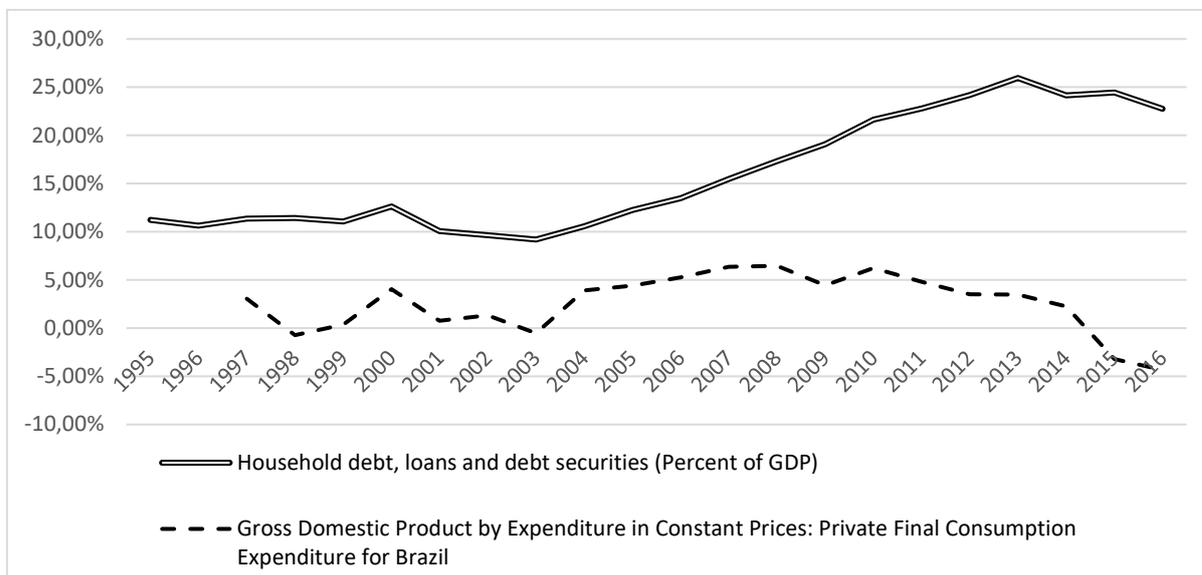


Figura 1.6: Household debt, loans and debt securities (Percent of GDP) and Gross Domestic Product by Expenditure in Constant Prices: Private Final Consumption Expenditure for Brazil. Fonte: FMI e FRED (Federal Reserve Economic Data)

O endividamento interno financiou um curto período de crescimento, até o momento em que atingiu sua capacidade máxima de expansão. A partir de 2014, com a desaceleração da economia, tem início uma forte queda do consumo privado, deteriorando as expectativas de realização dos investimentos produtivos das firmas não-financeiras, já magros. É perceptível que, no Brasil, a crise de acumulação capitalista não está associada ao aumento intensivo da composição orgânica do capital para além da capacidade de se realizar lucro, observadas pelas baixas taxas históricas de formação de capital fixo. Em verdade, a crise tem origem na deterioração das expectativas de lucro e pela drenagem intensa dos recursos dos trabalhadores e das firmas não-financeiras para o mercado financeiro.

A financeirização das famílias e a colateralização das políticas sociais já são um aspecto amplamente reportado para o caso brasileiro (Lavinias, 2017a; b; Lavinias, Araújo e Bruno, 2017; Lavinias e Gentil, 2018). Nosso propósito, portanto, a partir da próxima sessão, é investigar de qual forma a financeirização impactou na formação das decisões das firmas não-financeiras brasileiras e como esse aspecto da financeirização dialoga diretamente com a financeirização das famílias brasileiras.

CAPÍTULO II: As firmas e a acumulação subordinada

No capítulo anterior pudemos constatar como a ascensão da financeirização como um novo estágio do capitalismo afetou quase todas as esferas de organização civil e estatal. O dia-a-dia das famílias, a forma como obtêm os serviços necessários à sua reprodução, as relações interpessoais, tudo agora é orientado com vistas a uma gestão otimizada de ativos financeiros, onde a esfera pública perde espaço em prol do setor financeiro.

Da mesma forma, empresas não-financeiras, quaisquer que sejam elas - das malharias, frigoríficos, transporte, à construção -, alteraram sua lógica interna, tanto de princípios básicos, como incentivos, chegando aos modelos de investimento e gestão. A principal mudança não está na presença do mercado financeiro, pois como bem indicam Arrighi (1994) e Sweezy (1983, 1994), a presença das finanças já estava bem arraigada no cotidiano empresarial. A novidade é que agora a finança não está mais subordinada à lógica da esfera produtiva, mas ganha autonomia

Nas últimas quatro décadas, o princípio que regula a maximização do valor financeiro tomou conta do debate empresarial sobre a organização das firmas. Lazonick e O'Sullivan (2000) enfatizam que, inclusive, documentos oficiais de órgãos internacionais, como a OCDE, priorizam uma nova orientação corporativa que valoriza a criação do valor do acionista, como forma de aumento de performance competitiva.

Dentro da teoria marxista, definimos como a redistribuição dos direitos de propriedades e funções dentro das empresas afetou a lógica corporativa durante o processo de financeirização das mesmas. Este capítulo aborda como se deu a mudança das estruturas das classes sociais e as duas principais vias pelas quais a financeirização começa a impactar o investimento produtivo das empresas. Por fim, levantamos alguns trabalhos empíricos que demonstram o efeito perverso do controle das finanças sobre a economia real.

2.1. Firma, propriedade e investimento

A abordagem da financeirização que estuda a ascensão da lógica que prioriza a valorização do acionista como princípio orientador do comportamento corporativo se constrói sobre o aumento da participação da esfera financeira nas firmas não-financeiras, no âmbito de um novo regime de acumulação (Zwan, 2014, p. 107). Essa reestruturação dos mercados corporativos se dá por meio de uma mudança nas relações de propriedade e, portanto, de um câmbio nas correlações de forças e interesses.

2.1.1. A transformação da figura dos empresários capitalistas

Historicamente, o funcionamento das empresas não-financeiras passou por uma profunda ruptura na estratégia de gestão corporativa, que ocorre na substituição de funções tradicionalmente definidas pelo aumento da complexidade empresarial a partir do século XIX.

No âmago da mudança da empresa clássica para a empresa moderna, está a mutação das relações de propriedade entre os agentes que participam de sua esfera econômica. Um primeiro grande impacto na forma organizacional das firmas foi a mudança da composição dos grupos na estrutura de funções das empresas. A dualidade capital x trabalho já havia começado a sofrer mutações, ao ponto que, muitas vezes, observando um mesmo indivíduo, tornara-se uma tarefa hercúlea enquadrá-lo em uma classe específica. Portanto, cabe explicitar, dentro da literatura marxista, apesar de abordar comparações em outras esferas teóricas, as relações de classes e as definições que dizem respeito ao que queremos expor nesta sessão.

Dentro do “universo possível de diferentes categorias de rendimento que podem ser teoricamente deduzidas dos princípios básicos da teoria do valor de Marx” (Paulani, 2016, p. 523), destaca-se a divisão entre salário, lucro e renda fundiária.

“O salário, reprodução do valor da força de trabalho, só se efetiva se o trabalho vivo funcionar e isso só acontece no processo de produção. O lucro é trabalho não pago, ou seja, tempo de trabalho despendido na produção que acarreta remuneração para o dono dos meios de produção, portanto, um tipo de rendimento igualmente derivado do processo produtivo em si” (Paulani, 2016, p. 523)

Surge, portanto, a renda fundiária, que é o rendimento derivado de algum tipo de propriedade. Os proprietários aos quais é devido este tipo de renda são, portanto, considerados rentistas. Esta definição não se afasta da definição proposta por Stockhammer (2004), o qual propõe três tipos diferentes de grupos, presentes na estrutura organizacional das empresas, a depender de sua renda: os recebedores de salários, os recebedores de lucros e os recebedores de juros, dividendos e aluguéis. Estes poderiam ser facilmente distinguidos entre grupo trabalhador, capitalista produtivo (ou industrial) e capitalista financeiro.

Tal qual a classificação marxista trazida por Paulani (2016), Stockhammer (2004) divide o grupo com base no tipo de renda recebido, o que pode fazer com que um indivíduo pertença a múltiplos grupos dependendo do conjunto de rendas que ele recebe. Essa concepção mostra-se mais plausível para o mundo financeirizado, tendo em vista que não há mais um limiar claro entre os gerentes, os trabalhadores e os rentistas. Como vimos anteriormente,

grande parte das famílias, dependentes de trabalho, foi obrigada a se inserir no mercado financeiro como forma de compor sua renda. Dessa forma, as figuras que substituíram os capitalistas industriais também se caracterizam por disporem de uma mescla na renda, composta pela participação no lucro, salário e participação na distribuição de dividendos.

Outra divisão de grupos feitas a partir desta nova forma de organização social, sob regência do capitalismo financeirizado, foi proposta por Wolfgang Streeck (2018). Compõe as seguintes categorias: o Estado, o capital (ou dependentes do lucro) e os dependentes do salário. Essa estrutura reúne em um mesmo grupo os gerentes e rentistas tal como sugerido por Stockhammer (2004).

“Os interesses do capital resultam da dependência da própria posição no que diz respeito aos rendimentos do rendimento do capital aplicado: os rendimentos do capital são rendimentos residuais obtidos pelos proprietários ou pelos gestores do capital por meio da procura de maximização das receitas do capital que lhes pertence ou lhes foi confiado, isto é, do qual dispõem. Do lado oposto a esses “dependentes de lucro”, no sentido descrito, estão os “dependentes do salário”, que não dispõem de capital, e sim da força de trabalho, a qual disponibilizam aos proprietários do capital fixo em troca de um preço estabelecido pelo contrato como capital variável” (Streeck, 2018, p. 69–70)

As três definições são bem úteis para discorrer da análise da firma não-financeira durante o processo de financeirização, tendo em vista que existe um espectro de interação entre estas definições. Não obstante, sempre daremos suporte à definição marxista no que diz respeito à evolução das relações de classe, uma vez que haja algum tipo de discordância entre os conceitos aqui expostos.

A principal questão discutida na literatura sobre o impacto da financeirização na organização das firmas a partir das mudanças de propriedade, diz respeito à separação entre propriedade e controle. A série de conflitos entre acionistas e gerentes (Fama, 1980; Lazonick e O’Sullivan, 2000) faz com que, ainda que um e outro dependam da relação de desempenho do capital (e não do trabalho), não sejam exatamente configurados dentro de um mesmo grupo. Da mesma forma, gerentes e trabalhadores, ainda que dependentes de salários, estão determinados por condições distintas no âmbito da empresa, o que os coloca em conflito distributivo dentro da própria empresa (Boyer, 2005). Em adição, as próprias famílias assalariadas mantêm parte de sua renda em formas de fundos financeiros, fazendo com que, marginalmente, elas também sejam “dependentes do lucro”. Ao contrário da ideia keynesiana de *eutanásia do rentista*, Harvey (2006/1982, p. xvi, *apud* Paulani, 2017, p. 526) afirma que o

poder das classes burguesas está cada vez mais articulado em torno do pagamento de rendas, entre elas as formas de *rent-seeking*.

Dessa maneira, posicionamo-nos em um meio termo na definição dos grupos no desenvolvimento desta complexa forma de organização capitalista, a fim de esmiuçar as características próprias da acumulação financeirizada.

As imposições históricas e dinâmicas do capitalismo fizeram com que o capitalista industrial passasse a ser um conceito mais abstrato, não sendo mais predominante como nos períodos iniciais da acumulação capitalista. O capitalista produtivo era reconhecido pela virtude de receber os lucros da produção e, portanto, seu objetivo era, por mera questão de lógica, maximizar os lucros da firma, como forma de maximizar seu bem-estar pessoal e reproduzir sua condição de classe. Sob essa condição, o capitalista (a quem vamos nos referir a partir daqui como o capitalista produtivo ou industrial) deveria converter sua mercadoria ou serviço em dinheiro, por meio da validação social do trabalho.

O industrial dispunha dos meios de produção e dos insumos necessários (incluindo trabalho) para realizar o valor pretendido. O aumento do dinheiro do capitalista por meio da troca de seus produtos ou serviços era sua fonte principal de renda e é o objetivo de sua função, tendo em vista que sua remuneração dependia desta qualidade. A própria definição de capital, aqui tomada como exemplo pelo capital industrial, era tida como o dinheiro que se valoriza ao longo do tempo, adicionando valor pela aquisição de uma mercadoria em especial: a força de trabalho.

Da mesma forma, o capitalista rentista, dono de um certo capital, obtinha sua remuneração através da valorização de seu próprio patrimônio, via o adiantamento desse capital. Os capitalistas financeiros não se envolviam diretamente na produção, mas forneciam um adiantamento aos industriais, de forma a intervir indiretamente no processo de acumulação (Marx, 1986) e não através do controle direto. O agente financeiro ao qual darei destaque é o rentista propriamente dito, que constitui a burguesia cuja propriedade se materializa na posse de direitos creditícios e, mais à frente, a títulos e ações, ou qualquer direito de venda sobre algum ativo financeiro. O sistema de crédito se desenvolveu grandemente no sistema de produção capitalista, por permitir o aumento do ritmo e escala da produção à espera da cristalização e apropriação de parte do mais valor gerado.

Tratando especificamente do capital financeiro, este é dividido em duas partes: o capital portador de juros e o capital fictício. Historicamente, o desenvolvimento do capital

financeiro esteve intimamente ligado à dinâmica da economia produtiva. Seja no entreposto comercial das cidades-estados italianas, acompanhando a rota das mercadorias e a necessidade de conversão entre moedas (Arrighi, 1994, p. 99–100); seja na rota comercial holandesa e no surgimento da primeira bolsa de valores do mundo (p. 142); seja quando da revolução industrial inglesa e sua ascensão em Londres (p. 133, 164) ou nas modernas finanças nova-iorquinas, a expansão das finanças mundiais era ditada pelo ritmo da economia real (Arrighi, 1994, p. 280; Sweezy, 1994).

O capital fictício, como um tipo de capital financeiro, teve pouco ou quase nenhum efeito sobre as taxas de acumulação global até o século XX. Da mesma forma, os capitalistas financeiros serviam apenas de combustível para os industriais em seu processo de acumulação. Apesar de a sua atuação impactar como se dava e quem era beneficiado pelo processo produtivo, não era atribuição do rentista atuar como um industrial, dado que suas faculdades eram apenas o adiantamento do capital produtivo. Por um longo período da acumulação capitalista, a relação entre rentistas e industriais se deu de forma relativamente estável e funcional.

Já na época da criação da primeira bolsa de valores em Amsterdã, em meados do século XVIII, foram criadas máquinas burocráticas e gerenciais dentro das empresas, o que deslocou a posse do capital industrial para um dono que não atuava diretamente na empresa, diferente do capitalista clássico (Arrighi, 1994, p. 161). Mas, segundo Arrighi, a atuação burocrática dentro das empresas financeiras não beneficiou seus acionistas ou controladores, com distribuição de títulos e dividendos, senão gerou um processo de expansão interna.

Mirando os Estados Unidos do final do século XIX, vê-se que as empresas de propriedades das famílias encontraram um limite interno para acompanhar o ritmo de concentração econômica. A onda de fusões e aquisições demarcou o triunfo das empresas de capital aberto como um método de mobilizar poupanças dispersas, como ocorreu na indústria férrea e química. A invenção de participações limitadas para acionistas na empresa teve um papel crucial na transição a um novo regime de acumulação, pois facilitava o acesso das empresas ao mercado financeiro. Boyer (2005) afirma que isto implicou na possibilidade de os indivíduos diversificarem os riscos, investindo e adquirindo participações em uma infinidade de firmas não-financeiras, unindo seu capital com o da firma.

Hilferding (1910) inovou ao analisar a história de concentração do capital financeiro e industrial como a “unificação do capital” sob a hegemonia de entidades financeiras com um alto grau de controle sobre a gerência das firmas por parte dos capitalistas financeiros³².

“The stakes banks have in corporations through the loans they make to them, the capital they raise on the stock market on their behalf, and the shares they own themselves lead them ‘to establish a permanent supervision of the companies’ affairs, which is best done by securing representation on the board of directors’.” (Chesnais, 2016, p. 94)

Os capitalistas financeiros começam a se mostrar mais presentes na esfera de decisão dos industriais, de forma a começar a impactar na sua forma de atuação, para garantir os retornos desejados. Eles o fazem por meio do financiamento à empresa a partir da abertura de capital. Adquirem para si uma parte da propriedade das firmas, se fazendo presente, a partir deste momento, nos conselhos administrativos, gerando uma quebra histórica no perfil distinto entre capitalistas industriais e capitalistas financeiros. De forma geral o rentismo começara a fazer parte constitutiva do processo de acumulação e não significava “um pecado” contra ele, como era abordado quando de seu surgimento.

Essa apropriação histórica das firmas por parte do capital financeiro é a mudança fundamental, interna, na estrutura de organização e propriedade, que fundaria futuramente a teoria da firma gerencial e seu triunfo na forma de governança corporativa. Essa mudança entre propriedade e controle da firma aparece de início na Alemanha³³, por volta de 1880, nos Estados Unidos na virada do século XX e na Inglaterra após a Primeira Guerra Mundial. Essa mudança foi gerada a partir da expansão dos papéis dos bancos e da abertura de capital das firmas alemãs, bem como do surgimento de investidores como JP Morgan e a família Rockefeller e a posterior dilatação da bolsa de valores inglesa e americana.

³² Percebemos que há um problema nas teorias mais modernas em relação às crises por não atribuir nenhuma intencionalidade ou capacidade estratégica do capital, uma vez que o tratam como aparelho e meio de produção, não como classe. Wolfgang Streeck (2018) admite que essa concepção tinha a vantagem de evitar questões difíceis da teoria de classes relacionadas, como é o nosso caso, partindo do estatuto dos gestores em oposição aos proprietários. O que buscamos nesta seção é justamente esmiuçar como se deu essa nova configuração de classe, o que não é uma tarefa simples.

³³ Apesar de a Alemanha apresentar indícios de mudança corporativa já no século XIX, a Alemanha foi um dos países que, durante a virada cultural das firmas na década de 1970, não cedeu às mudanças impostas pela nova formatação econômica. Na verdade, ao contrário dos “bons conselhos”, defendeu sua base industrial pelos anos 1970-1990 e não avançou para a louvada sociedade dos acionistas, do modelo financeirizado. Por isso, a Alemanha, após a crise de 2008, ainda gozava de uma posição privilegiada de exportadora de bens industriais relevantes para o comércio exterior, enquanto todas as demais grandes economias, à exceção da China, entravam em uma crise que, mesmo dez anos depois, ainda afeta o seu ritmo de crescimento (Streeck, 2018, p. 56).

Por um lado, os antigos donos das empresas, outrora capitalistas industriais, foram substituídos por trabalhadores assalariados altamente especializados cuja função era o gerenciamento da firma. Com a ascensão da figura dos sócios majoritários e acionistas, a firma passava ao controle dos gerentes ou CEOs, que eram seus representantes e ostentavam o status de empregados líderes. Incidentalmente, a divisão do trabalho no chão da fábrica passou a se alterar, enquanto os gerentes tornavam-se burocratas encarregados de tomar as decisões administrativas. Por outro lado, os antigos capitalistas financeiros, na qualidade de acionistas, passaram a gozar da liberdade de otimizar sua taxa de retorno, transacionando e participando cada vez mais em firmas e mercados financeiros desenvolvidos, ainda podendo interferir na gestão das empresas (Boyer, 2005; Chesnais, 2016, p. 95–98).

De modo geral, começava a surgir um novo modelo de firma, que rejeitava a visão única da maximização de lucro no menor tempo possível, gerando uma onda de gerentes e administradores que controlavam, mas não detinham o capital industrial, que, por sua vez respondia a incentivos diversos (Fama, 1980; Grant, 1996; Jensen e Meckling, 1976).

“[...] managers (typically salaried employees rather than owner-founders or their heirs) had seen their power grow relative to that of shareholders, as these were far removed from being able to usefully observe and understand the intricate internal workings of companies, while their prospects for exercising detailed control over company operations were further diminished by the wide diffusion of stock ownership. The result was that, so long as a company continued to deliver an ‘acceptable’ level of profit, the technostructure enjoyed the degree of autonomy without which its elaborate planning was impossible. The ‘new’ CEOs, (by contrast to the generation of Henry Ford), were more willing to give expertise its due, and more pragmatic in their dealings with government and labor . . . They were not unconcerned with profit, but maximizing it was not their sole or even primary object – in part because they were salaried personnel whose own income was less closely connected to company fortunes, and in part because other motives had come to the fore, in particular ‘identification’ with the company that gave them their privileged positions, and the satisfaction afforded by the ‘adaptation’ of the company in line with their own, particular ideas about its mission.” (Elhefnawy, 2012 em Chesnais, 2016, p. 103)

Boyer (2005) ilustra a mudança da forma de organização empresarial em dois atos: o primeiro, como o triunfo de um novo modelo, organizado abaixo na figura 2.1 e o segundo ato, a crise deste modelo.

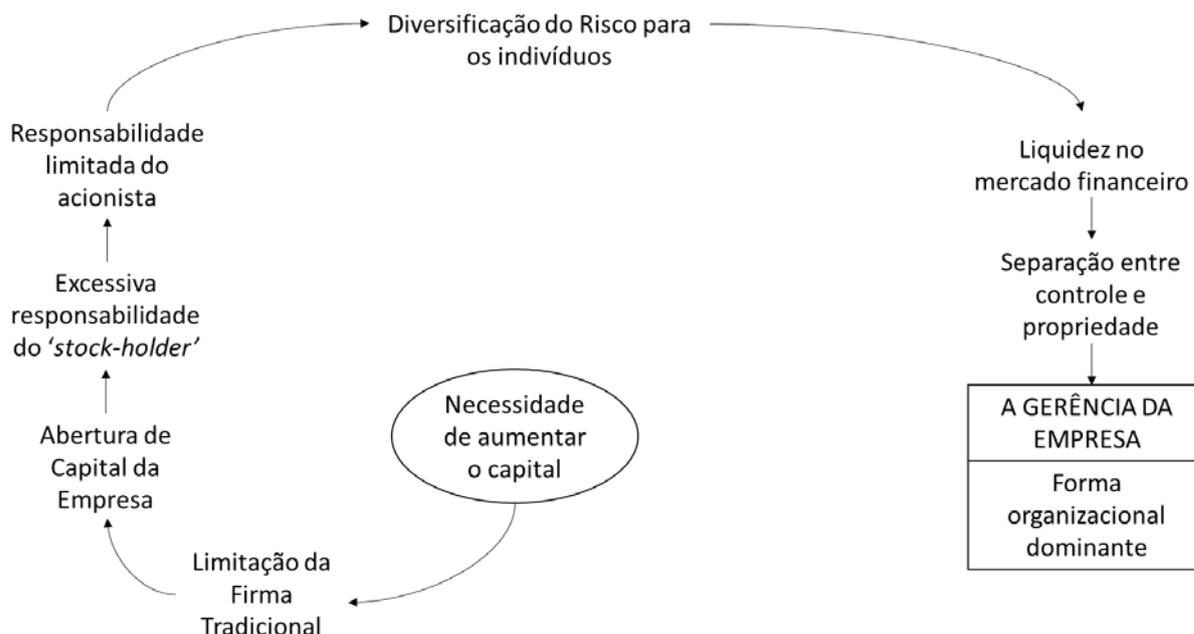


Figura 2.1: Act I & II: The emergence of the managerial corporation.
Fonte: Boyer (2005, p. 10). Tradução própria.

Boyer (2005) sintetiza a contextualização levada até aquele momento. O início do ciclo, para o autor, começa com a necessidade de as firmas aumentarem constantemente seu capital, pela truculenta competição intercapitalista, que foi limitada pela organização familiar original. A abertura de capital das empresas foi uma saída encontrada, que teve respaldo na excessiva liquidez do mercado financeiro e pela possibilidade de diversificação do risco para os novos proprietários que muitas vezes não tinham qualquer conhecimento sobre a atividade da firma a qual estavam se associando. Dessa forma houve uma reorganização estrutural das firmas não-financeiras, separando subitamente a organização e a propriedade das empresas.

Essa nova configuração era, inclusive, defendida pelos economistas mais ortodoxos. Fama (1980), por exemplo, levanta a tese de que a separação entre a propriedade e o controle pode ser uma forma de organização altamente eficiente, desde que organizada dentro de um “conjunto de contratos” (Coase, 1937). Jensen e Meckling (1976) também concordam que a estrutura organizacional ótima da firma se daria com uma reestruturação da teoria da agência, baseada na teoria dos direitos de propriedade, em que a separação entre propriedade e gerência pode atingir “um resultado ótimo, no sentido de Pareto”.

Mas, para que essa separação entre gerentes e proprietários funcionasse, ambos deveriam ter seus objetivos alinhados, de modo a sempre poderem maximizar suas utilidades próprias, sem impactar negativamente o outro. Essa relação se daria em meio a uma nova gama

de incentivos propostos pela comunidade acadêmica e mercado, que doutrinassem e conciliassem os gerentes a não se desvirtuarem do trajeto de beneficiar os acionistas.

Essa gama de incentivos tomou a forma de maximização do valor do acionista, que doutrinavam os gerentes da firma de modo a beneficiar a forma de acumulação rentista sobre toda e qualquer forma.

2.1.2. *A maximização do valor do acionista*

O início do século XX foi a época do triunfo da gerência da firma. O valor do acionista se transformou em um clichê dos negócios e mantra social (Froud *et al.*, 2000). A complementaridade entre liquidez e especialização administrativa criou uma dinâmica de eficiência sem precedentes, que suportava poucas críticas. A única preocupação à época dizia respeito ao risco de monopólio dos mercados de bens e concentração de capital, mas era uma questão geralmente levantada pelos movimentos de trabalhadores e socialistas (Boyer, 2005, p. 9).

Ganhando cada vez mais popularidade na economia ortodoxa, essa organização passa a ser amplamente defendida. Como é o caso de Eugene Fama (1980), que descarta a necessidade de se ter um controle da firma não-financeira por alguém que detenha os meios de produção, por assim dizer. Inclusive o autor chega a afirmar que tal relação é irrelevante para a continuidade da produção da firma e competitividade. Para Fama, o gerente é como se fosse um trabalhador assalariado como outro, mas com um papel especial³⁴. Enquanto Jensen e Meckling (1976) também afirmam que a falha em maximizar o valor da firma e seu lucro ainda pode ser perfeitamente consistente com eficiência (p. 306).

Guardados os direitos de propriedade, o gerente é regido pelo contrato de trabalho ao qual se submete e a firma é um conjunto de contratos cobrindo a forma como as receitas e os custos são distribuídos³⁵. Comumente, o gerente é regido por um contrato de remuneração do trabalho, diferentemente do capitalista industrial de outrora, que era remunerado pela valorização do seu capital. Era, portanto, objetivo do empresário que a firma apresentasse a maior lucratividade possível.

³⁴ "Coordinating the activities of inputs and carrying out the contracts agreed among inputs, all of which can be characterized as 'decision making.'" (Fama, 1980, p. 290)

³⁵ "We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent." (Jensen e Meckling, 1976, p. 308)

O novo gerente maximiza seu salário e, para isso, ele reage de acordo com o contrato formado e que condiciona sua renda. O contrato, portanto, dita como será feita a coordenação da firma, como serão direcionados seus investimentos, como será sua estratégia de competição, qual o lucro almejado, como será realizado o lucro e quem se beneficiará dele.

Segundo Robert Grant (e de acordo com Arrighi, 1994), a primeira força divisora por trás da reestruturação e mudança estratégica da lógica das firmas foi a nova composição da propriedade das empresas e a busca de maximização do valor dos proprietários, ou seja, os acionistas (Grant, 1996, p. 120). A imposição das normas financeiras, tal qual o valor do acionista, requereu uma nova e coerente arquitetura do modo de governança das firmas e, portanto, novos contratos (Boyer, 2000).

Jensen e Meckling (1976) acreditavam que, no momento da separação entre propriedade e gerência, se os acionistas e os gerentes que firmaram contrato fossem utilitaristas, isto é, maximizassem a sua utilidade, existiria uma boa razão para acreditar que o CEO nem sempre iria agir de forma a realizar os interesses do acionista. O acionista, porém, pode limitar essas divergências estabelecendo uma diversidade de incentivos apropriados que, inclusive, reduziria o custo de monitoramento por parte dele.

A partir da década de 1970, os mercados financeiros passaram a exercer uma enorme pressão sobre as FNFs e sobre os gerentes em seu comando, para adotar práticas de negócios que priorizassem o valor de seus acionistas. Segundo Natascha van der Zwan (2014), a valorização da lógica acionária das corporações não-financeiras beneficiou os gerentes das firmas no momento em que sua remuneração passou a ser rotineiramente atrelada à performance da firma no mercado de ações e ao retorno sobre seus ativos financeiros. Sob a concepção financeira da firma, a eficiência corporativa é redefinida como a habilidade de maximizar a distribuição de dividendos e manter os preços das ações elevados (p. 107).

A princípio, os gerentes das firmas não tinham incentivo algum para maximizar o valor dos acionistas, mas somente adotar estratégias que maximizassem seu próprio bem-estar, que não necessariamente se converteria em dividendos ou aumento do preço das ações. Essa situação precisava ser contornada sob duas formas: reunindo controle e propriedade. Foi (1) criada uma estrutura de contratos baseadas na performance do executivo e, ao mesmo tempo, foi (2) criada uma comunidade de investidores institucionais fortes que disciplinaram os gerentes.

Sobre a primeira questão, recorremos à teoria dos agentes com base nos contratos e retomamos os artigos de Eugene Fama (1980) e Jensen e Meckling (1976). A teoria da agência indica que os incentivos devem ser feitos partindo da orientação do acionista em relação ao gerente da firma, tendo em vista que este último tem uma proteção contratual de sua remuneração, por ser um trabalhador cuja força de trabalho foi comprada, enquanto o primeiro não tem esta mesma garantia, dependendo da formação de maior valor. O impacto deste cenário, investigado por Boyer (2005), foi a explosão das remunerações dos “CEOs”.

“It suggests a likely interpretation: the diffusion of stock options and financial market-related incentive mechanisms, that were supposed to discipline managers, has entitled them to express their power, not least in terms of their remuneration and wealth. This is the outcome of a de facto alliance of executives with financiers, who have exploited the long-run erosion of wage earners’ bargaining power.” (Boyer, 2005, p. 7)

Como demonstrado na figura 2.2, Boyer evidenciou que a divergência entre os interesses privados dos gerentes e dos acionistas era um ponto crucial para a criação do valor do acionista. O uso das *stock-options*³⁶ foi amplamente difundido na indústria como método de alinhamento. Essas inovações foram concebidas como um incentivo eficiente à boa administração e mudança da estratégia dos CEOs, de extrema diversificação para concentração em seu núcleo de negócios (Jensen e Meckling, 1976).



Figura 2.2: Act III: disciplining the managers by shareholder value.
Fonte: Boyer (2005, p. 11). Tradução própria.

³⁶ *Stock-options* são benefícios dados pela empresa ao empregado de comprar ações da firma com um desconto ou por um dado preço fixo.

O segundo quadro de Boyer (2005) sintetiza o processo de mudança sofrido pela firma, o qual discutimos na sessão anterior e na atual. A mudança do *ethos* da firma foi uma resposta imediata à mudança estrutural no regime de acumulação capitalista.

A fim de limitar a distorção entre as decisões dos gerentes e dos *shareholders*, uma proporção do capital deve ser dada ao CEO a fim de preencher a lacuna entre a antiga organização da firma comandada pelo proprietário e a nova empresa de capital aberto sob a supervisão de um gerente, aproximando-o da figura do capitalista industrial. Assim,, a via de remuneração por ações reduz o custo das firmas, tendo em vista que cortes sistemáticos nos salários são substituídos por estes mecanismos que remuneram quando e se houver lucro.

Além das *stock-options*, a participação nos lucros e compensação salarial com base em algum índice de performance³⁷, como preço das ações, são mecanismos adequados para fazer convergir interesses. O resultado do uso disseminado das ações como remuneração foi, durante o *boom* dos mercados financeiros em meados dos anos 1990, a criação de expectativas ultra otimistas sobre taxas de retorno cada vez maiores das ações. O que deveria ser uma remuneração racional e convergência de interesses acabou por se transformar em uma “economia de cassino” (Keynes, 1936). Os gerentes passaram a desejar enriquecer o mais rápido possível, com pouca sensibilidade para a viabilidade de longo prazo de sua estratégia, o que Lazonick e O’Sullivan (2000) denominam de uma mudança do “reter e investir para reduzir e distribuir”. Outra transformação das atividades das empresas inclui o aumento de fusões e aquisições, incorporações hostis e aquisições alavancadas, assim como como a terceirização das atividades produtivas ou *offshoring* (Milberg e Winkler, 2010; Zwan, 2014, p. 108).

Mesmo com a irrealista taxa de retorno desejada, ela passou a atrair o investimento de instituições financeiras e bancárias já estabelecidas. A noção pública era de que este *boom* era a conjunção de liquidez financeira com cada vez menos barreiras e burocracias sobre o sistema econômico, que estava fluindo de forma regular e viável. O valor das ações e o retorno de ativos financeiros, sujeito a vários choques alheios às decisões das firmas, faz com que seu valor de mercado não acompanhe seu resultado real ou ritmo de crescimento, fazendo com que

³⁷ Froud *et al* (2000) argumentam o quão poderosa é a instrumentalização de métricas que permitem um ranking de performance “banal”. Froud elenca uma série de índices criados a partir dos anos 1980, como o CFROI, EVA, MVA, SVA de Arthur Andersen, SVA de Aflred Rappaport, TSR, ROI, ROE, ROCE e RONA, que permitiram que as empresas de consultoria elaborassem dezenas de comparativos de performance entre empresas. Para mais, ver Froud *et al.* (2000, p. 83), *Figure 1*.

muitas vezes haja uma valorização sem qualquer respaldo de aumento de capacidade produtiva ou margem de lucro.

Como Davis (2016), Krippner (2005), Lazonick e O'Sullivan (2000), Orhangazi (2008), Stockhammer (2004) e Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers (2015) demonstram, o que distingue a corporação financeirizada de sua antecessora industrial é que os ganhos financeiros das operações lucrativas não são reinvestidos na capacidade produtiva da firma. Dessa maneira, observamos que o valor do acionista é uma construção discursiva, baseada na retórica, das expectativas do mercado financeiro que operam independentemente da performance real da firma (Froud *et al.*, 2000)³⁸. No começo do novo milênio foi comprovada tal ilusão, desde que houve um divórcio entre a taxa esperada de retorno e a real, criada especialmente pelos mecanismos da própria mudança na governança corporativa. Esses aspectos retornam ao conceito da emancipação do capital fictício, que abordamos na última parte deste capítulo.

Um clássico exemplo de mudança corporativa ocorreu no procedimento de abertura da americana Valeant Pharmaceuticals. A empresa farmacêutica deu início a um profundo processo de fusões e aquisições entre os anos 2010 e 2016, aumentando de forma estratosférica o valor de suas ações. Muitos investidores institucionais reconhecidos abraçaram a estratégia da empresa e começaram a comprar suas ações, o que engendrou uma onda no mercado financeiro. O que se passava na gestão corporativa da Valeant era o método de reduzir ao mínimo necessário os gastos com pesquisa e desenvolvimento, núcleo de qualquer empresa farmacêutica, a fim de beneficiar seus acionistas, com o aumento da distribuição de dividendos. Juntamente às fusões e aquisições, a Valeant desmontava o capital fixo da empresa adquirida e aumentava o preço dos seus medicamentos, gerando uma falsa impressão de aumento produtivo. O caso da empresa farmacêutica é um clássico caso de reduzir e distribuir, cujo fim não é digno de celebração por seus associados. Deflagrada a queda da produção da Valeant e escancarada a sua estratégia, houve um colapso do seu valor de mercado (Henkel, Forman e Ross, 2017).

Não obstante, outros incentivos foram elencados por Boyer (2005, p. 15) sendo eles: prestação pública da forma de remuneração dos gerentes; criação de um comitê independente de remuneração; grande número de representantes no conselho das empresas; consultorias

³⁸ Inclusive, Zwan (2014) argumenta que as empresas alemãs são um exemplo da retórica vazia do valor do acionista. As cem maiores empresas alemãs começaram a adotar uma posição de "gerenciamento simbólico". Os alemães passaram a usar a linguagem do valor do acionista para atrair recursos do mercado financeiro sem se comprometerem com as reformas associadas a esse paradigma.

independentes sobre a remuneração do CEO; troca de gerentes e ameaça dos acionistas de assumir o controle da empresa. Zwan (2014) também elenca que a adoção de padrões internacionais de contabilidade e publicações de desempenho de curto prazo das empresas em formatos quadrimestrais também configuram as práticas associadas ao valor do acionista. Estas medidas, em geral, visam prevenir que os gerentes tomem medidas alheias aos benefícios desejados pelos *shareholders*, mas implicam em custos transacionais (Fama, 1980).

O resultado da combinação dos fatores relevantes para a conjugação dos anseios dos acionistas e dos gerentes foi, como dito, uma explosão da renda de ambos. As firmas começaram a trabalhar na ordem de maximizar a distribuição de dividendos e valorizar as ações da empresa, de forma que o pagamento aos acionistas fosse o maior possível. Em troca, os gerentes recebiam cada vez mais volumosos retornos sobre seus índices de performance, desenhados pelo mercado financeiro. Boyer (2005) ainda ressalta que houve um aprofundamento da desigualdade entre o grupo de assalariados, distinguindo os CEOs e outros cargos altamente remunerados, todos ligados à administração, dos cargos voltados ao objetivo final das empresas. Isso provocou um aumento do conflito distributivo no interior das próprias firmas.

Apesar de primeiramente desenhado para empoderar os acionistas sob a égide de maximizar a renda do mercado financeiro, as políticas de valor do acionista, especialmente os incentivos remunerados ao gerente, permitiram uma explosão da renda dos gerentes das empresas não-financeiras de forma sem precedentes. Devido a essas mudanças na prática de remunerações, os CEOs das grandes corporações passaram a ter uma renda centenas de vezes maiores do que o trabalhador médio desta mesma empresa (Zwan, 2014, p. 109). Dessa forma, a reestruturação corporativa aprofunda a diferença entre os trabalhadores, acionistas e gerentes, por ter proporcionado o corte de custos envolvendo a mão de obra, aumentando o desemprego (Lazonick e O'Sullivan, 2000; Tomaskovic-Devey e Lin, 2013).

“We believe that firms’ increasing reliance on financial, rather than production, income decoupled the generation of surplus from production and sales, strengthening owners’ and elite workers’ negotiating power against other workers. The result was an incremental exclusion of the general workforce from revenue-generating and compensation-setting processes.” (Tomaskovic-Devey e Lin, 2013, p. 1285)

Streeck (2018) nos diz que, levando em conta o aumento de produtividade, o trabalhador comum não teve praticamente ganho algum desde 1980, o que condiz com a tendência mostrada na figura 1.1, apesar do aumento do volume e da intensidade do trabalho.

A situação é completamente distinta quando consideramos os donos ou gerentes do capital, ou como denominamos anteriormente, os dependentes do lucro. Na era Clinton, 45% do crescimento do PIB global beneficiou o 1% mais rico da população. Na era Bush, aumentou para 65% e em 2010 este valor saltou para 95% (p.100).

No entanto, como deixam claro Arrighi (1994), Boyer (2005) e Chesnais (2016), a composição da remuneração dos dependentes de lucro e sua distinção entre gerentes e proprietários é anterior à financeirização. Não é um fato novo e muito menos um diferenciador desta nova etapa de acumulação capitalista, mas é este o canal pelo qual se viabilizam as grandes transformações dentro da funcionalidade da firma a partir da década de 1970. Para que houvesse essa mudança, além da importância da queda generalizada dos retornos sobre investimentos produtivos, o surgimento de novos *players* econômicos teve uma profunda importância. A mudança neste aspecto se concentra na escala de apropriação da renda e com o rompimento das alianças de classe.

Como observado na figura 2.2, o surgimento de investidores institucionais forçou um aprofundamento do quadro de maximização do valor de acionista, por razões que nos vemos obrigados a esclarecer.

O movimento próprio de aumento da insegurança para os trabalhadores fez surgir o ator necessário para o choque corporativo, que é a comunidade de investidores institucionais fortes que disciplinaram os gerentes. As reformas de flexibilização das instituições, sob a alegação de “ativação” do potencial da mão de obra, produziram uma profunda revisão do Estado de bem-estar social e expansão dos mercados financeiros para áreas inexploradas³⁹.

No fundo, essa transformação histórica constitui-se na devolução total ou parcial das funções estatais à sociedade. Com a derrubada das bases institucionais que promoveram a acumulação fordista a classe trabalhadora encontrou-se em um caminho, ainda sem volta, de recuo dos seus direitos. A melhor forma, portanto, de conseguir isso tudo consistiu na abertura simultânea de novos espaços de manobra às famílias para se endividar por conta própria

³⁹ “Essas reformas incluíam a diminuição dos direitos à proteção contra demissões, a divisão dos mercados de trabalho em áreas nucleares e marginais, com direitos de proteção diferentes, a permissão e a promoção de emprego precário e mal remunerado, a aceitação de uma elevada taxa de desemprego estrutural, a privatização de serviços públicos, a redução da função pública, assim como a descentralização e, se possível a exclusão dos sindicatos do processo de formação de salários. Essa evolução – independentemente das diferenças e das particularidades nacionais – resultou num Estado de bem-estar social ‘modernizado’, cada vez mais adaptado ao mercado, ‘mais magro’, e concebido para a ‘remercantilização’ cuja ‘promoção do emprego’ e cujos custos baixos tinham sido adquiridos à custa de uma redução do nível mínimo de subsistência social garantido pelos direitos sociais” (Streeck, 2018, p. 76)

(Streeck, 2018, p. 119). A expansão do crédito e dos serviços financeiros que complementavam o que antes era adquirido com a renda do trabalho, serviu de combustível necessário para a expansão de grupos de poder dentro do mercado financeiro.

“Neo-liberal reform, marketization and free trade go hand in hand with breach of implicit social contract with stakeholder groups such as employees, suppliers and company retirees. Large corporations and the state increasingly retreat from social obligations: the giant British companies which topped up their pension funds from current profits after the 1970s stock market crash” (Erturk *et al.*, 2007, p. 561)

Houve um crescimento generalizado dos fundos sociais privados, baseados na mercantilização das políticas sociais, variando de país para país. O resultado foi a explosão de quantidade e de tamanho dos fundos associados à seguridade social, como fundos de pensões, fundos mútuos, fundos de aposentadorias, seguros, planos de saúde, entre outros (Fligstein e Goldstein, 2015; Hujó e Rulli, 2014).

O crescimento deste tipo de empreendimento faz frente ao perfil anterior de investidores financeiros, característicos do período entre a recessão de 1929 e 1945. A pulverização anterior dos agentes financeiros, fazia com que as finanças não desenvolvessem uma primazia sobre as decisões das firmas produtivas, apesar de já se fazerem presentes nos conselhos administrativos das mesmas. A chegada dos investidores institucionais grandes foi avassaladora para a transformação das preferências das firmas⁴⁰.

Esses tipos de fundo tiveram uma grande importância para o processo inflacionário dos ativos financeiros por representarem um constante fluxo de demanda. Sob a obrigação de prover para uma população em processo de envelhecimento uma renda que a sustente no futuro, os fundos passaram a diversificar seus investimentos e foram responsáveis por grande parte do desenvolvimento de ativos financeiros como securitizações, participações e derivativos. Os fundos começaram a crescer vertiginosamente, em escala e escopo, em diversas economias mundiais, ao passo em que transacionavam tanto domesticamente, quanto internacionalmente.

⁴⁰ “Pension funds underwent accelerated growth in the decades prior to the Financial Crisis and Great Recession in many parts of the world, turning them into significant players in financial. [...] This growth was encouraged and facilitated by governments, who were themselves influenced by a concerted effort to promote pension funds by domestic and international policy stakeholders. It was widely argued that funded pensions could ease the strain placed on a state by an ageing demographic, whilst at the same time induce wider economic benefits through driving financial market development and innovation. Higher savings, invested in more efficient instruments, was expected to increase investment and so enhance growth” (Bonizzi e Churchill, 2017, p. 72)

A influência dos investidores institucionais nos preços das ações e na gerência das FNFs cresceu. Fundos mútuos, previdência pública e privada, companhias de seguros ganharam, no início da década de 1970, grande influência no mercado de ações (Crotty, 2005; Orhangazi, 2008)⁴¹.

Entretanto, os investidores institucionais delegaram a tarefa de assegurar o respeito ao valor do acionista às corporações de gestão de ativos. Os Fundos *Hedge* foram incumbidos de tal atividade, colocando pressões em corporações e construindo companhias para remover executivos seniores. O ativismo do acionista, levado a cabo pelos fundos *hedge*⁴², tinham poder suficiente para forçar corporações poderosas, como a Apple, GM e Petrobrás, a aumentarem sua distribuição de renda para os seus clientes, os fundos sociais (Chesnais, 2016, p. 105).

A quantidade de ativos sob a “tutela” destes conglomerados financeiros tornou-se impressionantemente tão grande que não somente as corporações não-financeiras eram suscetíveis a seus interesses, como também algumas nações. O não cumprimento das exigências de pagamento aos investidores institucionais, colocava as firmas em uma situação delicada, com riscos de desvalorização de seu valor de mercado, redução do crédito, demissão do quadro executivo da empresa e ameaças de assumir o controle.

“Furthermore, the concentration of the management of these savings brings a counter-tendency to the extreme dispersion of ownership: some pension funds may use not only exit (selling the shares of a badly managed corporation) but also voice (by stipulating conditions for approval of board decisions).” (Boyer, 2005, p. 10)

Ainda, quanto maior se tornava a presença dos investidores institucionais no mercado financeiro, maiores eram as distribuições de dividendos, pagamento de juros e recompra de ações por parte das empresas não-financeiras (Crotty, 2005; Orhangazi, 2008).

⁴¹ “Technical progress in information processing, a steep decline in trading commissions (from an average 26 cents per share for institutional trades in 1970 to 5 cents per share in 1989), and liberalization of regulations on the composition of institutional portfolios led to a continuous rise in the percent of stock held by institutional investors in the 1980s and 1990s. Throughout the 1950s, households owned about 90 percent of corporate stock and tended to hold their stocks for long periods. However, by 1970 this share had dropped to 68 percent as institutional ownership rose. By the end of the decade, the household share stood at 59 percent; it then fell to 47 percent by 1985 where it stayed until the mid-1990s. By 2000, households held 42 percent of public shares, while US institutions owned 46 percent - and held those securities that were directly or privately placed. Institutions had clearly become the dominant stockholders of large US corporations and were responsible for about three-quarters of all stock trades.” (Crotty, 2005, p. 91–92)

⁴² É também denominado fundo multimercado ou de investimento livre. É uma forma de investimento alternativa aos investimentos na bolsa de valores ou fundos de renda fixa. O grau de risco é altamente variável e sua composição pode ser bem heterogênea.

Com o aumento da subordinação das firmas não-financeiras à lógica do mercado financeiro, além da sistematização da alocação dos recursos de forma a beneficiar as finanças, como a distribuição do lucro em formas de dividendo e recompra de ações, na notável estratégia de “reduzir e distribuir” de Lazonick e O’Sullivan (2000) (Orhangazi, 2008), também foi notada outra consequência da financeirização, que inclui o “curto-prazismo” nas decisões de produção e investimento e baixos gastos com P&D, como aponta a próxima sessão (Chesnais, 2016)⁴³.

A mudança da estrutura corporativa e a maximização do valor do acionista, apesar de amplamente defendida pelos economistas ortodoxos como um conjunto de bons costumes da lógica gerencial, resultou em diversas adversidades econômicas que encontraram seu limite de expansão a partir do século XXI. O que observamos é que, além de criar condições para a amplificação da desigualdade de rendimentos entre grupos diversos de uma mesma empresa, a contrapartida exigida em termos de remuneração pelo mercado financeiro, criou um ambiente extremamente desfavorável para o investimento produtivo que, somados a outros fatores, que veremos na próxima sessão, fez migrar este capital para os canais financeiros.

2.1.3. A substituição do investimento produtivo e o investimento financeiro

O perfil de investimento das empresas não-financeiras foi afetado por alguns fatores chave, que entraram em ampla contradição ao longo dos anos 1960-1990, eclodindo em uma esfera produtiva pouco satisfatória a partir dos anos 2000, à exceção de poucos exemplares.

Diversas causas são apontadas pela extensa literatura para relacionar o crescimento da financeirização com a substituição dos investimentos produtivos pelos investimentos financeiros, ocorrida no período pós-guerra: (1) ascensão dos investidores financeiros institucionais (Chesnais, 2016; Langley, 2008; Lazonick e O’Sullivan, 2000); (2) aumento excessivo da capacidade produtiva e queda do lucro (Smith e Butovsky, 2012; Sweezy, 1994);

⁴³ Ainda, Duménil e Lévy (2005) argumentam que a taxa de acumulação de capital no setor não financeiro seguem de forma bem estreita a taxa de retenção de lucros, isto é, o lucro retido pela firma após o pagamento de juros e distribuição de dividendos. O aumento dos pagamentos ao setor financeiro reduz o montante de lucro retido e, portanto, reduz a taxa de acumulação de capital. Isso também foi observado em Orhangazi (2008) e Stockhammer (2004). Ainda, muitas vezes a recompra de ações e distribuição de dividendos é feita a partir de um processo de endividamento das empresas, gerando um efeito adicional de aumento de custo de crédito futuro. Uma outra fonte de encarecimento do crédito foi notado por Froud et al. (2000) que, apesar da defesa de que os mercados financeiros sejam eficientes, as firmas enfrentam restrições para levantar fundos e financiar oportunidades de investimento. A razão é que mesmo que a financeirização tenha facilitado o acesso das empresas aos mercados financeiros, o aumento dos pagamentos ao setor financeiro gera uma pressão mais adiante sobre a renda disponível à empresa. Froud et al. (2000) chamam esse efeito de “coupon pool capitalism”, onde os rendimentos das FNFs são direcionados ao mercado financeiro, para que, posteriormente, as próprias firmas compitam entre si pelo acesso a estes fundos. “This process of discharging the earnings to the financial markets and then competing to re-acquire them increases the degree of uncertainty and shortens the planning horizon for investment funding.” (Orhangazi, 2008, p. 870).

(3) resistência da lógica do pleno emprego e elevação dos direitos trabalhistas (Streeck, 2018); (4) expansão do comércio internacional e maior competição entre empresas; e (5) substituíbilidade entre investimento real e financeiro (Tobin, 1965).

Todas essas causas são revisitadas abaixo.

1. Ascensão dos investidores financeiros institucionais

A ascensão dos investidores financeiros institucionais no mercado financeiro mundial, além de forçar o braço dos gerentes em torno de uma elevação do valor de mercado da empresa e de sua distribuição de dividendos, também afetou a alocação de recursos retidos (Crotty, 2005; Langley, 2008; Stockhammer, 2008).

A força econômica, discutida na sessão anterior, destes novos atores financeiros, demandava que as FNF produzissem rápido crescimento de ganhos para satisfazerem seus clientes. Leila Davis (2016) argumenta que a ascensão destes investidores “has supported both a transition away from long-term stock holding toward higher trading frequency [...] and the push for stock-option-based managerial compensation” (p. 131).

“Partly as a consequence of Wall Street’s role in the buying and selling of companies during the conglomeration mania of the 1960s, from the early 1970s there was a shift in the focus of Wall Street financial firms from supporting long-term investment activities of corporations (mainly through bond issues) to generating fees and capital gains through trading in corporate and government securities.” (Lazonick e O’Sullivan, 2000, p. 16)

A pressão, portanto, por rápidos retornos dos investidores institucionais sobre as firmas, desencoraja os investimentos com perfis de longa maturação e possível baixa rentabilidade. Essas transformações fizeram com que as FNF mudassem seu perfil “paciente”, buscando as vias produtivas, que possuem um tempo maior de maturação para a realização do lucro, para a mentalidade impaciente dos mercados financeiros e dos investimentos financeiros, que imprimiram em uma redução dos horizontes de planejamento destas empresas. Como nota Özgür Orhangazi:

“Moreover, the literature on institutional investors note that equity markets dominated by institutional investors tend to undervalue firms with good earnings prospects in the long-term but low current profitability. This, in turn, is held to discourage long-term investment or research and development.” (2008, p. 869)

2. Excesso de capacidade produtiva

Durante as décadas anteriores a 1970, as forças contrarrestantes do capitalismo moderno estavam em ampla oferta: “repairing war damage, making up for shortages caused by wartime diversion of resources from civilian production, taking advantage of technologies developed for military purposes such as electronics and jet planes, above all a new round of wars, hot and cold” (Sweezy, 1994, p. 3).

O acúmulo de capital produtivo, promovido pela expansão do capital norte-americano pelo globo, deu a primeira cartada sobre a lucratividade produtiva das firmas não-financeiras.

A menos que surgisse um novo estímulo à produção, este amplo processo de acumulação experimentado até fins dos anos 1960, se estagnaria e, irremediavelmente, as firmas produtivas passaram por um período de baixa rentabilidade e incentivos à produção. Como assinalam Smith e Butovsky (2012), a porção dos lucros das firmas não-financeiras na lucratividade total dos países centrais caiu constantemente. Uma combinação de fatores produtivos e de consumo determinaram esse comportamento.

A intensiva acumulação de capital fixo pós-segunda guerra minou a lucratividade neste tipo de investimento, ao passo que a capacidade de absorção do mercado, foi sofrendo sucessivos golpes. A pré-condição de um regime de acumulação intensivo é de que o consumo baseado nos salários seja veemente em bens comprados no mercado. Tanto o salário quanto o perfil de consumo mudaram nesta época (Becker et al., 2010, p. 227).

Numa perspectiva marxista, o efeito da sobreacumulação pode ser extremamente perverso. Naturalmente, pela dinâmica do sistema capitalista, as firmas são impelidas a um processo de recorrente expansão da composição orgânica do capital. No limite, a acumulação cessa por falta de estímulos às firmas de manter o ritmo de investimento. A saída para essa situação não é outra senão o rompimento das contradições do sistema, que se dá através de uma crise que trata de resolver as aberrações criadas, isto é, destruir o capital excessivo instalado. Essas crises se apresentam de forma violenta e resolvem momentaneamente os contrassensos criados naturalmente dentro do sistema.

Ainda, Streeck (2018) salienta que a continuidade do processo de acumulação dependeria da disponibilidade de investir dos detentores de capital. Por sua vez, essa disposição está associada às exigências de rendimento e de suas expectativas de lucro. Os investidores podem se tornar mais modestos, quando não há alternativas, ou mais exigentes, quando consideram, que “em termos comparativos, seus lucros atuais não estão suficientemente

elevados” (p. 71). As crises do capitalismo resultam da “greve de investimento”, cuja consequência é o desemprego e baixo crescimento. O capitalismo começou a passar por uma “crise de legitimação”, no período do pós-guerra, demonstrando que o sistema capitalista não era capaz de manter os seus bons resultados nem estar disposto a fazê-lo como nas décadas subsequentes à Segunda Guerra.

Era, portanto, imperativo às firmas não-financeiras encontrar algum canal de investimento que sanasse, ao menos temporariamente, as restrições impostas pela dinâmica da esfera real da economia. Em ampla ascensão a partir da década de 1970, o capital financeiro aparecia cada vez mais atrativo, mais líquido e apresentando retornos cada vez maiores que passaram, portanto, a competir com os investimentos produtivos. Tobin (1965) foi um dos autores que anteciparam este movimento, tratando de explicar a substituíbilidade entre os investimentos financeiros e produtivos a depender somente de sua taxa de retorno.

3. Resistência da lógica do pleno emprego e acirramento na disputa capital-trabalho

Streeck (2018) argumenta que a situação de pleno emprego, e a manutenção de um Estado keynesiano apaziguador das tensões fizeram com que o capital, como agente, receasse uma *Revolution of rising expectations*⁴⁴, que não conseguiria manter no longo prazo o contrato social estabelecido, senão às custas de compressão dos lucros. Esse contrato social compõe as expectativas recíprocas do capital e do trabalho, dependentes do lucro e do salário. Essas expectativas são estabelecidas de formas mais ou menos explícitas, sob a forma de constituição, ou mesmo no mecanismo de reações econômicas.

Após 1945, o capitalismo estava operando de forma defensiva, sob a constante pressão dos países socialistas. Foi observado um grande esforço dos países ocidentais para legitimar o modelo capitalista, face a uma classe trabalhadora fortalecida. Esta formatação somente foi possível sob o Estado keynesiano, garantindo fortes concessões favoráveis aos dependentes de salários.

Em termos globais, a situação do fim dos anos 1960 se aproximou do que Michael Kalecki (1943) descreveu como a resistência do capital. Para Kalecki, ainda que o Estado keynesiano fornecesse um crescimento garantido, sem oscilações, às empresas, o pleno emprego permanente acarretaria no “atrevimento” exacerbado de seus empregados por terem, em certo momento, olvidado das condições associadas ao desemprego. O capital, como agente,

⁴⁴ Revolução de expectativas elevadas (Streeck, 2018, p. 72)

portanto, estava interessado no aumento do desemprego estrutural, o que implicava o abandono dos mecanismos de garantia do pleno emprego dos Estados pós-guerra.

Essa postura era traduzida pela “greve de investimentos”, condição na qual as firmas se reorganizavam de forma a enfraquecer as condições trabalhistas, seja por meio da redução da capacidade de criação de novos postos de trabalho (congelamento dos investimentos) ou a batalha travada contra o fortalecimento da remuneração do trabalho. Esse novo comportamento do capital tanto induziu ao desinvestimento das firmas não-financeiras, como imprimiu um grande golpe à capacidade de consumo das famílias.

4. Abertura comercial e aumento da competitividade

Crotty (2005) argumentou que nos anos 1970 a performance das firmas não-financeiras também foi afetada por duas grandes mudanças no ambiente macroeconômico global: a desaceleração na demanda agregada global e o aumento da competição, criados a partir das aberturas dos mercados internacionais, sob a égide do neoliberalismo.

Durante a Era de Ouro, as indústrias do núcleo produtivo de grande parte dos países eram caracterizadas pelo que Schumpeter chamava “*corespective competition*”, em que as relações entre firmas eram baseadas em cooperação parcial, ao invés de “guerra total”. De modo geral, as empresas evitavam a precificação predatória, gerando rendas típicas de organizações de oligopólio que se sustentavam pela garantia estatal e demanda crescente via aumento de salário real.

Em contraste, com o início da desregulamentação da era neoliberal, aumento da liberdade comercial internacional e o fim da era de comprometimento dos governos com a agenda keynesiana, foi destruída a base que dava suporte à cooperação entre as firmas não-financeiras. Foi iniciada a explosão do que Crotty denomina “*coercive competition*”, baseada na competição feroz por preços, destruição das rendas de oligopólio e explosão da capacidade física instalada (Crotty, 2005, p. 80).

Com a sobrevivência ameaçada pela competição extremada, grande parte de caráter internacional, grandes firmas foram forçadas a adotar um planejamento com maior visão de curto prazo. A classe trabalhadora começara a sofrer cortes de direitos, tendo em vista que as empresas consideravam inviáveis o nível salarial atingido pela situação considerada como pleno emprego com sua nova realidade. Tal atitude levou as firmas a adotarem a estratégia de “enxugar” os custos, reduzir a mão de obra e o capital fixo instalado, de forma a, além de

auxiliar nos resultados dos balanços, forçar uma condição que possibilite a baixa geral dos salários pagos.

5. Substituibilidade entre investimento real e financeiro

Este é o conceito mais importante, apesar de não ser novo, e muito menos de pertencer à literatura sobre financeirização. O investimento em ativos produtivos, como maquinarias, terreno, pesquisa e desenvolvimento, entre outros, pode ser facilmente substituído por outro tipo de investimento, que não possui necessariamente uma contrapartida na economia real. Essa capacidade, aflorada após a liberalização do mercado financeiro e criação de inúmeros dispositivos para investimentos em produtos financeiros, libertou as firmas da necessidade de ter retorno somente através de sua atividade principal.

O somatório de incentivos contrários à acumulação produtiva colocou em xeque a capacidade de acumulação do sistema capitalista de então, que dependia da continuidade da expansão da capacidade de produzir. Portanto, partir dos anos 1970, as FNFs, que pareciam à beira de um novo colapso e destruição de seu capital, encontraram nas forças históricas do sistema financeiro, um caminho para a sobrevivência de sua acumulação.

Foi-lhes permitido buscar alternativas temporariamente viáveis à acumulação física de capital, que não se relacionavam com as deficiências típicas de um sistema produtivo moribundo. Havia o que se poderia considerar um tremendo paradoxo se formando nesta época. Ao mesmo tempo em que se observava uma desaceleração dos investimentos e do crescimento de capacidade produtiva das empresas, se comparado aos períodos imediatamente anteriores, havia uma gigantesca expansão do mercado de crédito. Tanto a oferta se expandiu, pela desregulamentação dos serviços financeiros, quanto a demanda, com base num aumento dos empréstimos tomados à época, onde a dívida das firmas cresceu mais de 50% desde o fim da Era de Ouro (Crotty, 2005, p. 83).

O sucesso com que o capitalismo iria empurrar suas barreiras por diversas décadas passou a estar intimamente ligado à sua capacidade de endividamento dos Estados, firmas e famílias, de forma a “comprar tempo” (Streeck, 2018), para o regime de acumulação pós-fordista.

A ascensão do capital fictício foi de extrema importância na recuperação do setor financeiro. Pela primeira vez, era essa modalidade de capital que tomava a dianteira das finanças e ditava a dinâmica econômica mundial. A posição de diversos economistas

heterodoxos relaciona a queda da taxa de acumulação de capital com o desvio dos montantes outrora destinados ao investimento produtivo para a esfera financeira (Chesnais, 2016, p. 17). A lógica por trás dessa substituição era extremamente simples para os ortodoxos e não apresentava uma ameaça de longo prazo ao sistema de acumulação, bastasse tão somente a comparação entre os rendimentos esperados, que os gerentes faziam suas escolhas ótimas. Segundo Tobin:

“But why should the community wish to save when rates of return are too unattractive to invest? This can be rationalized only if there are stores of value other than capital, with whose rates of return the marginal productivity of capital must compete” (Tobin, 1965, p. 671).

Os economistas mais ortodoxos não estranhavam a proliferação deste tipo de capital e a capacidade de endividamento e celebravam a oportunidade de uma nova via de investimento que garantisse a riqueza das firmas e a expansão do crédito internacional. Tobin estranhava os modelos anteriores de crescimento por não serem, pelo que ele denominou, “não-monetários”. Ou seja, eles ignoravam totalmente as escolhas de portfólio das firmas, concentrando em somente um ativo em sua análise: o capital produtivo.

Em 1965, Tobin, notou a potencialidade contraditória da relação entre investimento financeiro e real. Estes investimentos poderiam ser substitutos, de forma que os fundos disponíveis fossem direcionados a ativos produtivos ou não. A determinação dos destinos seria feita através da taxa de retorno entre os tipos de investimentos. Tobin (1965) supunha que uma hipótese realista era de que a comunidade empresarial iria manter uma proporção de ambos os ativos de acordo com sua respectiva lucratividade. Para o autor, a proporção entre os ativos se estabilizaria, ao redor de uma situação de equilíbrio.

Neste sentido, o investimento financeiro poderia gerar um *crowd out* nos investimentos produtivos. Tobin descartava a possibilidade de que o investimento em ativos financeiros substituísse o investimento em ativos reais em nível macroeconômico o que, hoje, sabe-se que era uma expectativa irrealista.

A partir da década de 1970, a queda da lucratividade nos setores produtivos não obedeceu aos ciclos de investimento previstos por Tobin, mas permaneceu em uma tendência contínua de queda por algumas décadas. Ao mesmo tempo, os ativos financeiros passaram a apresentar um perfil inflacionário, devido às mudanças institucionais em curso.

Os investimentos financeiros ou investimentos em portfólio ganham uma predominância à medida que o objetivo fim das empresas não-financeiras reduzia seu retorno e

o mercado financeiro passava por um processo inflacionário. A enorme quantidade de capital fictício em todas as suas formas foi objeto de incessante comércio financeiro globalizado, ligado a poderosos conglomerados financeiros, respaldados por políticas governamentais via uma variedade de canais econômicos e instituições políticas. Ao comparar o ritmo do crescimento dos ativos financeiros frente ao ritmo do crescimento de todos os produtos e serviços comercializados da figura 1.2, podemos perceber o quão dinâmico se tornaram as finanças frente a economia real.

Entretanto, o alento, ou o “tempo comprado”, nas palavras de Wolfgang Streeck (2018), trazido pelos novos investimentos às firmas não-financeiras foi puramente virtual. Não pelo fato de não portarem riqueza, pois os detentores do capital financeiro se apropriaram de grande parte da riqueza mundial. Mas a sua relação era meramente distributiva, pois o capital fictício, por definição, não possui (caso possua, seria irrisório) contato com a produção real e mais valia. Isso foi destacado por Lapavitsas (2009, 2013), que denomina, tal como apontado, este fenômeno como expropriação financeira.

2.2. A crise adiada, o capital fictício e a performance das firmas não-financeiras

Conforme a narrativa apresentada até o momento neste trabalho, identificamos a financeirização como uma etapa sistêmica do capitalismo moderno, como consequência imediata das transformações profundas do seu modo de funcionamento ordinário. O caminho do capitalismo perpassa, inevitavelmente, uma sucessão de crises apresentada nas mais diversas formas. Ainda que tenhamos discorrido sobre distintas esferas nas quais se reproduziu a crise econômica do pós-guerra, aqui, em um esforço para supor a alienação de outros determinantes, trataremos da crise do sistema produtivo a partir da mudança da lógica corporativa das firmas não financeiras.

Sempre iremos recorrer à tradição marxista, que implica que o sistema atual de acumulação sofre de uma “fraqueza estrutural de longo prazo” (Streeck, 2016, p. 9). No limite, quando todas as forças contrariantes que atuam de forma a “comprar tempo” para o sistema capitalista se esgotarem, colocar-se-ia um ponto final ao infundável processo de acumulação de capital. O que foi percebido após a crise econômico-financeira mundial de 2007-08 é que os fatores contrarrestantes não são (ou ao menos não mais) efetivos, como escapatória da iminente crise de reprodução do capital.

O papel da ascensão do capital financeiro foi essencial para romper as barreiras em que se encontrava o sistema fordista, já beirando a década de 1970, livrando-o temporariamente de uma iminente crise de acumulação, baseada na economia real. Essa nova dinâmica, como veremos nesta sessão, não se deu sem prejuízo para a economia global, exacerbando outros tipos de contradições inerentes ao sistema capitalista.

2.2.1. *Financeirização e a crise adiada*

Chesnais (2016) é bem claro em relação ao processo natural das crises capitalistas em reestabelecer as bases da acumulação do regime: “crises express the contradictions of capitalist production and, in the case of great crises, its historical limits, but they also have the cathartic function of clearing the way for new accumulation” (p.35). O vigor da verdadeira recuperação cíclica e renovada da expansão da acumulação de capital depende inerentemente da escala de destruição do capital e das mercadorias durante a crise.

Streeck (2018), sublinha, entretanto, que esta crise deixou de seguir seu curso natural, justamente pela deflagração do que se denomina financeirização da economia: “o adiamento e o prolongamento da crise do capitalismo democrático dos anos pós-guerra, por meio da *compra de tempo*, estão estreitamente associados ao processo, notável, de evolução capitalista que designamos como ‘financeirização’” (p. 45).

Paul Sweezy (1994) destaca de forma pessimista como estas novas forças desenvolvidas após a Segunda Guerra afetaram a economia mundial: “What I do want to argue is that recent changes [...] have so modified the modalities of capital accumulation that it has ceased to be on the whole a positive and benign force and instead has turned into a terribly destructive one” (p. 1).

Se observarmos o século XX, os principais períodos de expansão foram precedidos e sucedidos por uma grande fase de destruição de capital, que são os casos da Primeira Guerra, Grande Depressão de 1929 e da Segunda Guerra Mundial. A configuração econômica após o período de expansão da Segunda Guerra foi um tanto quanto atípica, pois assegurava que não houvesse uma destruição do capital fictício e produtivo da forma como aconteceu na década de 1930.

Tanto Chesnais (2016) quanto Streeck (2018) observam a importância do endividamento geral na manutenção do sistema produtivo. Sobre o endividamento nas três esferas, Estado, firmas e famílias, repousou o sucesso no qual o capitalismo poderia empurrar suas iminentes barreiras materiais através de várias décadas, propiciando um gigantesco

acúmulo de capital fictício na forma de pagamentos ao mercado financeiro, envolvendo inúmeras operações especulativas.

Vultuosas massas de capital portador de juros e capital fictício, em todas as suas formas, asseguraram o funcionamento da economia mundial. Essas modalidades de capital foram alvo de incessantes trocas em mercados financeiros globalizados, de forma mais ou menos centralizadora, como demonstra a figura 1.6.

A ascensão do capital financeiro, respaldado em capacidade produtiva ou não, sustentou a dinâmica de expansão da renda global por décadas. Como observado na primeira parte deste trabalho, as finanças puderam suprir os sucessivos golpes sobre a renda da classe trabalhadora, da mesma forma que auxiliaram as empresas não financeiras durante um processo de estagnação produtiva e forneceram aos governos uma saída pela via do Estado de Bem-Estar social.

No entanto, essa nova dinâmica trouxe consigo contradições próprias, que usurparam o *modus operandi* das empresas não-financeiras, de tal forma que criou, em si mesma, o *germe* de sua mais nova (e mais intensa) crise.

2.2.2. *Os aspectos empíricos das firmas não-financeiras financeirizadas nas economias desenvolvidas*

Houve uma grande mudança no comportamento básico das firmas, de forma a reorientar profundamente e de modo amplo e geral, todo o processo de acumulação de riqueza que havia dominado todos os regimes anteriores do capitalismo. Foi a forma de dar sobrevida ao sistema de acumulação capitalista, após a continuada dificuldade na qual se encontrava a economia real. Lapavitsas (2009a; b, 2013) é um dos grandes autores que identifica o deslocamento das relações econômicas para a esfera da circulação, em que o setor financeiro foi capaz de extrair seu “lucro” diretamente das rendas e salários por meio da expropriação financeira.

O autor sustenta que a crise se transformou em global pela transformação dos bancos e de instituições financeiras durante o curso da financeirização, assim como pela internacionalização e liberalização dos mercados financeiros. Segundo Costas Lapavitsas, as outrora fontes de crédito e, portanto, de adiantamento de capital, se afastaram da produção industrial e comercial, posição com a qual concordamos. Entretanto, Lapavitsas canaliza essa mudança em direção ao endividamento familiar, indicando um recuo do capital, aos poucos, das relações creditícias com o setor produtivo (Lapavitsas, 2009b, p. 115).

Como sustentamos aqui, o redirecionamento das instituições financeiras para longe do capital produtivo não se deu por um abandono das suas relações com as firmas não-financeiras, mas pela mudança da gestão de capital de ambas, instituições financeiras e firmas não-financeiras. Na verdade, o volume de empréstimos cresceu vertiginosamente, assim como houve um enorme aumento da participação das financeiras nos comandos das grandes empresas. O que caracteriza, portanto, o afastamento do circuito financeiro do capital industrial e comercial, não é o corte de relação entre mercado financeiro e firmas não-financeiras, senão a ascensão e predominância do capital fictício nas relações econômicas.

Em concordância, Maria de Lourdes Mollo (2011) destaca que é fundamental a noção de capital fictício para entender a desarticulação entre produção e circulação de mercadorias e para entender a atual crise financeira. O fundamento principal destacado por Mollo para reconhecer a crise capitalista dentro do desenvolvimento desta modalidade de capital está no afastamento por muito tempo dos preços de seus valores naturais, sendo incompatíveis as rendas geradas na economia produtiva frente à circulação de toda a riqueza financeira.

Apesar de ser comum, denominar esta inflação dos valores financeiros como *bolhas financeiras*, isso a reduz a uma formação atípica de preços relativos, fruto de anomalias nos mercados. Este nome esconde o que é verdadeiramente este fenômeno, que é resultado do funcionamento normal da economia capitalista financeirizada. O que estudamos aqui, portanto, não é a inflação ocasional dos preços de certos ativos dentro da esfera financeira, mas uma tendência inflacionária de quase cinco décadas no âmbito de toda a esfera financeira.

A mudança dos perfis de investimento das empresas não-financeiras teve um papel impactante dentro desta lógica. Poucos anos antes da deflagração da crise de 2008, Stockhammer (2004) já demonstrava apreensão sobre os efeitos da financeirização sobre o processo de acumulação. Segundo o autor, o aumento setor financeiro tinha sido acompanhado de uma redução do ritmo de acumulação de ativos físicos. Para o autor, o elo estrutural desta relação foi a substituição dos investimentos produtivos pelos investimentos em ativos financeiros.

O autor procura responder à pergunta: se os investimentos produtivos, em nível macroeconômico, fossem substituídos por investimentos financeiros, isso importaria para o ritmo de crescimento das economias? A resposta é positiva. O que grande parte das teorias de crescimento sugerem, em particular a Marxista e a Keynesiana, é que a acumulação e

investimento em ativos fixos tiveram um grande papel na força promotora por trás do histórico crescimento das economias capitalistas. Ainda que os debates sobre a “nova economia” baseada no conhecimento enfatizem um grande papel do conhecimento e informação, isso não necessariamente implica que a acumulação de capital se torna irrelevante.

“On the contrary, since physical capital and skills are often complementary and technological progress has to be embodied in new machinery, capital accumulation may well be a precondition of knowledge-based growth. Moreover, accumulation still turns out to be a major determinant in comparative growth studies, and the slowdown in accumulation has been identified as one of the reasons for the rise in European unemployment (Stockhammer, 2004, p. 720)”

Portanto, o estudo sobre a taxa e como se dá a acumulação de capital produtivo é extremamente decisivo para compreender as dinâmicas e a saúde do sistema de produção capitalista. Isso se demonstrou crucial com a deflagração da crise mundial de 2008. Tanto pelo distanciamento entre as duas esferas de acumulação, real e financeira, como pela queda do dinamismo dos mercados de trabalho ao redor do globo, fruto da “financeirização do dia-a-dia”.

Concluindo seu estudo, Stockhammer (2004) indica que, para os Estados Unidos, Reino Unido, França, há uma forte evidência que apoia a visão de que a financeirização causou uma redução na taxa de acumulação, o que não ocorreu na Alemanha. Isso, segundo o autor, é dado pela relação inversa entre a renda gerada pelo setor financeiro e pela proporção de renda retida pelos rentistas sobre a taxa de investimento. Ou seja, o desenvolvimento de um mercado de controle corporativo sobre as firmas e a reorientação das prioridades dos gerentes, conciliando com a geração de valor para o acionista, levou a uma redução da taxa de crescimento desejada pelas firmas, impactando o crescimento em nível macroeconômico.

De fato, Stockhammer, ainda que debruçado sobre o comportamento das firmas, analisou variáveis macroeconômicas. É bem verdade, como ele acredita, que a letargia da acumulação física desde o fim da Era de Ouro é um fenômeno macro, apesar de baseado em características das firmas, ou seja, no âmbito microeconômico.

Por outro lado, Orhangazi (2008) faz uma análise microeconômica e utiliza, para os Estados Unidos, os demonstrativos financeiros de diversas firmas para que, em nível microeconômico, fosse estudado qual seria o impacto da financeirização e se isso corroboraria o resultado trazido por Stockhammer (2004). O estudo parte da proposição simples, a mesma defendida por Stockhammer: será que, de fato, o aumento das rendas financeiras pagas e recebidas pelas FNFs, juntamente com a maximização do valor dos acionistas e o aumento de

pagamento ao setor financeiro, impactaram nas decisões de investimento desejado das firmas, reduzindo-o e afetando adversamente produção, renda e emprego?

Portanto, o modelo elaborado pelo autor se concentra em dois canais principais sobre os quais a financeirização impactou o investimento real. O investimento em ativos financeiros gera um *crowd out* nos investimentos reais, ao passo que a maximização do valor do acionista reduz a quantidade de fundos disponíveis que poderiam se tornar novos investimentos⁴⁵. Orhangazi escolhe pela análise o investimento pois, segundo ele, “the growth of an economy depends ultimately on the accumulation of physical capital and the technology it employs” (2008, p. 872).

Dentro da extensa literatura sobre os determinantes do investimento em empresas, Orhangazi organiza, além da variável dependente e dos canais da financeirização, cinco outros controles, sendo estes: receita esperada, receita de vendas, custo de capital e taxa de juros, fluxo de caixa ou fundos disponíveis e taxa de endividamento.

Como a teoria da financeirização prevê, foi observado empiricamente um efeito negativo dos pagamentos ao setor financeiro sobre o investimento produtivo, inclusive em diferentes especificações da indústria, sendo elas grandes e pequenas empresas, do setor manufatureiro ou não. Enquanto isso, os resultados financeiros das FNFs variaram de acordo com o tamanho da empresa. Postula-se que, em grandes empresas, o efeito *crowd out* dos investimentos financeiros sobre os produtivos seja bastante significativo, ao passo que, em pequenas empresas, a receita oriunda dos investimentos financeiros fornece caixa suficiente para novos investimentos produtivos, possuindo uma relação positiva.

Pelos seus resultados, Orhangazi (2008) ratifica que, de forma geral, a financeirização impactou negativamente o crescimento da economia após a década de 1970. Somente para o caso de pequenas empresas, as receitas financeiras se apresentaram como uma fonte nova de recursos para novos investimentos produtivos e alavancagem do investimento, produção e emprego. Entretanto, conforme as empresas crescem, o efeito positivo das finanças mingua, até o ponto de servirem como um entrave ao investimento produtivo pelo efeito de *crowding out*.

⁴⁵ Orhangazi também deixa claro que a maximização do valor do acionista pressiona para o aumento dos retornos de curto prazo que, em comparação com os investimentos reais, os investimentos financeiros levam vantagem.

Também de forma similar, Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers (2015) investigaram o impacto do aumento do investimento financeiro (e proliferação dos instrumentos financeiros) das FNFs estadunidenses, com queda do valor adicionado das mesmas. O resultado chave encontrado pelos autores é de que a financeirização é associada a uma vertiginosa redução do emprego. Este movimento era esperado tendo em vista que os recursos que gerariam um investimento esperado foram realocados para longe da produção. Modelos em nível da firma, como os de Lin (2013) para emprego e de Davis (2014) para investimento, reforçam o argumento de que o investimento financeiro das corporações não-financeiras está associado a pouco emprego e investimento produtivo medíocre.

Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers (2015) vão mais adiante e relacionam o impacto da aparente superestrutura do setor financeiro no desempenho econômico dos países:

“The influence of finance sector size on economic growth turns negative when financial services become too large a share of an economy and in those cases rapid growth in financial services is associated with declines in non-finance sector growth and that high levels of financial activity crowd out investment and R&D in the non-finance sector. In a later paper, Cecchetti e Kharroubi (2015) conclude that financial sector growth competes with the real economy.” (Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers, 2015, p. 5).

Demir (2007), por outro lado, analisa as especificidades do impacto da financeirização em economias em desenvolvimento. Ainda que com certas diferenças entre os países centrais e aqueles em desenvolvimento, estes últimos são afetados de forma assimétrica pela competitividade dos países desenvolvidos e, em especial, pela tendência histórica dos juros nacionais, que se traduziram em aumento da receita rentista nestes países e aumento também do custo do capital produtivo. “There are, however, commonalities as well: the financialization in both developed and developing countries appear to be a reaction by the NFC to the falling rate of profit” (Demir, 2007, p. 357).

Formam-se, portanto, análises sólidas sobre os efeitos negativos no crescimento econômico das economias financeirizadas ou em processo de financeirização. Mais uma vez o capitalismo faz fazendo exatamente aquilo que se espera dele: criar seus próprios meios de destruição. As causas contrariantes da financeirização, que foram o apoio financeiro às famílias, a satisfação das necessidades produtivas das firmas e o recuo do Estado de Bem-Estar social dos governos, começam a não suportar as próprias contradições que estes fatores levam consigo.

O cerne desta questão, concordando com a posição de Ben Fine (2013), é a forma como se deu o crescimento do capital financeiro. A presença das finanças, representada pelo capital fictício, afastando-se e afastando as firmas de suas raízes da produção (inclusive lesando-as) e minando as condições sociais sobre as quais o processo de acumulação se dá é o principal determinante, apontado por nós, como *germe* da crise.

2.2.3. *O capital fictício e a crise*

A importância do entendimento do capital fictício foi destacada em diversas partes deste trabalho, pois este é entendido como instrumento chave de deflagração da última crise vivida pela economia global⁴⁶.

É importante definir uma divisão básica no capital financeiro, para a devida separação entre o tipo de capital que antecipa a produção e o capital que não está diretamente relacionado com a geração de novos serviços ou produtos. O capital do financeiro é dividido em duas partes: o capital portador de juros e o capital fictício. Historicamente, o desenvolvimento do capital financeiro esteve intimamente ligado à dinâmica da economia produtiva, conforme já demonstrado. Já o capital fictício, como um tipo de capital financeiro, teve pouco ou quase nenhum efeito sobre as taxas de acumulação global até o século XX.

Não nos alongando excessivamente em definir novamente o capital fictício, o conceituamos dentro da teoria do valor trabalho marxista, a partir das noções de produção e valorização que permeamos ao longo dos dois correntes capítulos:

“Marx (1986) , porém, define o capital fictício em contraposição ao real, mas como algo distinto do capital dinheiro de empréstimo ou capital portador de juros que constitui o crédito bancário. Enquanto o capital real, no processo de produção, por meio da exploração da força de trabalho, gera mais valia que garante sua própria expansão, o capital fictício é analisado como o que ocorre ao se desenvolver o sistema de crédito e perde relação com a produção real.” (Mollo, 2011b, p. 451)⁴⁷

De forma geral, o capital fictício é associado à valorização efetiva do capital sem que este passe pela produção e se altere, de fato, seu valor, com base no trabalho, a exemplo

⁴⁶ Na primeira parte deste trabalho focamos na diferenciação entre o capital produtivo e o capital fictício, especialmente a partir da transição do centro financeiro mundial de Londres a Nova York. A exaltação do papel do capital fictício não é feita levemente e a noção de Marx sobre capital fictício é surpreendentemente aplicável, mesmo depois de um século e meio.

⁴⁷ Maria de Lourdes apresenta uma diferenciação curta e eficiente sobre a diferenciação da valorização do dinheiro por meio do crédito, que caracteriza o capital portador de juros e a valorização do capital fictício, para mais, ler Mollo (2011b).

das valorizações dos títulos de ações, que se distanciam dos valores reais que lhe deram origem. Desta forma, é diferente do crédito, que consiste em dívidas futuras sobre um capital, que será remunerada após ser despendido na produção, obtendo um valor maior.

O capital fictício é, segundo Mollo (2011b), um caso claro de autonomia na circulação em que “seu valor aparece, cresce ou cai conforme oferta e demanda, sem relação direta com a produção cujos valores-trabalho são gerados”.

De antemão, é importante salientar que o capital fictício teve um longo e importante papel nas economias capitalistas e não deveria ser considerado puramente como parasitário ou predatório. Entretanto:

“Fundamentally, however, it is money capital seeking to enlarge itself through speculative claims on future income, signifying an attempt on the part of a fraction of the social capital, centred in the financial sector but involving other sectors as well, to liberate itself from the problems of the 'productive economy' and the constraints of the law of value. Our claim is that *the proliferation of forms of fictitious capital whose 'temporal value composition' is weighted more and more toward AFV has emerged as a hallmark of the historical-structural crisis of capitalism in the neoliberal era.*” (Smith e Butovsky, 2012, p. 42)

Há, no contemporâneo formato do capitalismo mundial, a proliferação de formas de capital fictício e perverso crescimento insustentável de dívida. Como resultado, a extensão da “valorização da crise”, segundo Smith e Butovsky (2012), do capitalismo tardio, foi a falsa percepção de que os crescentes retornos sobre o capital fictício eram a manifestação do aumento da taxa de lucro global. E isto não era meramente teórico, tendo em vista que os demonstrativos e resultados financeiros das empresas não-financeiras apresentavam os retornos positivos sobre investimentos em portfólio lado a lado com o resultado do exercício produtivo, ainda que sem uma relação fundamental com o processo de criação de valor, isto é, a produção (ou atividade fim da empresa não-financeira).

“[...] the impact of the growing specific weight of unproductive capital and of 'socially necessary unproductive labor' in the advanced capitalist economies - an issue that not only enormously complicates any empirical evaluation of the LTRPF, but also points to a certain corruption or *adulteration* of Marx's law and to the declining dynamism of the capitalist mode of production: 'If capitalism's tendency to promote the 'objective socialization of labor and of production once reflected its historically progressive role in developing the forces of production, it now *also* reflects a hypertrophy of the capitalist state and the sphere of circulation - a

hypertrophy which impedes the advance of the productive forces by diverting enormous economic resources *away from production*”’. (Smith e Butovsky, 2012, p. 54)

Também Guttman (2008) diagnostica a expansão do capital fictício com base na proliferação de inovações financeiras. Esse movimento, antecipado por Marx, percebia que este capital seria um subproduto do sistema de crédito e do sistema de corporações de capital aberto (Guttman, 2008). Em paralelo, Mollo (2011b) salienta que foi a combinação dos elevados riscos e dos mercados secundários de ações, (que permitiam uma variação dos preços das ações após a oferta inicial de ações - IPO), que permitiu uma mistura potente de ganhos especulativos, tanto por parte dos *players* financeiros, quanto por parte das firmas não-financeiras.

“Os ganhos especulativos ocorrem quando se espera a valorização dos títulos os quais são embolsados sempre que seus preços sobem. Para que tal valorização ocorra, contudo, é necessário renda maior, proveniente de lucros e salários gerados na produção para sustentar demandas e ampliar, então, preços. O próprio crédito, porém, ampliado e usado de forma a caucionar novas dívidas e compras de ativos financeiros, permitiu que a autonomia entre circulação e produção aumentasse ao longo dos últimos anos.” (Mollo, 2011b, p. 452)

Krippner (2005) e Davis (2016) destacaram a propagação dos investimentos em portfólio das FNFs, que ilustram este tipo de convergência e preferência pelo capital fictício. De modo bem generalizado, as empresas não-financeiras passaram a rejeitar investimentos que envolviam custos diretos e benefícios demorados, que tendem a reduzir os lucros de imediato, apesar de um efeito geralmente maior a longo prazo.

“On the asset side of NFC balance sheets, there has been a sustained shift in firm-level portfolio composition since the early 1980s away from fixed capital and toward—largely liquid—financial assets. This portfolio shift has been traced to declining corporate profitability after the late 1960s, accompanied by increasing uncertainty due to slower global aggregate demand growth and increased exchange rate volatility following the collapse of Bretton Woods” (Davis, 2016, p. 117–118)

O que, de fato, se passava, era o investimento cruzado das empresas em títulos umas das outras, inflacionando o mercado de capitais, com a ajuda dos investidores institucionais, que expandiam enormemente seu capital e representavam uma demanda sempre constante de ativos financeiros. O resultado das firmas dependia diretamente de suas performances no mercado financeiro, assim como de instrumentos que não se relacionavam com a própria produção.

Por exemplo, segundo Guttman (2008) a proliferação das securitizações passou a ser de grande importância no fechamento dos resultados de desempenho tanto dos bancos, como outras instituições financeiras, mas também das firmas não-financeiras. Da mesma forma, os derivativos, mesmo que criados para reduzir o risco sobre o preço de venda de alguma mercadoria específica, passaram a ser alvo de grandes apostas financeiras, cuja volatilidade apresentava altos ganhos e, também, vultuosas perdas, mesmo que estas negociações não apresentassem relação com a produção da própria firma. O autor ainda chama a atenção que, com o acesso ao crédito, as operações alavancam a rentabilidade esperada. Mollo (2011b) corrobora tal afirmação:

“Zerbato (2001), analisando o processo de financeirização das economias, lembra que, quanto mais a engenharia financeira é sofisticada, maior é a liquidez e menor parece ser a aposta individual dos aplicadores nos ativos financeiros. Maior poderá ser, então, a divergência entre preços dos títulos e ações e os capitais reais que lhe deram origem. Para os aplicadores individuais no mercado financeiro, as compras de títulos e vendas rápidas a preços maiores permitem aliar liquidez e rentabilidade e ampliam o caráter especulativo das operações (Chesnais, 1996).” (p. 454)

Ainda que possa parecer arriscado, a ascensão do capital fictício cumpriu com suas funções razoavelmente bem durante algumas décadas. Permitiu o acesso normal aos bens e serviços por parte dos trabalhadores, em particular nas economias avançadas, em um momento de clara tendência histórica de perda da participação na renda. Além do mais, permitiu quase que indefinidamente, o endividamento dos Estados nacionais, ao passo que, empurrados pelo movimento neoliberal, reduziram ao peso da renda governamental por meio da redução dos impostos. Por último, permitiu um retorno sobre o capital das empresas não-financeiras, ainda que com alto caráter especulativo e, portanto, instável.

“Como já analisava Marx em sua época, o processo de reprodução do capital, elástico por natureza, poderá ser tensionado ao extremo e a crise, adiada pela ‘demanda fictícia’. Esta, por sua vez, será criada pela fluidez de pagamentos que o acesso a crédito permite e pela própria produção aumentada” (Mollo, 2011b)

Seu papel como efeito contrarrestante da crise capitalista comprou tempo o suficiente dentro do modo de produção para que se tornasse, ele mesmo, a razão da próxima crise do capitalismo. A autonomia entre a circulação e produção, que é a margem de receita do capital fictício, deixa de ser relativa. Mollo (2011a; b) entende que o limite se encontra

justamente no processo de geração das rendas que sustentam a demanda por estes ativos (2011b, p. 454).

O processo de acumulação produtiva dentro do sistema capitalista financeirizado encontrava-se em ampla decadência, ainda que o volume de dinheiro circulando no mercado financeiro mundial fosse multiplicado a cada ano.

Como vimos na sessão anterior, o advento da financeirização afetou negativamente o crescimento econômico em economias ao redor do globo. Se por um lado afetaram a capacidade produtiva das firmas de longo prazo, gerando menor produto potencial no futuro e menor capacidade de gerar empregos, afetaram também a capacidade de endividamento das famílias, que chegaram em um nível crítico de subemprego, salários declinantes e falta de capacidade de honrar suas obrigações, o que gerou a crise do *subprime* em 2007 nos Estados Unidos.

Quando lucros e salários param de crescer, ou crescem pouco, a renda que sustentava a demanda e o preço dos títulos e ações caem, escancarando seu caráter fictício. Isso implica diretamente a importância do que, na literatura marxista, é denominado de reconhecimento social do dinheiro e na conversibilidade entre qualquer tipo de mercadoria.

Ainda que houvesse uma expansão na esfera da circulação frente à dificuldade no lado real da economia (o que perdurou por diversas décadas), tornando-se mais distante da mensuração de valor do seu conteúdo (perda de lastro do dinheiro na esfera produtiva), “nem por isso a determinação social do valor acha-se dispensada” (Mollo, 2011a, p. 12).

A centralização dos fluxos nos mercados financeiros centrais, a aparição de grandes *players* financeiros, como os investidores institucionais e a contínua expropriação financeira das rendas do setor produtivo permitiram que os preços de mercado dos ativos financeiros se mantivessem por um longo tempo valorizados, obtendo taxas de retorno acima da média. Entretanto, como já vimos, isso não ocorre sem que sejam geradas debilidades para o funcionamento do sistema de acumulação produtiva como um todo.

“Situações como essa ocorrem porque o valor como relação social é uma relação quantitativa que precisa manter alguma compatibilidade entre produção e circulação como etapas de um mesmo processo social. Assim, mesmo se não há proporcionalidade direta, a todo momento, entre a produção de valores e a sua circulação, ou entre produção e distribuição, mesmo que o capitalismo, por meio do seu objetivo de lucro e lucro máximo, procure se desvencilhar dos limites da produção ao se apropriar do valor, não há como manter o processo de acumulação de

capital sem essa compatibilidade no capitalismo. Ou seja, distorções sistemáticas e gerais entre produção e circulação conduzem a crises” (Mollo, 2011a, p. 12)

Para o capital fictício, sua própria natureza já implica desrespeito à lei do valor, tendo em vista que possui um valor sem relação com trabalho. Consoante com Lapavitsas (2009a), Mollo (2011a) e Streeck (2018), a superacumulação de capital fictício na esfera financeira durante o desenvolvimento da financeirização se desenvolveu como um aprofundamento das condições de exploração, endividamento e centralização do capital, se desvencilhando dos limites à sua valorização. É o que Brunhoff (1990) caracteriza como uma distribuição das rendas geradas.

Para isso, faz-se extremamente necessária a continuidade da geração de valor no circuito produtivo, de modo a gerar as rendas necessárias que serão redistribuídas em favor da valorização do capital fictício. Portanto, se há um sistemático ataque ao sistema produtivo, como houve durante cerca de quatro décadas, os ganhos fictícios, sustentados pelas rendas oriundas da produção, não podem se manter indefinidamente, haja visto a queda da demanda necessária à sua valorização.

Chegado ao limite, há uma quebra geral do valor dentro do mercado financeiro, quando este bate na sua fronteira de emancipação frente à economia produtiva. Observamos desde 2008 a barreira ao desenvolvimento do mercado financeiro mundial, que se viu à mercê da súbita destruição de seu próprio capital, não fossem os largos esforços dos Estados nacionais e supranacionais em retirar da praça financeira todos os tipos de ativos “contaminados” pela deflação, ocasionando uma nova leva de endividamento público que segue se expandindo mesmo 11 anos após a eclosão da crise financeira mundial.

Mas, como vimos no primeiro capítulo deste trabalho, o Brasil possui uma trajetória singular no processo de financeirização de sua economia. A pertinência da pergunta desta dissertação precisa ser elucidada, tendo em vista que outros autores como Lavinias (2017) já definiram o grande impacto das políticas sociais e da massificação das finanças como um dos grandes canais de financeirização brasileira. Trazemos, portanto, na próxima sessão, alguns estudos empíricos que confirmam que há um extenso campo de pesquisa em desenvolvimento sobre a financeirização das firmas não-financeiras no Brasil.

2.3. A financeirização de firmas não-financeiras no Brasil: estudos selecionados

2.3.1. A autonomia financeira e o regime de crescimento liderado pelas finanças

Braga (1985) descreve que há uma busca da valorização dos capitais pelo processo de capitalização e pelo processo de geração de renda (vinculado diretamente à produção). Pela autonomia e simultaneidade entre esses processos é que poderíamos definir se há, nesta estrutura, um perfil de dominância financeira. Em uma economia liderada pelas finanças, estas poderiam estabelecer o ritmo da economia, dado que são elas que atuam por vezes reprimindo e outras vezes amplificando o processo dos investimentos.

É da natureza da atividade financeira e especulativa buscar em seu setor ou em outros, ativos que incrementem seu valor no tempo. Dessa forma, o capital não é estático, mas se move na direção que possui o maior retorno esperado. Braga (1985) afirma que, ainda que mantendo parte de suas “bases industriais prioritárias”, o capital especulativo vai variar de posição e dirigir-se inexoravelmente às atividades especulativas (p. 375).

“É necessário lembrar que a produção capitalista em si já tem um objetivo monetário. Fazer dinheiro é próprio da atividade produtiva no capitalismo. O fim último é a acumulação de capital-dinheiro, incremento do capital em sua forma dinheiro, fim este que é magnificado com o desenvolvimento daquela macroestrutura financeira. Assim a especulação intrínseca às unidades empresariais proprietárias do capital conduz a que cada uma destas componha suas estruturas de ativos e passivos de modo a obter fluxos de dinheiro que sustentem lucrativamente seus investimentos e viabilizem suas transações financeiras, ora marcadas pelo ganho financeiro estrito, ora por um endividamento além de suas possibilidades internas de expansão da escala de investimentos; ou ainda, por uma combinação heterodoxa de ambas.” (Braga, 1985, p. 375)

Braga (1985) identifica, já antecipando-se ao seu tempo, um regime liderado pelas finanças no qual os capitais financeiros ditam o processo de investimento e de acumulação da economia e, por assim dizer, determinam as atitudes das firmas não-financeiras. O elo produtivo-financeiro forjado nos planos micro e macroeconômicos resultaram em desdobramentos contraditórios que articularam estruturalmente a demanda efetiva com a circulação financeira.

“Num aspecto, porque é o investimento que produz os lucros brutos sancionadores dos retornos financeiros (ativos financeiros). Noutra aspecto, é a acumulação financeira que potencializa a escala do investimento, ademais de ser aquela que agiliza a capitalização (formação, inclusive, de capital fictício) e a obtenção de liquidez para os ativos.” (Braga, 1985, p. 376).

No entanto, há uma dupla interação entre “o jogo dos *cash-flows*”, conforme o autor denomina, e a direção dos ritmos de investimentos. Se ora verifica-se um suporte do mecanismo

financeiro ao sistema produtivo, ora há uma maior autonomização financeiro-especulativa. A dominância financeira, segundo o autor, é dada por mecanismos estratégicos. O movimento de centralização, que antes era característico de momentos de crise, passa a ser a via normal para os períodos de expansão. O movimento de centralização implica operações nos mercados financeiros visando o controle acionário de empresas, em meio à estratégia de aumento do que poderíamos facilmente denominar de taxa de expropriação financeira.

Bruno *et al.* (2011) desenvolvem os argumentos de Braga (1985), no entendimento de que a financeirização é uma “norma sistêmica de riqueza” produtora de uma dinâmica articulada pela lógica financeira (p. 732).

Bruno *et al.* (2011) avaliam a existência de uma estrutura econômica liderada pelas finanças e encontram evidências interessantes acerca do comportamento das empresas brasileiras durante o processo de financeirização. Há um padrão distinto no período de financeirização estudado (1980-2008): a financeirização lastreada na inflação (1980-1993) e aquela lastreada na renda de juros (1995-2008).

A primeira etapa foi caracterizada, nos termos de Braga (1985), pela predileção das empresas não-financeiras a investirem nos ativos mais líquidos, frente à incerteza produtiva característica da “década perdida”. Dessa forma, houve uma ampla adesão ao investimento financeiro, mais especificamente em ativos ligados aos mecanismos institucionais de correção monetária e da indexação inflacionária. Bruno *et al.* (2011) encontram uma relação positiva nas movimentações inflacionárias com o valor adicionado das instituições financeiras e também com o PIB brasileiro.

O segundo padrão é caracterizado pelo deslocamento da acumulação em direção aos derivativos e títulos vinculados ao endividamento público. Isso pois o período é demarcado por uma altíssima taxa de juros reais. Os autores denominam este fenômeno de financeirização usurária, pois as firmas concentravam seus ganhos na propriedade de títulos de dívida pública.

Dessa forma, no Brasil, os canais rentistas-patrimoniais foram um importantíssimo eixo de acumulação e base da subordinação das atividades produtivas ao circuito financeiro, principalmente no período 1991-2003, em que o lucro empresarial praticamente se confunde com o lucro não operacional. Estes fatores, inclusive, levaram o país a uma taxa de acumulação de capital fixo produtivo a um ritmo incompatível com o forte crescimento econômico de 2003 a 2008, além de promover a concentração funcional da renda em favor dos lucros e em detrimento dos salários.

“Concomitantemente, observa-se a expansão rápida da dívida pública interna indexada à taxa de juros Selic, convertendo-a num dos principais eixos da acumulação rentista-patrimonial no país. Isso explica as tendências estagnacionistas observadas nesse período e permite a interpretação de que o regime de acumulação então vigente era do tipo “*finance-dominated accumulation regime*”[...]. Nesse primeiro período, a financeirização bloqueia a taxa de acumulação de capital fixo produtivo e torna o regime de crescimento estagnante.” (Bruno *et al.*, 2011)

Ainda que nem todo o período seja caracterizado pelo ganho financeiro sobrepondo-se ao ganho produtivo, Bruno *et al.* (2011) definem a economia brasileira como um *finance-led growth* pelos seguintes fatores: a rentabilidade financeira comanda as decisões de alocação de capital e a magnitude das taxas de crescimento econômico e sustentabilidade do mesmo continuam sendo dependentes da norma da rentabilidade financeira real que a “alocação não produtiva oferece ostensivamente às empresas e aos detentores de capital” (p. 747).

2.3.2. O ciclo financeiro e as firmas brasileiras

Se por um lado Braga (1985) e Bruno *et al.* (2011) tratam de desenvolver aspectos característicos da destinação dos recursos das firmas em uma era financeirizada, Corrêa, Lemos e Feijó (2017) buscaram investigar as raízes do impacto dos ciclos financeiros na produção e na crise de 2015 e, por sua vez, a capacidade de oferta de crédito e financiamento das empresas, isto é, a origem de seus recursos.

A hipótese dos autores é de que a crise financeira e a recessão mundial alteraram os ciclos macroeconômicos interno e externo, impactando negativamente, no Brasil, “as decisões de investimento em ativos fixos e afetando as estratégias patrimoniais de bancos e empresas não financeiras” (Corrêa, Lemos e Feijó, 2017, p. 2). Os autores incorporam na análise tanto a literatura sobre financeirização como o aparato teórico de Minsky pois, segundo os autores:

“O aparato teórico desenvolvido por Minsky (1986; 1992) sobre posturas de financiamento das empresas e a vulnerabilidade financeira é essencial para conectar o fenômeno da financeirização ao nível da firma e seus efeitos sobre o investimento produtivo e a instabilidade econômica.” (Corrêa, Lemos e Feijó, 2017, p. 3)

A hipótese principal que é retirada da hipótese de instabilidade financeira (HIF) de Minsky é que as economias não tendem ao equilíbrio. Em segunda instância, os autores reforçam que houve uma mudança central no papel do capital financeiro dentro da economia. Observam que seu papel histórico de investimento em ativos de capital para produção de bens que possuíam expectativa de lucro para assim extrair sua renda, transferiu-se para uma moderna

gama de produtos e serviços que não necessariamente se assentam na acumulação de capital com geração de renda e emprego em nível agregado. Isso se faz por uma exacerbação da busca por liquidez e rentabilidade dos canais financeiros, permitindo geração (ou expropriação) de riqueza sob forma de ativos que não geram renda e emprego.

A questão é que a acumulação de riqueza não se limita à expansão do estoque de capital produtivo, mas também à acumulação de capital financeiro. Quanto mais o aumento da riqueza agregada for resultado do aumento da riqueza financeira, que é o caso de uma economia financeirizada, mais dependentes serão as taxas de crescimento ao humor do mercado financeiro. Isto é, as decisões que envolvem um longo período, como o investimento produtivo, dependem em grande parte das decisões tomadas por empresas financeiras a expandir o financiamento. Isso implica situação semelhante à de um regime liderado pelas finanças, mas explicado pelo lado das firmas financeiras, isto é, da oferta de crédito.

Isso sugere que a redução das expectativas do retorno financeiro ou das margens de lucro deste setor implicará em uma redução da oferta de novos empréstimos ou o aumento do custo dos empréstimos, por meio dos juros. De forma que os serviços financeiros devem sempre ser privilegiados na repartição dos ganhos produtivos e este privilégio deveria sempre aumentar, independente da taxa de crescimento econômico.

A relação dos ciclos financeiros com a financeirização acontece quando, em momentos otimistas do mercado, há um volume maior de empréstimos que garanta o rendimento de empresas financeiras. Já em períodos de baixa expectativa, os juros se elevariam, compensando a redução do crédito ou da taxa de crescimento econômico. Isso permite, invariavelmente, que o setor financeiro cresça sua participação na economia no longo prazo.

A economia brasileira, no período de 2004 a 2015, passou por uma fase de crescimento e otimismo, com uma taxa média de crescimento do PIB e da formação bruta de capital fixo (FBCF) de algo em torno de 4,4% ao ano. Corrêa, Lemos e Feijó (2017) apontam que a crise financeira internacional e seus desdobramentos interromperam este pequeno ciclo virtuoso da economia brasileira, fazendo com que o mercado financeiro revisasse suas expectativas de retorno.

Esse ciclo de expectativas, ora otimista, ora pessimista, fez com que as empresas não-financeiras apresentassem o típico comportamento previsto por Minsky (1982) acerca de sua HIF. Ainda que a principal fonte histórica de financiamento da acumulação de capital das

empresas brasileiras se desse a partir do autofinanciamento, essa característica passou a mudar a partir da década de 1990, principalmente para as grandes empresas e de capital aberto.

O ciclo de expansão apresentado entre 2004 e 2015 fez com que as empresas brasileiras fossem estimuladas a expandir seu endividamento e ao mercado financeiro a expandir o crédito. Durante este momento, as empresas com perfil de endividamento considerados *ponzi*, que é o perfil que apresenta grande exposição ao risco sistêmico e de contágio, aumentou consideravelmente, chegando, em 2015, a mais de 50% das empresas brasileiras, segundo Corrêa, Lemos e Feijó (2017).

A partir de 2008, ano da crise mundial, houve uma revisão das expectativas de retorno sobre novos investimentos, tanto pelo lado das firmas não-financeiras, do lado da demanda, quanto pelo lado das firmas financeiras, pelo lado da oferta de crédito. Não obstante, à exceção de 2010, a taxa de FBCF foi declinante até o momento da deflagração da crise interna, em 2015. Se por um lado o retorno sobre novos investimentos não compensaria o custo do capital novo instalado, por outro, quase metade (49%) das firmas não-financeiras não conseguiam ao menos gerar caixa suficiente para o pagamento de suas despesas financeiras no ano de 2015 (Corrêa, Lemos e Feijó, 2017, p. 17).

Portanto, segundo Corrêa, Lemos e Feijó (2017), a economia brasileira ficou altamente sujeita à instabilidade financeira e ao contágio, especialmente pelos mecanismos desenhados sob a financeirização do aparato econômico do Brasil.

2.3.3. *Financeirização, investimento e emprego*

Em outros dois estudos, utilizando empresas não-financeiras selecionadas do Novo Mercado da Bovespa, Attílio (2016) e Miranda e Matos (2016) investigam, ao analisar seus demonstrativos financeiros, a capacidade das FNFs de gerar empregos e a estratégia de expansão sob os impactos da financeirização.

Como discutimos ao longo deste capítulo e do anterior, a mudança da lógica corporativa e do processo de acumulação como um todo sob o regime de financeirização, prejudicou os trabalhadores na disputa capital e trabalho.

No interior das empresas, houve um aumento da desigualdade de rendimentos entre acionistas, gerentes e outros empregadores que não dispunham de nenhuma propriedade sobre a firma. A disparidade ocorreu pela estratégia de maximização do valor do acionista, que priorizou a geração de rendas sobre a propriedade e não sobre a produção. Dessa forma, os mais

castigados foram os trabalhadores cuja renda estava mais ou menos ligada à sua produção e/ou produtividade.

Além da desigualdade entre os empregados, a maximização do valor do acionista, dada sua natureza de redução do escopo da empresa, também auxiliou na incapacidade da geração de novos postos de trabalho, e isso quando não aumentava o desemprego. É sobre esse caminho que trilha o trabalho de Attílio (2016) acerca das empresas não-financeiras brasileiras.

Segundo Miranda (2013, apud Attílio, 2016, p. 5), as empresas não financeiras de capital aberto entre 1995 e 2012 aprofundaram a governança corporativa do tipo *maximizing shareholder value* (MSV). Para Attílio (2016), essa mudança de comportamento das empresas impactou a gerência de recursos em desfavor do capital produtivo afetando, assim, sua capacidade em salvaguardar ou gerar empregos.

Ao comparar as políticas de distribuição de dividendos destas empresas com os dados de geração de emprego setorial no Brasil, Attílio (2016) consegue verificar que há um efeito negativo da distribuição dos dividendos em relação ao emprego no mesmo setor.

Esse resultado foi ao encontro da estratégia de “*downsize and distribute*” de Lazonick e O’Sullivan (2000), corroborando com os achados para a economia norte-americana nos trabalhos de Davis (2016) e Orhangazi (2008).

Attílio (2016) utilizou a plataforma de dados da Economática, da mesma forma que fizeram Miranda e Matos (2016). Estes autores, no entanto, buscaram estabelecer um modelo de combinação causal que explicasse quais variáveis poderiam impactar o investimento de empresas brasileiras de capital aberto. Seus estudos demonstraram que os recursos oriundos da dívida, do lucro e da receita financeira “não foram usados para financiar o investimento, sendo destinados a aplicações financeiras e à remuneração do capital (dividendos e juros sobre o capital próprio e de terceiros)” (Miranda e Matos, 2016, p. 25).

Estes dois artigos de 2016 foram de vital importância para a construção do modelo que será utilizado no próximo capítulo deste trabalho, especialmente pelo uso da mesma base de dados, ainda que os autores não tenham trabalhado com uma série histórica.

Temos em mãos, portanto, fortes indícios de que a economia brasileira passa por um amplo processo de financeirização. A predileção pelos ativos financeiros, a característica usurária do empresariado brasileiro, a exposição financeira, a estratégia de maximização do valor do acionista e a causalidade entre financeirização e investimento reforçam a importância

de se estudar este fenômeno que pode ter contribuído massivamente para a deflagração da atual crise econômica no país. Convidamos, então, o leitor a avançar para a investigação do modelo de financeirização brasileira inspirou-se nos trabalhos de Attílio (2016), Miranda e Matos (2016), Orhangazi (2008), Stockhammer (2004) e Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers (2015) e Tori e Onaran (2018).

CAPÍTULO III: Financeirização e acumulação de capital no setor corporativo não-financeiro: uma investigação empírica na economia brasileira de 1995 a 2018

Ao longo dos dois primeiros capítulos apresentamos a pertinência do estudo sobre financeirização no mercado corporativo, tanto mundial, quanto brasileiro. A financeirização trouxe impactos diversos conforme se espalhava pelas diferentes economias e se adaptava às suas realidades. Muito foi investigado sobre a performance de crescimento produtivo em economias centrais já desenvolvidas e o resultado sempre demonstrava que a expansão dos ativos financeiros, apesar de concebidos para facilitar a alocação de serviços e financiamento, agiu de forma inversa e serviu como um entrave para o desenvolvimento da cadeia produtiva. Vão nesta linha eminentes trabalhos como Davis (2014), Krippner (2005), Orhangazi (2008), Stockhammer (2004), Demir (2007) e Tori e Onaran (2018).

O Brasil, como visto no capítulo 1, retrata um contexto econômico de financeirização que difere do desenvolvimento da economia americana, que carrega consigo o título de exemplo clássico de uma economia financeirizada. No entanto, foi apontada uma semelhança entre o racional das empresas brasileiras com as empresas norte-americanas. Uma vez que estas mesmas empresas, especialmente após a abertura de mercado no Brasil, competem entre si nos mercados internacionais de produtos, serviços e pelo acesso ao crédito, é esperado que haja uma convergência entre táticas de governança entre elas.

Confirmando essa proposição vão trabalhos como Attílio (2016), Bruno et al. (2011), Corrêa, Lemos e Feijó (2017) e Miranda e Matos (2016). Sobre estes trabalhos, iremos incorporar à análise das empresas brasileiras um estreitamento das técnicas de mensuração utilizadas para os trabalhos empíricos de países centrais, como EUA e Reino Unido, tentando estabelecer uma base de comparação nas avaliações destes países e abrir espaço para estudos mais aprofundados no tema⁴⁸.

Desta forma, este capítulo será dividido em três partes. A primeira parte apresentará detalhes técnicos e apresentação dos dados, das variáveis e de suas tendências. A segunda seção conterá o modelo e suas especificações, enquanto a terceira mostrará os resultados, conclusões e considerações acerca dos achados.

⁴⁸ No Anexo I apresentamos na figura A1 uma tabela explicativa sobre os principais trabalhos que utilizamos como base empírica para a formulação do nosso modelo de estudo. Está presente na tabela as referências, quais variáveis de financeirização abordaram e qual o nível de agregação dos estudos, além do local e recorte temporal.

3.1 Financeirização e acumulação de capital

3.1.1 Definição das variáveis

A definição das variáveis foi desenhada a partir das contribuições de Davis (2018), Krippner (2005), Lazonick e O’Sullivan (2000), Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018), baseando-se nas razões explicitadas na seção 2.1 do segundo capítulo deste trabalho.

O possível elo entre financeirização e acumulação de capital suscitou grande atração da literatura, ainda que se mantenha incipiente no âmbito da pesquisa nacional. O que investigamos a seguir é se a mudança da gestão corporativa como fruto de uma economia financeirizada afetou de forma significativa a expansão produtiva no Brasil, analisado o período entre 1995 e 2018. O ritmo de expansão da capacidade produtiva foi escolhido por ser uma variável chave para o sistema capitalista, além de ter impacto direto no processo de geração de emprego, produto e renda. “The growth of an economy depends ultimately on the accumulation of physical capital and the technology it employs” (Orhangazi, 2008, p. 872).

Como nosso objetivo maior é avaliar os impactos da mudança estratégica das FNFs brasileiras, nossa variável de interesse é o investimento. Vamos nos referir ao investimento, como a taxa de investimento produtivo líquido, isto é, a variação ao longo dos períodos analisados do imobilizado das empresas em relação ao imobilizado total. Isso implica que se, contabilmente⁴⁹, a taxa de investimento das empresas for igual à taxa de depreciação do aparato produtivo, em nossa demonstração, a taxa de investimento será zero. Caso seja maior, será positiva. Por outro lado, se a taxa de investimento real for menor do que a taxa de depreciação, a taxa de investimento produtivo líquido será negativa, como pode ser observado, especialmente em períodos de crise.

A nossa variável de investimento produtivo líquido é, portanto, uma *proxy* de investimento, obtido pela variação do imobilizado em relação ao imobilizado total, isto é, $I_{i,t} = \frac{(im_{i,t} - im_{i,t-1})}{im_{i,t-1}}$ ⁵⁰. Explicada a variável dependente, agora vamos contextualizar as variáveis independentes e como elas se relacionam com a taxa de investimento líquido.

⁴⁹ A variável de investimento obtida através da variação do imobilizado somente considera a depreciação contábil, podendo carregar consigo o problema de ter várias gerações (*vintages*) de capital coexistindo simultaneamente. Entretanto, como esta variável foi utilizada em demais trabalhos que cobriam o Brasil a partir dos dados da Economática, decidimos manter este padrão de análise.

⁵⁰ I é a taxa de investimento líquido; im é o imobilizado total e; t é o período.

Pelo lado da economia real, temos outras variáveis chave, tratadas neste trabalho desde o primeiro capítulo, quais sejam o lucro operacional e a demanda. O lucro é a efetivação e sinalização necessária para o emprego de nova capacidade produtiva por parte das empresas. *Ceteris paribus*, a lucratividade determina aonde é mais viável a alocação dos recursos escassos.

Embora haja diversas formas de se calcularem os lucros e seu impacto sobre o investimento, vamos nos ater às abordagens de Davis (2013) e Orhangazi (2008) cuja especificação “emphasizes that future profits are unknown, such that investment depends on the expected profit rate on new capital” (p. 9). Já Orhangazi salienta:

“Under ‘true’ uncertainty, future profits and demand conditions cannot be known, so expectations about future conditions are, in large part, formed on the basis of past performance. Hence, expected profitability is one of the major determinants of investment. Consequently, past profitability will be an important determinant of investment through the indication it gives about future profitability. Moreover, if internal funds are preferred by management to external funds, past levels of profits could affect investment by determining the level of internal funds available for investment.” (Orhangazi, 2008, p. 873)

A taxa de lucro esperada possui uma relação positiva com o investimento uma vez que fornece uma sinalização positiva sobre os lucros futuros esperados das firmas sobre a venda de produtos, mercadorias ou prestação de serviços, além de fornecer um alento à restrição interna de divisas para novos investimentos. Dessa forma, denominando a taxa de lucro operacional como $\pi_{i,t-j} = \frac{luc_{i,t-j}}{im_{i,t-j}}$ ⁵¹, em que “j” significa a quantidade de defasagens ótima da firma, temos que $\partial(I_t)_{\pi_{t-j}} > 0$.

Orhangazi (2008) assume que a expectativa de lucro futuro impactando o investimento dependerá do grau de utilização da capacidade ou do movimento cíclico das empresas. Para resolver esta questão o autor utiliza a razão de vendas por capital instalado como *proxy* de utilização da capacidade, enquanto, de acordo com os dados disponíveis na Económica, selecionamos o nível do estoque relativo à capacidade instalada como *proxy* dos movimentos cíclicos de negócios. Os estoques representam uma variação não esperada de demanda por parte dos tomadores de decisões das empresas. É a única variável que não possui uma análise mais aprofundada de comportamento, pois reflete fortemente a qualidade de gestão das empresas e a capacidade de *forecasting* das mesmas. Como uma elevação dos estoques

⁵¹ π é a taxa de lucro; *luc* é o lucro operacional antes de impostos e juros e; *j* é a defasagem ótima de tempo entre a variável dependente e as variáveis independentes.

indica uma queda da demanda ou aumento excessivo da oferta, sinaliza uma redução ou estabilização do investimento em nova capacidade produtiva, além do que a elevação do estoque implica maiores custos de armazenamento por parte das firmas. Dessa forma, o estoque, ponderado pelo imobilizado, será tido como $S_{i,t-j} = \frac{(est_{i,t-j})}{im_{i,t-j}}$ ⁵², de forma que $\partial(I_t)_{S_{t-j}} < 0$.

O endividamento das empresas surge como um outro componente de impacto sobre a taxa de investimento. A taxa de endividamento sobre o patrimônio líquido ou sobre o capital tangível tem sido usada em modelos de investimento cujo princípio indica que altos níveis de endividamento levam à fragilidade financeira e possuem um efeito negativo no perfil investidor das firmas (Orhangazi, 2008, p. 874). Essa observação também está presente no Brasil, trazida pelo trabalho de Corrêa, Lemos e Feijó (2017) ao demonstrarem que o autofinanciamento como principal fonte de financiamento de acumulação de capital no país tem sofrido uma alteração em seu padrão ao longo das últimas décadas.

Orhangazi (2008) argumenta que a percepção do nível de endividamento irá impactar as decisões de investimento uma vez que, baixo o suficiente, uma elevação do endividamento poderá surtir um efeito positivo no investimento, enquanto em níveis criticamente altos, uma elevação deste poderá surtir efeitos negativos, via aumento de custos. Desta forma, ponderando a dívida total, isto é, a dívida de curto e longo prazo, teremos a nossa variável $D_{i,t-j} = \frac{div_{cp_{i,t-j}} + div_{lp_{i,t-j}}}{im_{i,t-j}}$ ⁵³, de forma que $\partial(I_t)_{D_{t-j}} \lesseqgtr 0$ a depender do nível de percepção do endividamento e da defasagem escolhida.

No entanto, Davis (2014) sustenta que, para as firmas não-financeiras norte-americanas, a correlação entre financiamento e investimento foi se aproximando de zero no período de 1970 e 2010 (p. 72). Segundo a autora, as firmas estadunidenses começaram a substituir os investimentos em capital físico por investimentos em portfólio e, por isso, houve uma queda da relação entre maior quantidade de divisas disponíveis e maior investimento e, por isso, trazemos à tona a importância de se destacarem as variáveis de financeirização ao nosso modelo que são, de fato, as grandes contribuições desta área para a avaliação do crescimento econômico moderno.

⁵² S é a taxa de estoque e; est é o estoque total em dado um período de tempo.

⁵³ D é a taxa de endividamento; div_{cp} é o endividamento de curto prazo e; div_{lp} é o endividamento de longo prazo

Em primeiro lugar destacamos os pagamentos financeiros ou *financial payouts*. Esta variável contém a maximização do valor do acionista (MSV), mas não se restringe a ela. Além da contabilização da distribuição de dividendos e recompra de ações, também são contabilizados nesta variável os gastos com juros, serviços financeiros ou outros tipos de pagamentos feitos diretamente ao setor financeiro. À primeira vista, poderíamos considerar que uma alta taxa de *financial payouts* poderia gerar um efeito negativo sobre investimento. Essa relação é prevista na literatura sobre financeirização pela mudança da gestão corporativa sobre a pressão do movimento de subalternação das forças produtivas às forças financeiras. Entretanto, segundo Orhangazi (2008), este não é o único efeito possível.

Embora o pagamento financeiro implique em uma fatia do lucro que deixa de ser retido, fazendo com que os fundos internos para investimento se reduzam, uma alta taxa de distribuição de dividendos poderia sinalizar uma alta lucratividade da firma e solvência, além de aumentar sua credibilidade frente a seus acionistas. Essa estratégia poderia aumentar o acesso futuro da empresa ao crédito, reduzindo seu custo, fazendo com que altas taxas de pagamento ao setor financeiro induzissem uma posição de investimento no futuro positiva. No entanto, a literatura nos tem mostrado (Davis, 2018; Lazonick e O'Sullivan, 2000; Orhangazi, 2008; Tori e Onaran, 2018) que o efeito é predominantemente negativo. Dessa forma, nossa variável é identificada por: $P_{i,t-j} = \frac{desfin_{i,t-j} + distdiv_{i,t-j}}{im_{i,t-j}}^{54}, \partial(I_t)_{P_{t-j}} \leq 0$.

Por fim, temos a rentabilidade do investimento financeiro. A forma como a receita do investimento financeiro atua sobre o investimento em capital produtivo também é ambígua. Tanto Krippner (2005) quanto Davis (2014) identificam um efeito *crowding out* entre o investimento financeiro e o produtivo. Essa abordagem segue a lógica desenvolvida por Stockhammer (2004) de que as taxas ótimas de investimento em ativos fixos ou financeiros se sobreporiam de acordo com sua taxa de retorno e, especialmente, na taxa de retorno esperada sobre o novo investimento. Isso possui sérias implicações quando tratamos de uma economia com alto grau de volatilidade e incerteza em investimentos produtivos por parte das firmas, como retratam Miranda e Matos (2016).

No entanto, como resultado obtido por Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018), em firmas pequenas o efeito do aumento das receitas financeiras gerou um aumento do investimento produtivo, via aumento de caixa destas empresas. Tendo em vista que essas firmas

⁵⁴ *P* são os *financial payouts*, ou taxa de pagamentos financeiros; *desfin* são as despesas financeiras e; *divpag* são os dividendos pagos.

apresentam uma maior restrição orçamentária, as receitas oriundas de ativos não produtivos poderiam ser utilizadas na estruturação de um capital produtivo maior no futuro. Desta forma, temos a variável $R_{F_{i,t-j}} = \frac{recfin_{i,t-j}}{im_{i,t-j}}, \partial(I_t)_{R_{F_{t-j}}} \lesseqgtr 0^{55}$.

Assim, organizamos nosso modelo de investimento de uma firma não-financeira sob o impacto da financeirização da seguinte forma:

$$I_t = F(\pi_{t-j}; S_{t-j}; D_{t-j}; P_{t-j} R_{F_{t-j}}) \quad (I)$$

3.1.2 Dados

Analisamos os demonstrativos financeiros de cerca de 600 empresas não financeiras de capital aberto no Brasil, distribuídas entre o setor de agroindústria, extrativa, transformação, serviços e comércio. Os dados foram obtidos pela plataforma Economática e o período coberto é de 1995 a 2018. Ainda que diversos estudos já apresentem a financeirização das empresas brasileiras em um período anterior ao Plano Real (Braga, 1985; Bruno *et al.*, 2011; Lavinias, Araújo e Bruno, 2017), os dados existentes anteriores a 1995 são escassos o que prejudica a análise deste período. No entanto, cobriremos todo o período de ascensão do perfil usuário das empresas no início do Plano Real, do crescimento econômico da era Lula, da crise econômica mundial e da crise brasileira de 2015.

Nossa amostra é um painel não balanceado de empresas, tendo em vista que não é um requisito que as empresas analisadas tenham observações para todos os anos do período, ainda que seja exigido um mínimo de 5 anos de observações contínuas. A requisição de um painel balanceado poderia, segundo Orhangazi (2008), introduzir um certo viés, no sentido de que somente firmas que tenham sobrevivido durante todo o período seriam analisadas, excluindo uma enorme quantidade de observações somente porque os dados não foram reportados em alguns itens por alguns anos. Por outro lado, a cobertura dos dados da Economática aumenta com o tempo, isto é, conforme nos aproximamos de 2018, maior é o número de empresas, bem como também aumenta o número de variáveis, tais como a distribuição de dividendos (observada a partir de 2004) e o estoque de ativos financeiros (primeiro lançamento data de 2010).

⁵⁵ R_F é a taxa de receita financeira e; *recfin* são as receitas financeiras.

É esperado alto grau de heterogeneidade entre as firmas, especialmente pela alta diferenciação de atividade final e tamanho das empresas, ainda que todas sejam consideradas grandes na economia brasileira⁵⁶. Para isso serão feitos dois tipos de controle. Separaremos as empresas por macrossetor e por tamanho. As empresas serão separadas entre 5 setores, conforme já apontado: agroindústria, indústria extrativa, de transformação, serviços e comércio. Posteriormente, calculamos os ativos totais das firmas, separando o universo de investigação em dois grandes grupos, um das firmas que representam o quartil com a menor quantidade média de ativos totais e outro, com os 75% restantes. Visando eliminar *outliers*, vamos calcular a média para cada variável e eliminar as firmas que se encontram na cauda de 1% ou 99%. Seguindo Chirinko, Fazzari e Meyer (1999) e Orhangazi (2008), nós não deletamos os *outliers* sobre a variável dependente para evitar viés de seleção.

A definição e escolha das variáveis teve como base diversos trabalhos empíricos para os Estados Unidos, como Davis (2016), Krippner (2005), Lazonick e O'Sullivan (2000), Moosa (2017), Orhangazi (2008) e Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers (2015). Adaptando-os à realidade sobre os dados de firmas não financeiras no Brasil, tomamos como base os trabalhos de Atílio (2016), Corrêa, Lemos e Feijó (2017) e Miranda e Matos (2016). Estas variáveis encontram-se explicadas na figura 3.1. Todos os dados da Economática foram deflacionados pelo software de extração de dados da própria Economática.

⁵⁶ O que pode ser discutível neste trabalho é a representatividade da amostra de empresas na realidade brasileira. Ainda que alguns trabalhos cite que pequenas empresas se alavanquem mais em ativos financeiros de forma a aumentar seu fluxo de caixa, como (Orhangazi, 2008), não existem microdados disponíveis para este núcleo empresarial no Brasil.

Variáveis	Definição
Receita financeira (R_F)	Receita não-operacional obtida através de investimento em portfólio, descontos obtidos e juros recebidos
Receita operacional (R_O)	Receita com a venda de produtos, mercadorias ou prestação de serviços
Ativo total (ATT)	Somatório do ativo circulante e não circulante
<i>Financial payouts</i> (P)	Pagamento de juros, serviços financeiros, distribuição de dividendos e recompra de ações (da própria empresa)
Dívida de curto e longo prazo (D)	Total de empréstimo e financiamento de curto e longo prazo
Estoque (S)	Mercadorias, produtos (finais ou inacabados) ou outros bens em posse das firmas
Imobilizado (im)	Ativos tangíveis utilizados na consecução das atividades fins das firmas como imóveis, plantas e equipamentos.
Lucro operacional (π)	Lucro antes do pagamento de juros e imposto de renda (LAJIR) e descontado do resultado financeiro
Aplicações financeiras ($Apl Fin$)	Total de ativos financeiros em posse das firmas

Fonte: Economática

Figura 3.1: Definição das Variáveis

A partir da organização de dados não é possível computar o resultado financeiro no conceito que desejamos, que é o lucro financeiro. O lucro financeiro implica ganhos/perdas sobre investimentos financeiros menos os custos a ele associados. À medida que a variável da Economática “despesas financeiras” computa outras variáveis que remetem ao *financial payouts*, foi decidido isolar as receitas financeiras, o que pode subvalorizar os efeitos negativos desta variável no investimento. Desta forma, contabilizamos somente a receita financeira para este fim e as “despesas financeiras” como *financial payouts*, à maneira definida por Orhangazi (2008).

A Economática computa dados de dividendos recebidos e pagos somente a partir de 2004, e de aplicações financeiras a partir de 2010. Como *proxy* da variável “taxa de investimento”, (não reportada na Economática), seguimos o exemplo de Miranda e Matos (2016) e utilizamos a variação do imobilizado em relação ao imobilizado total.

Os detalhes das variáveis são observados na figura 3.2, todas em proporção do imobilizado.

Todas as Firmas Não-Financeiras (1995-2018)			
Variável	Média	DP	Obs
Investimento			
overall	1.956	20.193	N = 6736
between		8.324	n = 560
within		19.029	T-bar=12.02
Lucro Operacional			
overall		10.320	N = 7317
between	1.419	8.462	n = 560
within		7.878	T-bar=13.06
Financial Payouts			
overall		5.660	N = 7317
between	1.573	5.100	n = 560
within		3.858	T-bar=13.06
Estoques			
overall	1.077	4.565	N = 6632
between		4.607	n = 560
within		2.036	T-ba = 11.84
Receita Financeira			
overall		1.854	N = 7317
between	0.572	1.287	n = 560
within		1.428	T-bar=13.06
Dívida Total			
overall	1094144	2717833	N = 7317
between		2262947	n = 560
within		1500641	T-bar=13.06
Receita Financeira*D_{25%}			
overall		0.7309	N = 1694
between		0.4409	n = 136
within	0.1016	0.5650	T-bar =12.45

Figura 3.2: Sumário das Estatísticas. Elaboração própria com dados da Economática. N é o número de observações, n é o número de subgrupos (firmas) e T-bar é o número médio de observações por firma, isto é, anos.

3.1.3 Evidência de Financeirização

As primeiras e mais contundentes evidências de financeirização das empresas não-financeiras está justamente na composição de sua receita. Essa premissa foi levantada por Arrighi (1994) e Krippner (2005) e permanece em destaque em quase toda a literatura posterior que trata sobre a financeirização das firmas não-financeiras. Os autores reconhecem a financeirização como um padrão de acumulação em que os ganhos das FNFs se dão cada vez mais pelos canais financeiros do que pela venda de mercadorias, produtos ou serviços, isto é, por meio do serviço final das empresas.

Para ilustrar esse movimento temos a figura 3.3. Nesta imagem observamos três tendências: a evolução das receitas operacionais (RO) e financeiras (RF) ponderadas pelo imobilizado, cujos valores são dados pelo eixo direito e a relação RF/RO pelo eixo esquerdo. A figura 3.3 apresenta uma tendência que corrobora a visão de processo de financeirização da economia brasileira.

A receita financeira tende a crescer durante toda a série histórica abordada, o que já era previsto na literatura, embora haja alguns fatores a serem considerados. Em 1998 e 99 a relação entre RF e RO já era superior a 20%, podendo ser resquício da receita obtida pelos altos juros reais por via da âncora monetária, como destacaram Bruno et al. (2011). No período entre a ascensão do Partido dos Trabalhadores ao executivo nacional e a crise financeira mundial em 2008 o crescimento da receita financeira se deu de forma bem estável. Portanto a relação entre as receitas operacional e financeira com o capital instalado se deu de forma lenta e estável, também pelo crescimento acelerado do imobilizado nesta mesma época.

Destacamos da figura 3.3 a aceleração do aumento da receita financeira a partir de 2009, um ano após a crise, com saltos de crescimento entre 2009-2011 (transição Lula-Dilma) e 2015-2017 (período do governo Temer). Tanto em relação ao imobilizado, quanto em relação à receita operacional, as receitas financeiras crescem em níveis absoluto e proporcional, representando a tendência esperada de uma economia financeirizada.

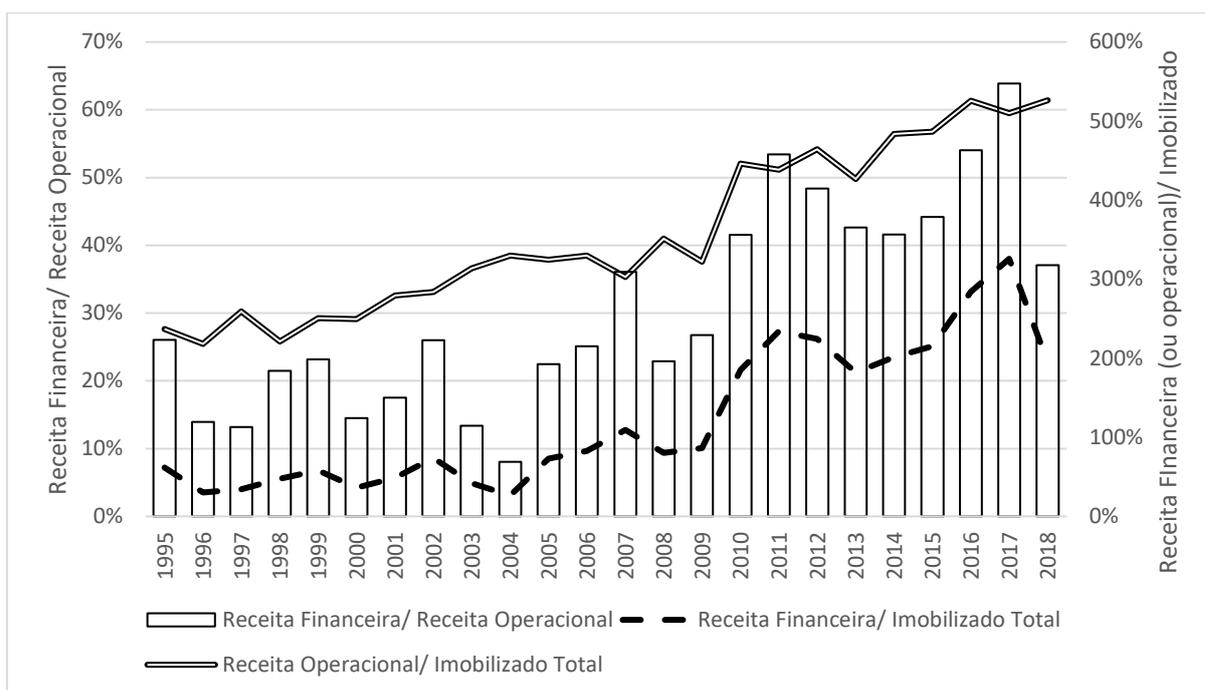


Figura 3.3: Composição da Receita da FNF. Dados Econômica, elaboração própria.

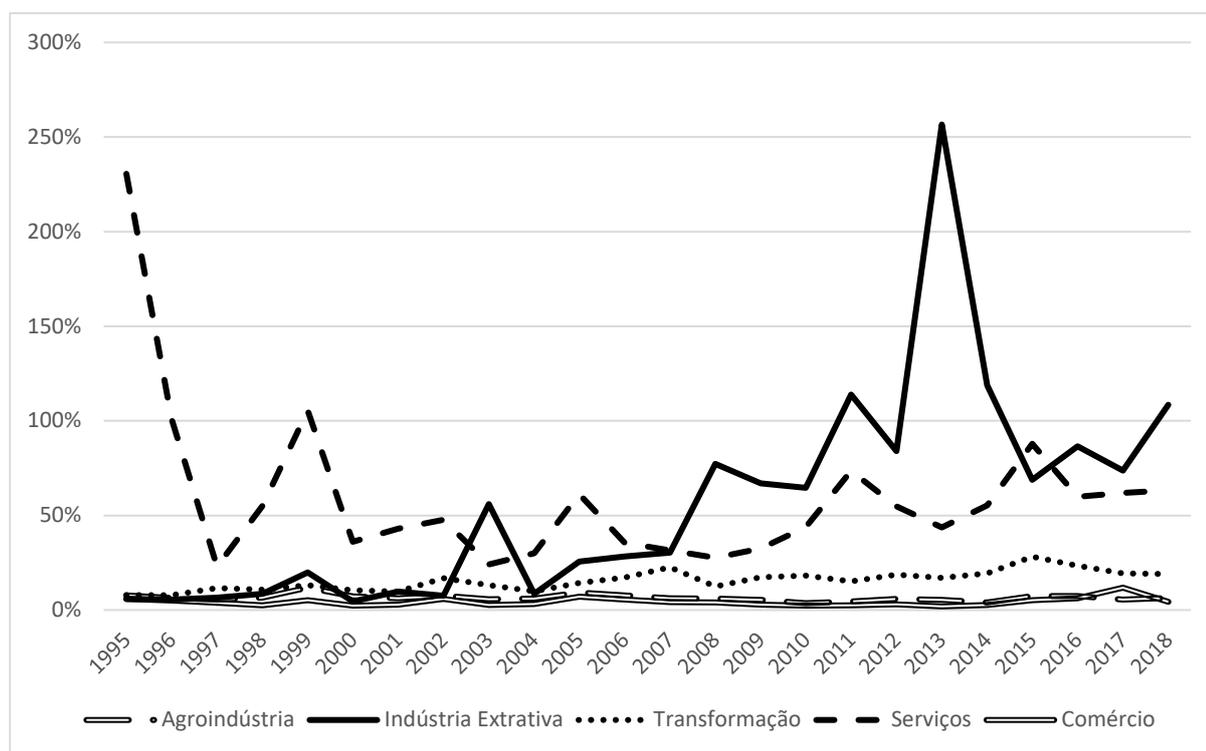


Figura 3.4: Rec.Financeira/Rec.Operacional por amostra setorial. Dados Econômica, elaboração própria.

Vale destacar algumas questões relativas ao comportamento setorial apresentado na figura 3.4. O setor que apresentou a maior aceleração da porção de receitas financeiras frente às receitas operacionais foi o setor extrativo. No início da série histórica, a relação entre RF e RO era de cerca de 5%, mantendo-se em uma tendência estável de crescimento durante a primeira década de 2000, mas saltando a mais de 256% em 2013, seu ponto mais alto e consolidando-se em 108% em 2018. Por outro lado o comércio, serviços e agroindústria não apresentam uma tendência clara ao longo do período analisado, mas uma oscilação nesta relação, enquanto a indústria de transformação apresenta uma tendência à elevação da participação da receita financeira, ainda que em um patamar inferior ao da indústria extrativa. Isso não indica que as receitas financeiras das empresas desse setor não estão crescendo – como é o caso do setor de serviços onde a renda financeira em 2008 representava cerca de 89% de seu imobilizado e saltou para 833% em 2018.

Não obstante, como observa Attílio (2016), a importância da receita não-financeira ainda é mais relevante para a sustentabilidade das empresas brasileiras. Embora com uma participação decrescente, a receita operacional ainda representa mais de 70% dos fluxos internos das firmas e a mais importante fonte de renda.

A segunda variável, observável na figura 3.5, diz respeito ao câmbio da orientação das empresas em direção não somente à maximização do valor de seus acionistas, mas da maximização dos retornos ao setor financeiro. É demonstrado na figura a porção do lucro antes de imposto que se torna pagamento ao setor financeiro, inclusive superando-o em 2002.

Devemos considerar duas fases de comportamento dos *financial payouts*. O primeiro recorte diz respeito a 1995-2002, tempo em que se consolidou o Plano Real, com sua respectiva política monetária e cambial, resultante em altas taxas de juros reais. Por essa razão, além da depressão dos lucros das FNFs, houve uma grande elevação dos pagamentos financeiros por parte das firmas com base nos elevados juros da época. Em um segundo momento, a partir de 2003, até 2018, observamos outro comportamento.

Com uma brusca queda em 2003, o *financial payout* deixa de ser definido em grande parte pelo nível da taxa de juros. Na verdade, um outro fator começa a entrar em voga e ganhar peso nesta variável: a distribuição de dividendos. Há uma elevação contínua de distribuição de dividendos entre 2006 a 2014, com uma posterior queda a partir de 2015. O que percebemos dos pagamentos financeiros é que eles obedecem a dois momentos: um em que são determinados pela taxa de juros e outro onde o determinante é a distribuição de dividendos. Ainda que analiticamente sejam causas bem distintas, a primeira pertence a um padrão de financeirização usurária, característica de países em desenvolvimento, como o Brasil (Demir, 2007); enquanto a segunda tem uma dinâmica mais moderna, correspondendo sobremaneira à mudança do *ethos* organizacional das empresas não-financeiras e diagnosticando o aprofundamento do MSV.

Sobre o imobilizado, observamos uma tendência de crescimento baixa entre 1995 e 2009. No entanto, a partir de 2010 houve uma explosão de pagamentos financeiros, levada a cabo pela nova dinâmica de distribuição de dividendos, levada a cabo pela estratégia de maximização do valor do acionista.

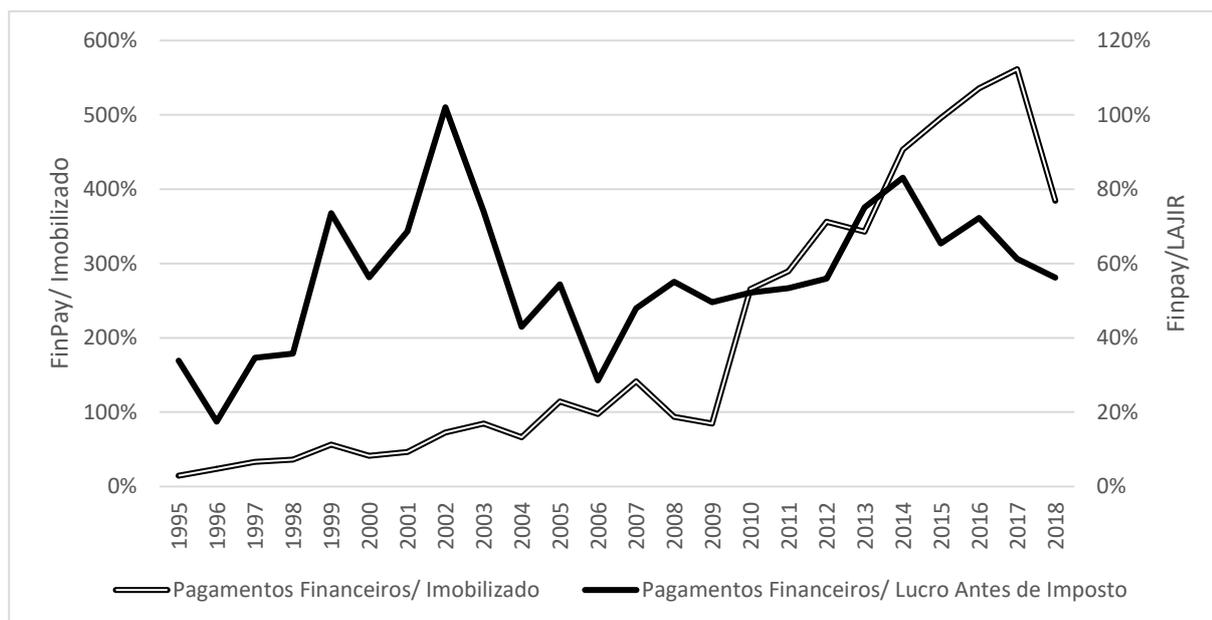


Figura 3.5: Financial Payouts/ Lucro Antes de Imposto e Financial Payouts/ Imobilizado. Fonte Econômica, elaboração própria

A distribuição de renda financeira de parte do lucro antecipa a discussão de uma variável de extrema importância na avaliação e na histórica viabilidade do sistema financeirizado mundial, que é a taxa de lucro do setor real da economia. Desde o primeiro capítulo, ressaltamos que esta variável viabilizou o desenvolvimento de forças contrarrestantes do capitalismo moderno e que talvez sem ela, o desenvolvimento da financeirização poderia ter sido mais tardio. Aqui diferenciamos os setores, devido à grande heterogeneidade setorial no que diz respeito ao comportamento do lucro empresarial.

O setor de serviços e a indústria de transformação, cujos comportamentos da taxa de lucro são os mais díspares, foram isolados da seguinte maneira: há primeiramente a taxa de lucro de todas as FNFs; depois um índice que não considera o setor de serviços; e então isoladamente o lucro da indústria de transformação.

Em primeiro lugar, não podemos argumentar sobre a existência ou não de uma tendência estrutural de queda de taxa de lucro. Primeiramente pelo curto espaço temporal analisado e, em segundo lugar, por não haver um comportamento claro da taxa de lucro nos setores econômicos. Nossa abordagem será, portanto, analisar períodos de curtas tendências da taxa de lucro e qual seu impacto na dinâmica temporal do investimento.

Percebe-se que, comparativamente, o setor de serviços foi o setor que viu sua margem de lucro sobre imobilizado crescer a partir do início da crise econômica brasileira, enquanto os demais setores patinaram (figura 3.6).

A princípio, há uma oscilação do lucro em torno da faixa de 15% do imobilizado, que pode ser considerada uma taxa alta. Há, porém, alguns períodos em que podemos destacar comportamentos interessantes, como de 2003 a 2009, em que a taxa de lucro tendeu a cair em praticamente todos os setores. Se formos recordar, foi o momento de ascensão dos interesses trabalhistas ao poder o que, de certa forma, resultou em melhora das condições da classe trabalhadora, resultando em pressão sobre a taxa de lucro. Essa tendência se reverte após a crise financeira mundial

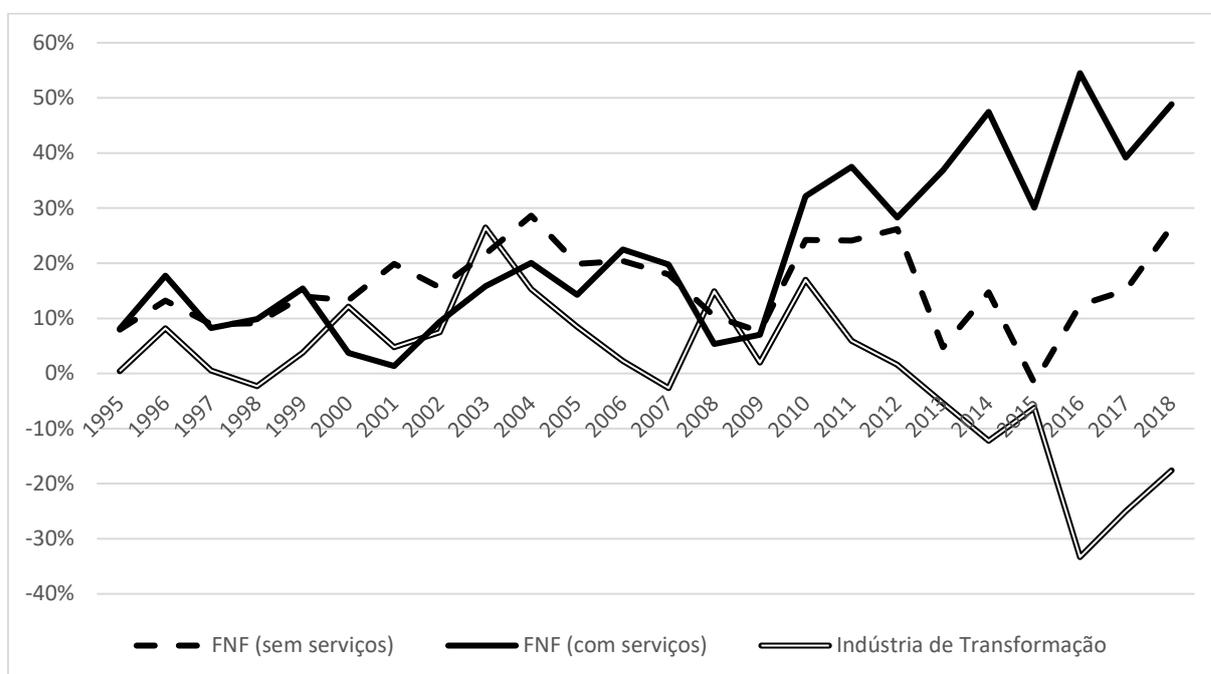


Figura 3.6: Massa de Lucro Antes de Imposto/ Imobilizado por sub-amostras. Fonte Econômica, elaboração própria.

Em um segundo momento, observamos uma tendência errática da taxa de lucro que perdurou de 2009 a 2018, não havendo uma clara perspectiva de comportamento de longo prazo. Em contrapartida, se prestarmos uma maior atenção ao setor da indústria de transformação, observamos no comportamento da taxa de lucro características que encontram paralelo na tendência de queda. Este comportamento pode ser observado desde 2003, com uma pequena oscilação durante os anos da crise mundial, mas com um novo retorno à queda, inclusive tornando-se negativa de 2013 a 2018.

Outra variável de grande significado para o comportamento das firmas, levantada nos dados do balanço, é o endividamento das empresas. Essa variável é comumente mensurada

em relação ao patrimônio líquido ou ao estoque de ativos tangíveis, isto é, ao imobilizado. Por uma questão de padronização, a dívida total, de curto e longo prazo, está ponderada pelo imobilizado.

A ascensão da financeirização e o endividamento possuem uma relação muito direta, tendo em vista que um dos efeitos colaterais é justamente o maior acesso aos serviços creditícios e maior perfil de alavancagem por parte das empresas, gerando uma situação de instabilidade financeira, conforme apontam Corrêa, Lemos e Feijó (2017). Estes autores salientam o perfil histórico de financiamento das firmas brasileiras, sempre pautado no autofinanciamento, seja por restrição interna de fundos, pela pouca disposição do mercado financeiro internacional ou até mesmo pelo alto custo histórico do endividamento pautado na elevadíssima taxa de juros real.

Não obstante, Corrêa, Lemos e Feijó (2017) salientam que houve uma mudança no endividamento das empresas brasileiras e é o que demonstra a figura 3.7. Entre 1995 e 2009 observamos uma tendência de aumento da dívida interna das empresas, que saiu do patamar de 58% em 1995, para 278% em 2009. Entretanto, logo após o impacto da crise internacional, a dívida interna de 804% em 2010 e cresceu quase ininterruptamente para 1322% em 2018, o que indica um incremento substancial do endividamento privado neste período. Várias são as explicações para a recente explosão do grau de endividamento das empresas brasileiras.

Primeiramente, destaca-se a própria construção da variável. No período em estudo, houve redução e até destruição da capacidade produtiva instalada, que se apresenta no denominador da equação, havendo, portanto, um crescimento relativo do endividamento sobre imobilizado. Não obstante, também houve uma queda do produto e do consumo no Brasil e, simultaneamente, um aumento de pagamentos ao setor financeiro, seja por maior recrudescimento e aumento dos custos no mercado internacional, seja por maior necessidade de atrair investidores por meio de maior distribuição de dividendos. Também houve um importante papel desempenhado pelo BNDES e pelo Banco Central, fornecendo crédito a juros subsidiados para inúmeras empresas da amostra e pela redução forçada da Selic promovida pelo governo central já na gestão de Dilma Rousseff, incentivando a tomada de crédito.

Em contrapartida, também avaliamos a composição da dívida interna destas firmas e nos deparamos com uma tendência de redução da proporção da dívida de curto prazo, que tende a comprometer mais os recursos das empresas, sobre a dívida total. Em 1995 a dívida de curto prazo representava 63% do total de dívida das empresas, caindo para 38% em 2018.

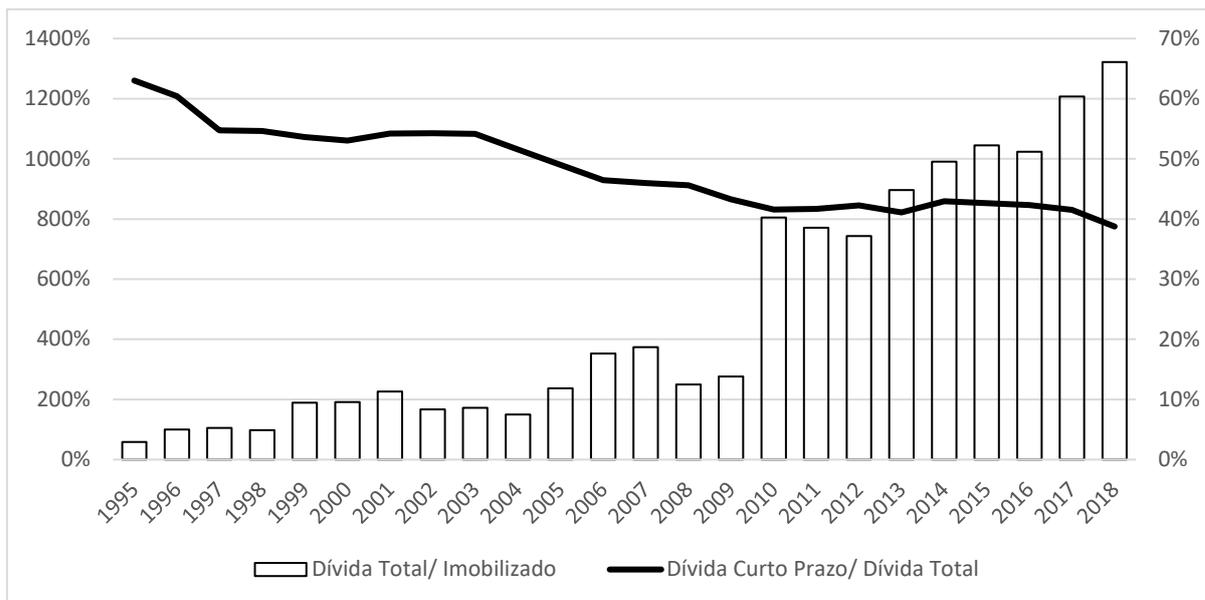


Figura 3.7: Endividamento das FNF. Fonte Economática, elaboração própria.

Essa tendência do endividamento de curto prazo traz um alento à situação de possível insolvência brusca das empresas por não poderem honrar seus pagamentos em uma típica situação de instabilidade financeira. Isso não indica que as firmas brasileiras não estejam adotando uma postura *ponzi*, conforme explicam Corrêa, Lemos e Feijó (2017), pois de fato houve uma maior exposição destas empresas em patamar elevadíssimo, embora em direção a empréstimo de longo prazo.

A Figura 3.8 apresenta mais uma variável chave para compreender a evolução da economia financeirizada. Essa variável é a composição de ativos das empresas não-financeiras, isto é, aonde estas empresas estão alocando seus escassos recursos, o que diz muito sobre o comportamento financeirizado ou não delas. Infelizmente o dado somente passa a ser disponível a partir de 2010, o que é muito tardio em relação ao processo de financeirização brasileiro, cujo estudo começa a partir da década de 1980. Isso dito, os dados disponíveis nos dão uma boa ideia da saúde do padrão de financeirização das empresas brasileiras.

	Total	Agroindústria	Extrativa	Transformação	Serviços	Comércio
2010	209%	16%	314%	88%	935%	28%
2011	231%	8%	420%	111%	702%	23%
2012	298%	8%	635%	137%	750%	13%
2013	298%	7%	426%	81%	853%	21%
2014	260%	8%	378%	98%	682%	23%
2015	255%	15%	154%	92%	497%	23%
2016	223%	9%	166%	111%	881%	26%
2017	298%	9%	322%	112%	1301%	24%
2018	277%	14%	225%	88%	1216%	19%

Figura 3.8: Aplicações Financeiras como porcentagem dos ativos tangíveis. Fonte Econômica, elaboração própria.

Como podemos observar, a relação de ativos financeiros sobre o estoque de ativos imobilizados é da ordem de 200%, patamar relativamente alto. Como base de comparação, Orhangazi (2008) computa estes mesmos dados para a economia americana até 2002 e esta relação era de algo em torno de 110%. Destacamos que a presença do investimento financeiro difere entre os setores, tendo a agroindústria e o comércio menores inversões financeiras e a indústria extrativa e serviços com maior alavancagem nesta modalidade.

O movimento dos ativos financeiros em relação ao imobilizado é importante, pois são os investimentos financeiros que determinam o *crowding out* dos investimentos em capacidade produtiva. A relevância desta variável, no entanto, é mera ilustração, pois ela não entrará, neste trabalho, na equação de investimento, a exemplo da escolha de Davis (2018)⁵⁷.

Neste momento trataremos da dimensão do efeito da combinação destas variáveis para o que de fato queremos diagnosticar, que é a taxa de investimento destas empresas e sua capacidade futura de gerar bens, serviços e emprego. A figura 3.9 ilustra a nossa *proxy* do investimento para as mais de 560 empresas coletadas na amostra. Como destacado, a taxa de investimento adotada é representada pela variação percentual do imobilizado ano a ano a partir de 1996. O que podemos observar são momentos bem distintos, ainda que em somente 22 anos de observação.

⁵⁷ O estudo de Davis (2018) introduz a variável de investimento financeiro (que é a variação dos ativos financeiros), de modo a construir uma função de investimento total de uma firma que dispõe de duas possibilidades: investir em capacidade produtiva ou investir em ativos financeiros.

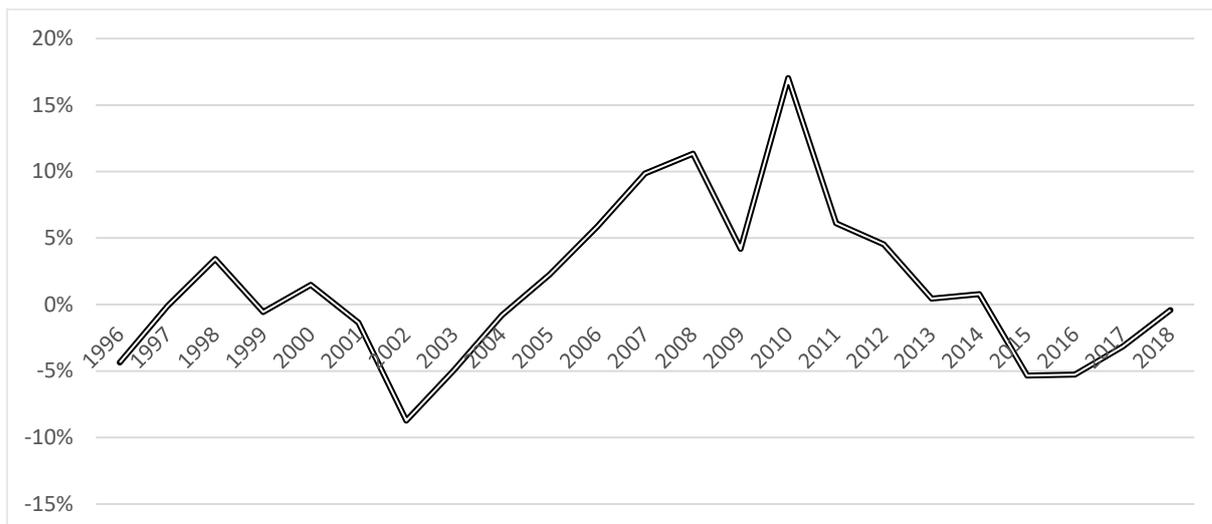


Figura 3.9: Taxa de variação do Imobilizado das FNF. Fonte Economática, elaboração própria.

Entre 1996 e 2003 observamos uma média de destruição de capital produtivo na ordem de 1,8% ao ano. Esta taxa foi impactada especialmente pelo fraco desempenho da indústria de transformação, que acumulou taxas negativas de crescimento do imobilizado durante praticamente todo o período. Vale ressaltar que a dinâmica de investimento da economia como um todo acompanha de forma muito estreita a dinâmica de investimento da indústria de transformação. Por ora não vamos fazer maiores considerações sobre esse aspecto, mas ressaltar que Orhangazi (2008) já destacava os efeitos da dinâmica deste setor sobre o ciclo de negócios.

Contemporaneamente a este comportamento, observamos também uma alta porção da massa de lucro sendo pagas em forma de pagamento financeiro, sob forma de juros, uma taxa de lucro estável, assim como as receitas financeiras e endividamento, que subiam a taxas baixas.

Na sequência, temos um novo ciclo a partir de 2003 até 2010, de rápido e vigoroso crescimento dos investimentos, com apenas um vale no ano da crise financeira mundial, puxado pela agroindústria e indústria extrativa mais especificamente, ainda que todos os setores tenham apresentado tendência de alta.

Neste momento também observamos uma queda brusca dos pagamentos financeiros, que foi levado a cabo pela queda da taxa de juros referencial brasileira. Nestes anos a taxa de lucro alcança um novo patamar e aí se estabiliza, com tendência a queda, enquanto o endividamento e a receita financeira mantém o mesmo comportamento do período anterior.

Por último, temos o período 2011 a 2018, que é um ciclo de estagnação e contração da atividade produtiva, verificada não somente pela queda e nulidade do investimento, mas pela destruição de capital produtivo no triênio 2015-2018.

Nestes anos, observamos uma mudança bem significativa do comportamento das variáveis chave. Em primeiro lugar, há uma nova elevação dos pagamentos financeiros, impactados pela explosão da distribuição de dividendos por parte das empresas não financeiras. Concomitantemente, há uma redução da taxa de lucro (inclusive prejuízo acumulado, se observamos a indústria de transformação) e ligeira recuperação a partir de 2016. No entanto, também em 2010 observa-se uma explosão do endividamento das empresas, que acelera seu ritmo de crescimento até 2018. Neste mesmo período também observamos uma aceleração da porção da receita financeira na composição da renda para empresas não-financeiras, o que implica maior rentabilidade deste tipo de investimento.

Acreditamos que nesta última etapa, houve uma congruência de fatores que levaram as empresas não-financeiras brasileiras a se comportarem com um perfil de financeirização mais clássico, à semelhança do que foi observado nos EUA e Reino Unido.

Concluída a análise descritiva do comportamento das variáveis chave de desempenho das firmas não-financeiras no Brasil, avançamos para a próxima seção que busca estabelecer uma relação entre elas e, em certa medida, a magnitude desta interação.

3.2 Metodologia da Estimação

No presente trabalho, foi reunido um conjunto de informações a respeito do balanço financeiro das empresas brasileiras de capital aberto. Os dados foram coletados no formato de Dados em Painel, cujos dados brutos congregam mais de 900 empresas. O número médio de observações por empresa é de cerca de 12 anos⁵⁸.

A estrutura de dados em painel apresenta importantes vantagens relativamente aos dados *cross-section*, como possibilidade de controlar a heterogeneidade não observada e a possibilidade de modelar interações dinâmicas. A estrutura encontrada nos dados levantados

⁵⁸ O período total coberto é de 23 anos.

pela Económica apresenta grande N e T pequeno, caso comum de dados microeconómicos (Arellano e Bond, 1991).

Conforme Tori e Onaran (2018) e Orhangazi (2008), o processo de acumulação de capital é um processo intrinsecamente dinâmico, com uma ligação passada, presente e futura com os níveis de acumulação persistentes. Dessa forma, em todos os modelos estimados, utilizaremos a variável investimento defasada, dando luz à nossa equação (I):

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_2 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_3 \left(\frac{R_F}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_4 \left(\frac{\pi}{K}\right) + \beta_5 \left(\frac{P}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_6 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Nos modelos dinâmicos de dados em painel, os efeitos não observáveis individuais são correlacionados com a variável dependente defasada. Uma série dificuldade surge com a modelo de efeitos fixos no modelo dinâmico de dados em painel, particularmente no contexto de T pequeno e N grande. Conforme Nickell (1981) demonstra, esse problema surge no processo de retirada das médias, onde são subtraídas as médias individuais de cada valor de y e X da respectiva variável, criando uma correlação entre regressor e erro.

A média da variável dependente defasada observações de $(T - 1)$ de y e o erro médio contém valores contemporâneos do termo erro. A correlação resultante cria um viés na estimativa do coeficiente da variável dependente defasada, que não é mitigado pelo incremento de N , isto é, o número de firmas. Como consequência, procedimentos padrões como OLS (*Ordinary Least Squares*) e GLS (*Generalized Least Squares*), apresentariam estimadores inconsistentes à medida que $N \rightarrow \infty$.

Nota-se que o viés não é causado em razão de um processo de autocorrelação do erro, pois surge ainda que seja um processo independente e igualmente distribuído. No entanto, se há autocorrelação com o erro, o problema é ainda mais severo, dada a dificuldade de se extrair estimadores consistentes para parâmetros auto regressivos neste contexto.

Nós desejamos obter um estimador ótimo de β_i à medida que $N \rightarrow \infty$ para um T fixo, sem conhecimento inicial para as condições ou distribuições dos erros (ε_{it}) ou efeitos não observáveis (η_{it}). Ademais, nossos dados representam um modelo de dados em painel não balanceado. Isto é, uma amostra onde as observações consecutivas das unidades observáveis estão disponíveis, mas o número dos períodos pode variar de indivíduo para indivíduo, além dos pontos históricos aos quais as observações correspondem.

A vantagem dos dados em painel não balanceado é a possibilidade de se explorar uma amostra muito superior, inclusive podendo dividi-la em mais de um painel, apesar de reduzir o impacto de seleção das firmas no painel. Entretanto, como Arellano e Bond (1991) assumem:

“In fact, nothing fundamental changes in the econometric methods provided a minimal number of continuous time periods are available on each unit, and one assumes that if period-specific parameters are present the number of observations on these periods tend to infinity. Of course, the essential assumption is that the observations in the initial cross-section are independently distributed and that subsequent additions and deletions take place at random” (Arellano e Bond, 1991, p. 281).

Portanto, o painel não balanceado pode ser acomodado na notação anterior sem maiores preocupações. Dessa forma, para estimação do nosso modelo, utilizando, seguindo as mesmas orientações dos trabalhos basilares de Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018), o estimador DIF-GMM (*Difference Generalized Method of Moments*) ou *Arellano-Bond Generalized Method of Moments*. Esta análise é adequada para modelos dinâmicos baseados em uma amostra de “curto período/observações grandes” e capaz de gerar estimativas consistentes. O GMM também é utilizado nos trabalhos de Davis (2018) e Demir (2009) e, no Brasil, em Corrêa, Lemos e Feijó (2017).

Existem algumas vantagens de se utilizar o método de momentos generalizado. Primeiramente, o DIF-GMM é uma das melhores técnicas de se controlar todas as fontes de endogeneidade entre as variáveis dependentes e explicativas, utilizando instrumentos internos, que são os níveis de defasagem das variáveis explicativas, que também nos auxiliam a verificar a “dual causality, if rising financial payments and incomes is also a consequence of the slowdown in the capital accumulation” (Tori e Onaran, 2018, p. 12) e a causalidade reversa (Davis, 2018, p. 283). O conjunto de instrumentos consiste em instrumentos que não são correlacionados com o termo erro em primeira diferença, mas correlacionados com a variável que estamos estimando, que será o padrão do *software* que utilizamos. O desenvolvimento da equação (I) e a elaboração da matriz de instrumentos está presente no Anexo II.

Em segundo lugar, a primeira diferença das variáveis explicativas elimina efeitos fixos não observáveis de cada firma (η_{it}) removendo o viés associado com variáveis omitidas. Um exemplo destas variáveis são tecnologia e habilidades gerenciais (Orhangazi, 2008, p. 877), que podem impactar o comportamento do investimento das firmas.

Em resumo, o DIF-GMM é desenhado para lidar com situações de: grande N e pequeno T (poucas observações para um grande número de indivíduos); variáveis dinâmicas que dependem de seu comportamento passado; variáveis explicativas que não são estritamente exógenas; efeitos fixos individuais, implicando em heterogeneidade não observada e; heterocedasticidade e autocorrelação dentro de unidades observadas, mas não entre elas.

Para cada amostragem e especificação, vamos aplicar dois testes para verificar a adequação da escolha do nosso conjunto de instrumentos e das estruturas de defasagem. Em primeiro lugar, vamos checar a correlação serial de segunda ordem por meio do teste Arellano-Bond. O teste Arellano-Bond verifica se há algum indício de correlação serial entre o termo não observável e a segunda defasagem da variável dependente, isso é, verifica se há problema de endogeneidade. O que esperamos do nosso modelo é que $E(y_{i(t-j)}, \Delta \varepsilon_{it}) = 0, j \geq 2$, ou seja, que o resultado demonstrado no teste não apresente evidências significativas de correlação serial da primeira diferenciação dos erros em segunda ordem (Arellano e Bond, 1991). Caso a hipótese nula do teste, de não existência de autocorrelação dos erros com a variável dependente de segunda ordem, não possa ser rejeitada, então as condições de momento utilizadas pelo modelo não apresentam má-especificação.

Em segundo lugar, verificamos a validade dos instrumentos por meio do teste Hansen-Sargan de sobreidentificação de restrições, dado que o estimador DIF-GMM tende a sofrer do problema de instrumentos fracos (em que estimadores defasados trazem pouca informação útil sobre as decisões futuras de investimento). O teste apresenta a hipótese nula de que a sobreidentificação de restrições é válida. Rejeitar a hipótese nula implicaria em reconsiderar o nosso modelo utilizado, ao menos que o resultado seja atribuído à heterocedasticidade. O que esperamos deste teste é a não rejeição da hipótese nula, acatando a validade dos instrumentos utilizados no modelo.

Em todos os modelos a variável dependente defasada entra no conjunto de instrumentos como endógena, todas as outras variáveis explicativas ingressam como regressores predeterminados. Estes regressores também apresentam uma defasagem, capturando “gestation lags” e “expectation lags” (Davis, 2018, p. 283), tendo em vista a situação de incerteza e informação imperfeita, em que as decisões de investimento são baseadas em expectativas acerca do futuro, contexto do presente e aprendizados do passado. Para evitar a proliferação de instrumentos, dado ao fato de que o conjunto de instrumentos é quadrático na

dimensão temporal (conforme pode ser visto no Anexo II), os conjuntos para cada estimação são restritos de forma que são sempre menores que os números de firmas.

Ainda, o modelo Arellano-Bond GMM em dois passos tende a enviesar para baixo os erros padrões das variáveis explicativas (Arellano e Bond, 1991, p. 291), dessa forma, estimamos dois modelos, um sem correção, para a estimação do teste de Hansen-Sagan e outro aplicando a correção para erros robustos. Realizaremos também o teste de Wald para verificar a significância conjunta dos regressores.

3.3 Resultados Econométricos

Como exposto na primeira seção deste capítulo, faremos uma diferenciação entre as firmas grandes e pequenas para verificar como a receita financeira impacta diferentemente a restrição orçamentária das empresas a depender do seu tamanho. Para isso, conforme Tori e Onaran (2018), vamos gerar uma *dummy* de interação entre o tamanho das empresas e a receita financeira, que dará origem à nossa equação II.

$$\begin{aligned} \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_2 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_3 \left(\frac{R_F}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_4 \left(\frac{\pi}{K}\right) + \beta_5 \left(\frac{P}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_6 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-j} \\ & + \beta_7 \left(\frac{R_F}{K}\right)_{D_{25\%},i,t-j} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (II)$$

A interpretação da *dummy* é o somatório do valor encontrado no termo *dummy* e no termo de receita geral, que apresentará o efeito final da receita financeira nas firmas pequenas. Isto é, o valor final do impacto é $\beta_3 + \beta_7$. Somente foi estimado o valor do impacto da receita financeira nas firmas pequenas na amostragem completa, tendo em vista aproveitar a maior quantidade de observações e não invalidar os modelos por excesso de instrumentos.

Portanto, a equação (I), é representada pelo modelo sem *dummy*, enquanto a equação (II) representa a separação do quartil inferior das firmas em relação ao restante. Nota-se que, após a estimação, não houve um impacto substancial nos demais coeficientes e sinais, permanecendo robustos, o que implica uma boa especificação.

Para a escolha das defasagens, nos baseamos nas justificativas de expectativas gestacionais de Davis (2018) e adaptativas (Orhangazi, 2008), além das condições

contemporâneas de restrição orçamentária e incentivos gerenciais. Desta maneira, foram selecionados dois momentos para as variáveis explicativas, em que $T = t$ e $T = t - 1$. Ou seja, as variáveis selecionadas são as que explicam investimento contemporaneamente e com uma defasagem. Pelo fato de os dados serem anuais, não é factível supor que muitas defasagens trarão informações importantes sobre investimento, mas, ao contrário, enfraquecem os coeficientes pela sobreidentificação de restrições.

Abaixo apresentaremos as estimações da equação I, II, dentro de cada setor econômico e nos três períodos destacados: 1995-2002, 2003-2011 e 2012-2018, com os respectivos coeficientes, testes e observações⁵⁹.

⁵⁹ A análise foi feita a partir dos resultados retirados do software *Stata 14* e o principal comando utilizado para a estimação das várias especificações é *xtabond*.

Variável	Empresas Não Financeiras (I)	Empresas Não Financeiras (II)	Transformação	Serviços	Agroindústria	Extrativa	Comércio
$\cdot \left(\frac{I}{K}\right)_{t-1}$	-0.657*** (0.129019, 0.000)	-0.656*** (.0129033, 0.000)	0.000633*** (0.000154 0.000)	-0.0291*** (0.007, 0.000)	-0.194 (0.1963018 , 0.322)	0.00148** (0.0005, 0.013)	0.134 (0.1221016, 0.274)
$\cdot \left(\frac{D}{K}\right)_t$	0.00000336*** (2.19e - 07, 0.000)	0.00000335*** (2.18e - 07, 0.000)	4.43e - 08 (2.79e - 08 0.112)	0.000000280 (2.35e - 07, 0.234)	3.91e - 08*** (1.29e - 08 , 0.002)	7.47e - 09 (5.92e - 09, 0.20)	-2.76e - 08 (3.83e - 08, 0.472)
$\cdot \left(\frac{D}{K}\right)_{t-1}$	-0.00000273*** (3.66e - 07, 0.000)	-0.00000274*** (3.65e - 07, 0.000)	-0.000000101*** (2.67e - 08 0.000)	-0.000000653 (4.75e - 07, 0.169)	-3.03e - 08 (2.15e - 08 , 0.158)	-1.06e - 08* (6.25e - 09, 0.090)	6.64e - 11 (1.39e - 08, 0.996)
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_t$	-3.924*** (1.306267 , 0.003)	-4.539*** (1.650884, 0.006)	-0.0166 (0.032016 - 0.604)	-0.0136 (0.013, 0.331)	-1.335 (1.003185, 0.183)	0.000486* (0.008, 0.955)	-0.0221 (0.199, 0.912)
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_{t-1}$	1.801** (0.857414 , 0.036)	1.982** (0.9830886, 0.044)	0.0319 (0.0345759 0.356)	0.00711 (0.012, 0.581)	0.147 (2.42955 , 0.952)	0.0136 (0.012, 0.282)	0.145 (0.201, 0.472)
$\cdot \left(\frac{\pi}{K}\right)_t$	0.740** (0.3073601 , 0.016)	0.734** (0.3092157, 0.018)	-0.00419 (0.0064691 0.517)	-0.000563 (0.021, 0.793)	-0.157 (0.2344475 , 0.503)	0.000989 (0.0009, 0.280)	0.0504 (0.047, 0.291)
$\cdot \left(\frac{\pi}{K}\right)_{t-1}$	0.0910 (0.5731138 , 0.288)	0.0881 (0.0882482, 0.318)	0.0320** (0.0144288 0.027)	-0.000583 (0.001, 0.664)	-0.259 (0.1729573, 0.134)	0.000916* (0.001, 0.522)	0.0524 (0.040, 0.195)
$\cdot \left(\frac{P}{K}\right)_t$	-1.540 *** (0.5731138 , 0.007)	-1.604*** (0.5736373, 0.005)	-0.166*** (0.0500498 0.001)	-0.00128 (0.003, 0.727)	0.0815 (0.5361863 , 0.879)	0.000403 (0.004, 0.920)	-0.198*** (0.038, 0.000)
$\cdot \left(\frac{P}{K}\right)_{t-1}$	-0.613* (0.3496295 , 0.080)	-0.601 (0.3681393, 0.103)	0.148** (0.0582919 0.011)	-0.00512 (0.006, 0.461)	0.474 (1.311352, 0.718)	0.00287 (0.002, 0.199)	-0.0439 (0.094, 0.642)
$\cdot \left(\frac{S}{K}\right)_t$	-0.323 (0.262803 , 0.219)	-0.299 (0.2754404, 0.278)	-0.00733 (0.0066189 0.268)	-2.484 (2.68, 0.355)	0.356 (1.659248, 0.830)	-0.277*** (0.108, 0.010)	-0.0880 (0.095 0.359)
$\cdot \left(\frac{S}{K}\right)_{t-1}$	-0.605** (0.3009357 , 0.044)	-0.602** (0.2985291, 0.081)	0.0108 (0.0071244 0.131)	-1.062 (1.25, 0.399)	0.598 (0.8495916, 0.482)	0.418*** (0.131, 0.001)	0.112 (0.073, 0.129)
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_{D_{25\%,t}}$		6.123*** (2.116541, 0.004)					
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_{D_{25\%,t-1}}$		-1.932* (1.107651, 0.081)					
Número de Observações	5435	5435	1165	1195	149	639	183
Número de Firms	560	560	119	136	17	68	20
p-value teste Arellano-Bond (AR1) AR2	(0.03) 0.3292	(0.03) 0.4004	(0.04) 0.1429	(0.31) 0.3029	(0.30) 0.6487	(0.003) 0.3335	(0.23) 0.8779
p-value Teste Hansen-Sargan de sobreidentificação de restrições	0.0720	0.0642	0.7390	0.2724	1.0000	0.9297	1.0000
p-value teste de Wald	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Figura 3.10: Resultado da Estimação das FNF e por setor.

Nota: as estimações foram obtidas pelo Método de Momentos Generalizado (MMG) Arellano-Bond em dois passos. Erros padrão robustos e p-valores em parêntesis respectivamente. P-valores por os testes de Hansen-Sargan, Arellano-Sargan e Wald. *Significante a 1%; ** Significante a 5%; *** Significante a 10%.

Variável	Empresas Não Financeiras (1995-2002)	Empresas Não Financeiras (2003-2011)	Empresas Não Financeiras (2012-2018)
$\cdot \left(\frac{I}{K}\right)_{t-1}$	0.0008579*** (0.000256 0.001)	-0.0003144 (0.0006401 0.623)	-0.6830444*** (0.0058496 0.000)
$\cdot \left(\frac{D}{K}\right)_t$	7.41e - 08** (3.05e - 08 0.015)	(5.26e - 08** (2.36e - 08 0.026)	0.0000105*** (1.12e - 06 0.000)
$\cdot \left(\frac{D}{K}\right)_{t-1}$	-7.65e - 08*** (2.16e - 08 0.000)	-1.22e - 07*** (4.14e - 08 0.003)	-7.28e - 06*** (1.21e - 06 0.000)
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_t$	-0.1082606*** (0.0189026 0.000)	-0.0544316 (0.0694439 0.433)	-5.442768*** (2.029919 0.007)
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_{t-1}$	0.0545974 (0.0268491 0.000)	0.1197757 (0.1160801 0.302)	2.217196 (1.384691 0.109)
$\cdot \left(\frac{\pi}{K}\right)_t$	0.020724*** (0.0074545 0.005)	-0.0013749 (0.0041347 0.739)	0.932425* (0.4895235 0.057)
$\cdot \left(\frac{\pi}{K}\right)_{t-1}$	0.0204242 (0.0156022 0.191)	0.0080332 (0.0106572 0.451)	0.2366021* (0.1314854 0.072)
$\cdot \left(\frac{P}{K}\right)_t$	-0.0320928 (0.01988 0.106)	-0.0057887 (0.0087617 0.509)	-3.257271*** (1.102206 0.003)
$\cdot \left(\frac{P}{K}\right)_{t-1}$	0.0314769 (0.0246643 0.202)	0.0011573 (0.0130929 0.930)	-1.165573* (0.6669341 0.081)
$\cdot \left(\frac{S}{K}\right)_t$	-0.1530077*** (0.0538432 0.004)	-0.0401703 (0.0245902 0.102)	-0.8244317 (0.8650535 0.341)
$\cdot \left(\frac{S}{K}\right)_{t-1}$	0.1404483*** (0.0186946 0.000)	0.0319589** (0.0157118 0.042)	-0.7667486 (0.8104449 0.344)
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_{D_{25\%}t}$	0.0525797* (0.0283105 0.063)	-0.0860671 (0.0796054 0.280)	7.001584** (2.799674 0.012)
$\cdot \left(\frac{R_F}{K}\right)_{D_{25\%}t-1}$	-0.2923233*** (0.0336797 0.000)	0.2736808 (0.2707712 0.312)	-5.163936* (2.663404 0.053)
Número de Observações	1023	2430	1915
Número de Firmas	320	420	365
p-value teste Arellano-Bond (AR1) AR2	(0.00) 0.11	(0.08) 0.29	(0.31) 0.65
p-value Teste Hansen-Sargan de sobreidentificação de restrições	0.0001	0.9996	0.9907
p-value teste de Wald	0.0078	0.0693	0.0000

Figura 3.11: Resultado da Estimação por período:

Nota: Todos os resultados foram obtidos a partir da equação 1. As estimações foram obtidas pelo Método de Momentos Generalizado (MMG) Arellano-Bond em dois passos. Erros padrão robustos e p-valores em parêntesis, respectivamente. P-valores par os testes de Hansen-Sargan, Arellano-Sargan e Wald. *Significante a 1%; ** Significante a 5%; *** Significante a 10%.

3.3.1 Variáveis Reais

Começaremos expondo se as variáveis reais selecionadas para o modelo são apropriadas para explicar o investimento, com base na Figura 3.10 e 3.11. As variáveis reais possuem os sinais esperados com significância estatística⁶⁰. Logo, seguindo a construção da equação de investimento de Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018), com algumas

⁶⁰ A significância estatística é a probabilidade de você rejeitar a hipótese nula, de que o resultado se deu ao acaso, quando ela é verdadeira, também conhecido como erro do tipo 1. O nível de significância é definido pelo pesquisador anteriormente à regressão, comumente escolhido entre 10%, 5%, 1% e 0,1%, sendo que quanto menor o valor, mais confiável é o resultado, isto é, menor a chance de se incorrer no erro de tipo 1.

especificações já mencionadas, temos uma função de investimento que captura apropriadamente os efeitos das variáveis reais nas decisões de investimento, fornecendo uma base sólida para se testar os efeitos da financeirização nas mesmas.

O coeficiente do lucro seguiu o sinal esperado para as equações gerais⁶¹, impactando positivamente o investimento. Isso dá força aos postulados de que as firmas apresentam restrições financeiras e ao diagnóstico para a economia brasileira por Corrêa, Lemos e Feijó (2017) que reconhece ser o autofinanciamento a principal fonte do investimento das firmas nacionais.

Quando subdividimos nos três períodos de análise, nos períodos 1995-2002 e 2012-2018 encontramos um valor estatisticamente significativo, que também apresenta um valor positivo e a relação esperada entre lucro e investimento. Portanto, conforme exposto, o lucro não financeiro atua diretamente sobre a restrição orçamentária, uma vez que quanto maior a absorção do lucro pela empresa, mais ela possui recursos próprios, mais baratos e os direciona à origem deste lucro, que são suas atividades primárias e o investimento na capacidade de reproduzi-las.

Em segundo lugar, temos o papel do endividamento total das firmas (curto e longo prazo). Esse papel dual na propulsão dos investimentos já havia sido mencionado e se confirma nos quadros expostos. O endividamento auxilia o investimento quando contemporâneo, confirmando a tese de Corrêa, Lemos e Feijó (2017) de que o endividamento tem crescido sua participação ao longo dos anos como um dos motores do investimento no Brasil, ao contrário dos achados de Orhangazi (2008) para os Estados Unidos. Isso pode ser visualizado na figura 3.11, em que o efeito do coeficiente $\left(\frac{D}{K}\right)_t$ se eleva no tempo, exposto nos três recortes temporais. No entanto, quando observamos a segunda defasagem da variável, o efeito do endividamento no investimento é negativo. Isto é, atua de forma a reduzir o investimento futuro, em virtude da restrição orçamentária causada pelo exercício da dívida e também eleva seu efeito negativo ao longo do tempo. Logo, o efeito acumulado do endividamento deve ser visto caso a caso, a depender do efeito vetorial final.

⁶¹ O sinal inverso é apresentado para o setor de serviços, agroindústria e transformação. No entanto, o modelo nestas especificações não apresenta coeficientes estatisticamente significativos para a taxa de lucro. Portanto não é considerado um problema, tendo em vista que a mudança de sinal pode ter sido causada por excesso de ruídos na regressão.

Esse comportamento corrobora com a nossa suposição e expõe a fragilidade financeira intertemporal nas firmas não financeiras para praticamente todas as especificações e em todos os recortes temporais.

Por fim, a variável estoque também se comporta da forma esperada nas equações gerais. Uma vez que o nível de estoques se eleva, o investimento cai. Pelo fato de o nível de significância mínimo somente ser atendido na variável explicativa defasada, temos um indicativo de expectativas adaptativas. Isto é, as firmas reagem ao comportamento passado dos estoques para adequarem seu investimento presente. Cabe destacar que o estoque é a única variável da equação geral cuja variável contemporânea à decisão de investimento não impacta significativamente as decisões dos agentes.

3.3.2 *Receitas Financeiras*

Voltando ao foco deste trabalho, o próximo passo é examinar o resultado das duas variáveis de financeirização empregadas no modelo, as receitas financeiras e os pagamentos financeiros (*financial payouts*).

Primeiramente vamos salientar que as receitas financeiras não correspondem exatamente à variável trazida por Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018), que é composta pelo lucro financeiro. Para tal, dever-se-ia contrastar todas as receitas do investimento em portfólio com as despesas obtidas nesse exercício (inclusive o prejuízo causado por uma “aventura” financeira equivocada). Entretanto, para a montagem das variáveis utilizando os dados da Económica, são contabilizadas em despesas financeiras outras variáveis que não compõem os custos envolvidos nos investimentos financeiros em si, como o pagamento de juros de dívida (que compõe grande parte das despesas financeiras), já definido como outra modalidade de capital financeiro, diferente do fictício. Dessa forma, as despesas financeiras se enquadram melhor na construção do *financial payouts*, junto à distribuição de dividendos, que compõe toda a renda das empresas não-financeiras pagas aos intermediários financeiros, podendo inclusive ser outras empresas não-financeiras em posse de um portfólio de ações ou título de dívidas.

Portanto, sem maiores transtornos ao modelo, a variável receitas financeiras ainda consegue capturar a atratividade dos investimentos em portfólio e do já discutido capital fictício frente aos investimentos produtivos que repercutem na economia real. Uma vez que as receitas financeiras aparece crescente tanto em relação ao imobilizado quanto em relação à receita operacional, podemos justificar o peso desta variável nas decisões de investimento da firma,

corroborando com toda a narrativa desenvolvida ao longo dos dois capítulos anteriores. Dessa forma, as receitas financeiras destacam o quão atrativo se tornou a acumulação financeira frente à acumulação de capital fixo no Brasil.

Observamos que, em conformidade aos trabalhos de Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018), o efeito das receitas financeiras dependerá do tamanho da firma. Não surpreendentemente, foi observado um efeito acumulado negativo e significativo na equação geral I, negativo para as empresas que representam os $\frac{3}{4}$ superiores de ativos totais e positivo para as empresas que representam o quartil com menor quantidade de ativos na equação II.

O efeito para pequenas firmas não é surpreendente. Um coeficiente positivo é consistente com a situação de restrição de fundos destas empresas e com a hipótese de investimento baseado em acesso à liquidez. O coeficiente das menores firmas (que é a soma vetorial dos coeficientes de receitas financeiras, $\beta_3 + \beta_7$) nos diz que, tanto na variável defasada, quanto na contemporânea, a receita oriunda das atividades financeiras pôde ser utilizada para financiar investimento real futuro e contemporâneo.

“Given that small firms are not involved in financial investments as much as large firms, their financial holdings (and hence the interest income—the main financial income they have—derived from these) can be correlated positively with investment if small firms are saving up before undertaking large investments, a result predicted by the new-Keynesian theories of investment.” (Orhangazi, 2008, p. 882).

Para grandes empresas, quando observamos as receitas financeiras em $t - 1$, temos um resultado positivo, isto é, as receitas financeiras obtidas no ano anterior, formam caixa suficiente para novos investimentos produtivos. Entretanto, quando analisamos a variável contemporânea, o efeito muda de sinal e se torna, em módulo, superior ao impacto positivo do exercício anterior. O resultado significativo e robusto para grandes firmas sugere que o aumento das rendas financeiras, oriundos de aumento do investimento financeiro, tem um impacto negativo no investimento real.

Isso suporta consistentemente o argumento de que o aumento da renda financeira reflete em uma mudança do comportamento gerencial das firmas, em direção ao curto-prazismo e *crowding out* do investimento financeiro frente ao real. Como Orhangazi (2008) aponta, não há como empiricamente distinguir estes dois efeitos e, ademais, os resultados obtidos são potencialmente alinhados com os dois argumentos.

Entretanto, quando estimamos a equação (I) em diferentes recortes temporais, na figura 3.11, temos resultados distintos nos coeficientes das receitas financeiras. Como havíamos estipulado, houve, entre 2003 e 2011, durante a o governo do Partido dos Trabalhadores, uma relação amistosa entre as finanças e atividade produtiva. Como observamos na figura 3.3 e 3.9, houve um crescimento de ambas as variáveis neste período, ainda que o efeito de causalidade não houvesse sido estabelecido.

Na prática, o período de 1995-2002 foi demarcado por um efeito negativo entre R_F e I . Pode-se ponderar que as altas taxas de juros reais representaram um grande entrave ao investimento produtivo, ao passo que os ganhos financeiros impulsionados pelas mesmas taxas de juros apresentaram um *trade-off* que favorecia deslealmente a acumulação financeira. Como Bruno et al. (2011) destacam, a dívida pública interna tornou-se o principal eixo de acumulação rentista e que, no período, o lucro empresarial “praticamente se confunde com o lucro não operacional [...] em razão do ambiente desfavorável ao investimento produtivo, [fazendo com que os capitalistas] optem, defensivamente, por alocar suas poupanças em ativos financeiros” (Bruno et al., 2011, p. 746). Neste período, curiosamente, também houve um efeito acumulado negativo das receitas financeiras sobre o desempenho das pequenas firmas, o que pode ajudar a explicar o fraco desempenho econômico desta época.

No entanto, em contraposição à afirmação de Bruno et al. (2011), o eixo de acumulação não se desloca para a atividade produtiva pelo declínio do ganho financeiro a partir de 2003 (que se mantém estável com viés de alta), mas pelo mesmo financiar o investimento produtivo de forma robusta e significativa. Esse valor é encontrado ao analisar o valor acumulado dos coeficientes de receita financeira em t e $t - 1$, ainda que concordemos com a conclusão dos autores de que a financeirização, neste período, permite o surgimento de um regime de crescimento econômico produtivo (porém abaixo da média de outros emergentes).

Essa tendência já estava prevista também pelo trabalho de Theodosio (2019) que analisou a concorrência e cooperação entre as finanças e produção do período de 2000 a 2016. Bruno Theodosio afirma que durante este período, houve uma cooperação entre os ganhos atrelados à produção associados aos instrumentos do mercado financeiro. Entretanto, a partir de 2012 há o retorno da competição entre as finanças e a acumulação real.

Em conformidade com Theodosio (2019), quando analisamos o último período, do eixo 2012-2018, observamos uma nova recessão em que se exacerbam as preferências pela atividade financeira. Enquanto a taxa de investimento produtivo afunda (para valores próximos

e inferiores a zero) os investimentos financeiros cresceram em média 32% e a receita financeira aumentou em 38%.

Esse movimento é refletido no coeficiente apresentado no modelo para este período, que indica que com o aumento de 1% da taxa de receita financeira (receita financeira sobre o imobilizado) reduz a taxa de acumulação de capital produtivo em mais de 5%.

Neste período, em um momento de redução de consumo, queda da taxa de lucro e aprofundamento das expectativas pessimistas em relação à economia, as atividades financeiras ganharam força dada sua alta liquidez e maiores retornos. No entanto, esta mesma modalidade de ganhos fictícios de capital, torna-se uma armadilha econômica que, inclusive, pode ser um dos fatores que postergam, ainda em 2019, a retomada da economia. Esta armadilha é, no entanto, fortalecida e festejada pela mudança de projeto político em voga no país após o impeachment de Dilma Rousseff, cujo aceno ao mercado financeiro sai fortalecido.

Dois aspectos deste aceno, que já foram discutidos neste trabalho (mas abordando o contexto estadunidense) são a reforma trabalhista, de 2017, e o avanço na discussão da reforma da previdência.

3.3.3 *Financial Payouts*

Finalmente, averiguamos como a estratégia de gestão corporativa ligada à valorização do valor do acionista, com a maior dominância econômica do setor econômico (intimamente ligado aos pagamentos financeiros) afetou a taxa de acumulação produtiva das empresas não-financeiras no Brasil.

Inicialmente, era de se esperar que os pagamentos financeiros, como pagamentos de juros, serviços financeiros e outros tipos de rendas, à exceção de dividendos, afetassem negativamente a taxa de acumulação das empresas. A ligação é direta e já encontrada em outros trabalhos como Davis (2018), Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018). No exercício do pagamento de parte do lucro acumulado ao setor financeiro, há a redução de fundos internos e queda da possibilidade de autofinanciamento. Dentro de um contexto de restrição de fundos e pelo encarecimento marginal de se obter divisas externas, há o efeito negativo sobre investimento, via custo⁶².

⁶² O argumento é quase semelhante ao alto endividamento, pois quando se restringe a renda interna, é por meio do próprio endividamento que a firma consegue se desvencilhar das restrições próprias.

No entanto, a construção da variável abre a possibilidade de se obter um efeito dual de *financial payouts* sobre investimento. Isso ocorre pela inclusão da distribuição de dividendos sob a égide da maximização do valor do acionista. Em primeiro lugar, Orhangazi (2008) destaca que pode haver uma relação positiva entre distribuição de dividendos para acionistas e investimento, com base nas expectativas de valorização das ações da empresa. Esse conceito faz parte do arcabouço teórico mais ortodoxo, que tem o *Q de Tobin* como grande ponto de convergência (Tobin, 1965).

O argumento principal é que políticas que favorecem a elevação do valor de mercado da empresa fazem com que seja mais viável aportes financeiros futuros, oriundos de menores custos financeiros devido à maior credibilidade, além da possibilidade de se aumentarem fundos internos por meio de venda de ações em períodos de picos de valorização.

No entanto, Lazonick e O'Sullivan (2000) argumentam que a corporação financeirizada baseada no valor do acionista é uma pura construção discursiva e que em nada afeta as possibilidades de investimento das empresas, tendo em vista que a expectativa dos mercados financeiros é especulativa e pouco tem influência das expectativas de longo prazo.

Portanto, o efeito da distribuição de dividendos seria semelhante ao efeito dos demais pagamentos ao setor financeiro, na ordem de reduzir a possibilidade interna de financiamento e restringir a capacidade de se investir. Dessa forma, desenhamos a variável *financial payouts*, baseado nessa perspectiva e considerando que somente poderia ser utilizada a variável de distribuição de dividendos nesta composição (pela quantidade reduzida de informações).

As figuras 3.10 e 3.11 são consistentes quanto aos impactos de pagamentos financeiros sobre o investimento. No momento t , em todas as sub-amostras com nível de significância, há um impacto negativo entre P e investimento. Este era um movimento esperado, tendo em vista que há uma redução contemporânea dos fundos disponíveis para investimento. Quando observamos $t - 1$, notamos que na indústria de transformação e para o recorte temporal de 1995-2002 e 2003-2011 há um efeito significativo e positivo, mas que não supera, em módulo, o efeito negativo contemporâneo nestas três sub-amostras⁶³.

⁶³ Nota-se que os setores de agroindústria e indústria extrativa apresentam valores positivos do efeito de *financial payouts* sobre investimento. No entanto, estes efeitos são estatisticamente não significantes.

Este resultado, portanto, não contradiz com os achados da equação (I), (II) e demais setores e recortes temporais, em que o efeito negativo é predominante (significativo), permitindo-nos afirmar que, no agregado, os pagamentos financeiros foram mais um canal para impactar negativamente o setor produtivo.

À luz dos argumentos trazidos no capítulo 2, juntamente com as proposições e resultados de trabalhos seminais estrangeiros (Davis, 2018; Krippner, 2005; Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2004; Tomaskovic-Devey, Lin e Meyers, 2015; Tori e Onaran, 2018) e nacionais (Attílio, 2016; Bruno *et al.*, 2011; Corrêa, Lemos e Feijó, 2017; Miranda e Matos, 2016), podemos afirmar, com segurança, que, guardadas as proporções do processo de desenvolvimento financeiro e acionário brasileiro, verifica-se um impacto negativo da financeirização no desempenho produtivo nacional, uma vez a financeirização que se relaciona negativamente com uma das variáveis chave para o desenvolvimento econômico: o investimento.

Os resultados apresentados fornecem uma consolidação aos trabalhos sobre a financeirização das firmas não-financeiras brasileiras. A análise congrega os resultados de estudos anteriores, como Attílio (2016), Bruno *et al.* (2011;), Corrêa, Lemos e Feijó (2017) e Miranda e Matos (2016). Ademais, aqui se formam as bases de comparação mais próximas a estudos em países centrais, como Orhangazi (2008) e Tori e Onaran (2018), demonstrando que o comportamento empresarial brasileiro já sofre efeitos muito semelhantes aos encontrados nas economias estado-unidense e bretã.

Observando as características do processo de acumulação das empresas brasileiras a partir da crise econômica nacional, que se estende de 2013 até 2019, percebemos alguns padrões preocupantes e de difícil combate. Com a queda da demanda das famílias, a partir do alto endividamento apresentado na figura 1.10, fruto de políticas de democratização financeira a partir do consumo, houve uma queda da expectativa do retorno sobre bens e serviços comercializados. A partir de então, as empresas começaram a substituir em larga escala os investimentos na cadeia produtiva por aplicações financeiras, em busca de maior rentabilidade e segurança, aprofundando também a estratégia de MSV, gerando efeitos negativos na geração de renda e emprego, conforme demonstra Attílio (2016)⁶⁴.

⁶⁴ Ainda que Attílio (2016) rejeite a hipótese do efeito de *crowding out* dos investimentos financeiros sobre o produtivo, demonstramos aqui, que a estratégia de maximização do valor do acionista se apresenta indissociável à brusca procura por investimentos em portfólio.

As reformas estruturais apresentadas desde então não souberam lidar com este novo comportamento da firma e, por vezes, aprofundaram os efeitos maliciosos da financeirização da firma não-financeira. A compreensão deste comportamento das empresas é essencial para forjar com sucesso estratégias de crescimento e a retomada de políticas de industrialização. O antigo modelo empresarial no Brasil deve ser revisto na tomada de decisões, o que em 2019 não é verificado. Em verdade, o rumo das políticas econômicas segue no caminho contrário, de desoneração, não (ou baixa) taxaço das atividades rentistas e liberalização das atividades financeiras.

Estas políticas apenas liberam caixa e reduzem custos financeiros, na perspectiva comum à da década de 1960, de que as decisões de investimento produtivo estariam emperradas por ausência de fundos disponíveis e não por uma mudança das estratégias internas das empresas. Esta mudança de visão estrutural se faz necessária não para evitar uma reprimarização da pauta econômica brasileira, pois como vimos, a financeirização também afeta negativamente o setor agroindustrial e extrativista, mas para evitar a destruição sistemática de toda atividade econômica industrial em favor de serviços financeiros que, em última instância, dependem da demanda do próprio setor produtivo para se multiplicarem.

CONCLUSÃO

Este trabalho, ao longo de todo seu desenvolvimento, buscou contribuir para ampliar a pertinência dos estudos sobre financeirização no Brasil. Ainda que haja diversas formas de se analisar tal processo, tendo em vista ser um regime social e econômico extremamente complexo, privilegiamos duas abordagens principais. Não há uma distinção clara entre a financeirização ser caracterizada como uma nova etapa do capitalismo, ou um novo regime de acumulação que o toma lugar do moribundo fordismo, para uma mudança na lógica corporativa das empresas, cada vez menos empenhadas na antiga organização empresarial. Dessa forma foram organizados os capítulos 1 e 2, abordando as perspectivas acerca do que é a financeirização e qual o seu respectivo impacto nos países avançados e junto às empresas brasileiras.

Compreendemos que a financeirização se nutre da falta de estímulo produtivo no sistema de produção do período do pós-guerra, seguindo a lógica marxista da lei de tendência à queda da taxa de lucro, cuja contextualização no período pós 1960, impôs limite à acumulação de capital dentre as principais economias capitalistas da época. Em seu lugar, começam a surgir novos *players* econômicos capazes de lidar, ainda que momentaneamente, com as contradições inerentes ao próprio regime de acumulação capitalista naquele período.

Esta nova configuração provoca impactos macroeconômicos ao ditar novas regras de comércio exterior, novas políticas monetárias, formação e destruição de instituições. Engendra-se também uma mudança na gestão familiar, nos incentivos à integração financeira, nos estímulos ao endividamento, na retirada da segurança trabalhista e nos sistemas de aposentadoria. Mas, por fim, a mudança do regime de acumulação apresenta um impacto direto na gestão das empresas, mesmo aquelas que não atuam diretamente no setor financeiro.

Estas mesmas empresas, após enfrentar limitações na acumulação produtiva, encontram no setor financeiro a dinâmica econômica que outrora lhes pertencia. Submetem-se, assim, às finanças, ao imperativo da sua lógica, engrenando em um ciclo vicioso de perda de autonomia e estagnação produtiva, quando muito, volátil em relação à atividade financeira.

Esta etapa do desenvolvimento econômico pôde ser observada facilmente nos Estados Unidos a partir da década de 1970, enquanto a experiência brasileira, por ser prematura e distinta, era encarada com maior ceticismo.

Os resultados encontrados neste trabalho, cujo modelo pretendeu seguir o mais próximo possível os estudos internacionais, fornecem uma forte evidência que favorece as conclusões aqui apresentadas.

Existem robustos resultados relacionados às FNFs brasileiras que dizem respeito a dois aspectos da financeirização: a maior atratividade da acumulação fictícia frente à acumulação produtiva, uma marca central do sistema de produção financeirizado, que busca ganhos financeiros, muitas vezes não relacionados a algum tipo de produção de bens e serviços; e a submissão das empresas não financeiras ao mercado financeiro, e cuja perda de dinamismo econômico as colocou em um papel secundário na economia, subjugando suas próprias decisões de alocações de seus recursos.

O que concluímos com base na análise econométrica de mais de 550 empresas não financeiras brasileiras, analisadas de 1995 a 2018, é que ambas as características do processo de financeirização de tais empresas já estão presentes na economia brasileira.

Em primeiro lugar, as empresas buscam os investimentos financeiros como forma de substituir investimentos produtivos cujo retorno tende a ser inferior em determinados períodos. Isso se denota pelos resultados obtidos por recortes temporais, quando, em períodos de baixo crescimento econômico, o efeito negativo da renda financeira aumentava. No entanto, a realidade era diferente para pequenas empresas, que utilizavam as rendas não operacionais como forma de financiar crescimento futuro, o que condiz com a visão mais ortodoxa a respeito deste assunto.

Em segundo lugar, temos o efeito perverso do crescimento da importância do setor financeiro frente às economias mundiais, incluindo o Brasil. O acesso dos mercados financeiros aos comandos das empresas não financeiras (seja diretamente na mudança interna de gestão, pela participação nos conselhos empresariais, pela mudança dos incentivos dos gerentes, seja indiretamente, pela valorização de mercado da empresa, pelo acesso aos fundos de crédito e maior liquidez) fez com que as firmas submetessem grande parte de suas receitas ao setor financeiro, comprometendo os fundos disponíveis para o investimento, reduzindo os horizontes de planejamento e aumentando a incerteza.

Neste recorte temporal observado, pudemos analisar algumas trajetórias que vale pena ressaltar. Enquanto a rentabilidade financeira forneceu um entrave para a atividade produtiva durante, inclusive para as empresas de pequeno porte, entre 1995 e 2002, no período seguinte, até 2011, o Brasil observou um alento na disputa do capital financeiro e produtivo.

Observamos que as rendas oriundas de investimentos financeiros auxiliaram no processo de acumulação produtiva. Esta situação, no entanto, foi revertida de forma bem profunda a partir de 2012, período em que se inicia uma longa instabilidade econômica e política no país. Houve uma aceleração das rendas financeiras na composição das rendas das empresas, aumentando sua participação e importância para o setor não-financeiro. Neste mesmo momento, a estratégia de maximização do acionista aprofundou seu impacto negativo na acumulação de capital produtiva, muito em virtude da explosão da distribuição de dividendos por parte destas corporações.

O que salientamos é que o Brasil, a partir de 2012, unificou diferentes incentivos para que as empresas não-financeiras tivessem um comportamento ainda mais aprofundando, exibindo o que podemos denominar de financeirização clássica no comportamento dessas empresas, à luz do que acontece nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Desde o arrefecimento econômico, diversas políticas públicas no sentido de reduzir os custos às empresas foram sendo estabelecidos. Reformas que retiram direitos trabalhistas e isenções tributárias se transformaram na ordem do dia, mas nada fez com que a retomada do investimento e produção acontecesse. Em tempo, colocou-se em voga diversas reformas liberalizantes, tais quais a reforma da previdência, pacote de privatizações que envolvem saúde e educação, criando um ambiente que traça um paralelo com a experiência norte-americana dos anos 1970.

As medidas econômicas não somente não souberam solucionar a queda das expectativas sobre as operações das empresas, como aprofundaram as características financeirizadas das empresas brasileiras. Trazer à luz este debate, que não pode ser negado, pode auxiliar a discutir novas estratégias de crescimento e desfinanceirização, a fim de alcançar um modelo de desenvolvimento econômico sólido, sustentável e inclusivo.

Entretanto o não reconhecimento da nova organização empresarial inviabiliza reformas que realmente deem impulso ao retorno da geração de emprego e renda. Se desde já identificamos que a financeirização se apresenta como um entrave à expansão e consolidação sobre bases saídas e assentadas na inovação do sistema produtivo brasileiro, a tendência é piorar à medida que esta nova configuração empresarial for ignorada.

Portanto, este trabalho se apresenta como marco básico para a compreensão das estratégias produtivas das empresas não-financeiras no Brasil, fornecendo uma análise ampla e

comparável que propõe discutir quais as melhores estratégias que serão desenvolvidas adiante em política econômica e social.

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, M. Capitalism at the Turn of the Century : Regulation Theory and the Challenge of Social Change. **New Left Review**, v. 232, n. 232, p. 41–90, 1998.

AKYÜZ, Y.; BORATAV, K. The Making of The Turkish Financial Crisis. *In*: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . **Financialization and the World Economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 260–288.

ANDRADE, L. B. **Financeirização E Educação Superior Privada No Brasil: Acesso Por Endividamento, Expansão Por Subsídio**. [s.l.] UNICAMP, 2018.

ARAÚJO, E.; BRUNO, M.; PIMENTEL, D. Financialization Against Industrialization: A Regulationist Approach of the Brazilian Paradox. **Revue de la régulation: Capitalisme, institutions, pouvoirs**, v. 11, 2012.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some Tests of Specification for Panel Carlo Application to Data: Evidence and an Employment Equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277–297, 1991.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Financial Liberalisation: Past, Present and Future**. 1. ed. [s.l.] Palgrave Macmillan, 2016. v. 24

ARRIGHI, G. **The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origins of Our Times**. New York: Verso, 1994.

ASHMAN, S.; FINE, B.; NEWMAN, S. The Crisis in South Africa: Neoliberalism, Financialization and Uneven and Combined Development. **Socialist Register**, v. 47, p. 174–195, 2011.

ATTÍLIO, L. A. **Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no Brasil**. [s.l.] UFMG, 2016.

BABB, S. The Rise of the New Money Doctors in Mexico. *In*: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . **Financialization and the World Economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 243–259.

BECKER, J. *et al.* Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3–4, p. 225–247, 2010.

BELL, D. **The Coming of Post-Industrial Society: A Venture in Social Forecasting**. New York: Basic Books, 1973.

BLECKER, R. A. Financial Globalization, Exchange Rates and International Trade. *In*: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . **Financialization and the World Economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 183–209.

BONIZZI, B. Financialization in Developing and Emerging Countries. **International**

Journal of Political Economy, v. 42, n. 4, p. 83–107, 2014.

BOYER, R. Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 111–145, 2000.

_____. From Shareholder Value to CEO Power: The Paradox of the 1990s. **Competition & Change**, v. 9, n. 1, p. 7–47, 2005.

BRAGA, J. C. **Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo**. [s.l.] Unicamp, 1985.

BRUNHOFF, S. DE. Fictitious Capital. In: EATWELL, J.; MILGATEM, M.; NEWMAN, P. (Eds.). . **Marxian Economics**. 2. ed. London: Palgrave Macmillan, 1990. p. 186–188.

BRUNO, M. *et al.* Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 5, p. 730–750, 2011.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: CAFFÉ, A. R. D. (Ed.). . **População, espaço e sustentabilidade**. 1. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. p. 35–61.

CARVALHO, F. J. C. DE *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. ed. [s.l.] Elsevier: Campus, 2012.

CECCHETTI, S. G.; KHARROUBI, E. Why does financial sector growth crowd out real economic growth? **BIS Working Papers**, v. 490, n. Bank for International Settlements, 2015.

CHESNAIS, F. La mondialisation financière – gènes, coûts et enjeux. In: MONTRÉAL, D. DE SOCIOLOGIE-U. DU Q. À (Ed.). . **Cahiers de recherche sociologique**. 29. ed. Paris: Syros: 1996, p. 307.

_____. **Finance Capital Today**. 1. ed. Boston: Brill, 2016.

CHIRINKO, R. S.; FAZZARI, S. M.; MEYER, A. P. How responsive is business capital formation to its user cost? An exploration with micro data. **Journal of Public Economics**, v. 74, p. 53–80, 1999.

CLARK, C. **The Conditions of Economic Progress**. London: Macmillan, 1940.

COASE, R. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386–405, 1937.

CORRÊA, M. F.; LEMOS, P. DE MEDEIROS; FEIJÓ, C. **Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira mariana finello corrêa** ANPEC-Sul. **Anais...**2017

CORRÊA, V. P.; FILHO, N. A. Fragilidade Financeira e vulnerabilidade externa em países periféricos. In: CASSIOLATO, J. E.; MATOS, M. P. DE; LASTRES, H. M. M. (Eds.). . **Desenvolvimento e Mundialização: O Brasil e o pensamento de François Chesnais**. 1. ed. Rio de Janeiro: E-papers, 2014. p. 247–271.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. DE M. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos

e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2(11), p. 137–150, 1998.

CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and “Modern” Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. *In*: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . **Financialization and the World Economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 77–110.

CROTTY, J.; LEE, K.-K. The Causes and Consequences of Neoliberal Restructuring in Post-crisis Korea. *In*: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . **Financialization and the World Economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 334–353.

CROUCH, C. Privitised Keynesianism. An Unacknowledged Policy Regime. **British Journal of Politics and International Relations**, v. 11, p. 382–99, 2009.

D’ARISTA, J. The Role of the International Monetary System in Financialization. *In*: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . **Financialization and the World Economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 220–242.

DAVIS, L. E. **Financialization and the nonfinancial corporation : an investigation of firm-level investment behavior in the U . S ., 1971-2011 Economics Department Working Paper Series**. Amherst: 2013.

_____. **The Financialization of the Nonfinancial Corporation in the Post-1970 U.S. Economy**. [s.l.] University of Massachusetts, 2014.

_____. Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 1, p. 115–141, 2016.

_____. Financialization and the non-financial corporation : An investigation of firm-level investment behavior in the United States. **Metroeconomica International Review of Economics**, v. 69, p. 270–307, 2018.

DEMIR, F. The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. **Review of Radical Political Economics**, v. 39, n. 3, p. 351–359, 2007.

_____. Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited. **World Development**, v. 37, n. 5, p. 953–964, 2009a.

_____. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. **Journal of Development Economics**, v. 88, n. 2, p. 314–324, 2009b.

DEVELOPMENT, U. N. C. ON T. AND. **World Investment Report**. Geneva, Switzerland: 2005

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis. *In*: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . **Financialization and the World Economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 17–45.

ELHEFNAWY, N. **Review of The New Industrial State**, 2012.

EPSTEIN, G. A. **Financialization and the world economy**. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005.

ERTURK, I. *et al.* The democratization of finance? Promises, outcomes and conditions. **Review of International Political Economy**, v. 14, n. 4, p. 553–575, 2007.

FAMA, E. F. Agency Problems and The Theory of The Firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1980.

FINE, B. Financialization from a Marxist Perspective. **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 47–66, 2013.

FLIGSTEIN, N.; GOLDSTEIN, A. The emergence of a finance culture in American households, 1989-2007. **Socio-Economic Review**, v. 13, n. 3, p. 575–601, 2015.

FOSTER, J. B.; MAGDOFF, F. **The Great Financial Crisis: Causes and Consequences**. New York: NYU Press, 2009.

FROUD, J. *et al.* Shareholder value and Financialization: consultancy promises, management moves. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 80–110, 2000.

GRANT, R. M. Toward a Knowledge-Based Theory of The Firm. **Strategic Management Journal**, v. 17, n. Winter Special Issue, p. 109–122, 1996.

GUTTMANN, R. A Primer on Finance-led Capitalism and its Crisis. **Revue de la régulation**, v. 3–4, n. 2e Semestre, Autumn, 2008.

HENKEL, A.; FORMAN, H.; ROSS, J. **The Effect of Acquisitions on Pharmaceutical Drug Prices**. [s.l.] Yale University, 2017.

HILFERDING, R. **Finance Capital**. 1910.

HOBSBAWN, E. **A Era do Capital (1848-1875)**. 3. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1982.

_____. **A Era dos Impérios (1875-1914)**. 1. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2015.

HOWARD, M. C.; KING, J. E. **A History of Marxian Economics: Volume I: 1883-1929**. [s.l.] Princeton University Press, 1989.

_____. **A History of Marxian Economics Volume II: 1929-1990**. [s.l.] Princeton University Press, 1992.

HUJO, K.; RULLI, M. The Political Economy of Pension Re-Reform in Chile and Argentina: Toward More Inclusive Protection. **United Nations Research Institute for Social Development**, n. April, p. 1–44, 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–360, 1976.

KALECKI, M. Political Aspects of Full Employment. **Political Quarterly**, v. I, n. 1, p. 1–9, 1943.

- KARACIMEN, E. Financialization in Turkey: The Case of Consumer Debt. **Journal of Balkan and Near Eastern Studies**, v. 16, n. 2, p. 161–180, 2014.
- KARWOWSKI, E. Corporate financialization in South Africa: From investment strike to housing bubble. **Competition and Change**, v. 22, n. 4, p. 1–24, 2018.
- KARWOWSKI, E.; STOCKHAMMER, E. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 60–86, 2017.
- KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Editora Nova Cultura Ltda: Os Economistas, 1936.
- KRIPPNER, G. R. The financialization of the American economy. **Socio-Economic Review**, v. 3, n. 2, p. 173–208, 2005.
- _____. **Capitalizing on Crisis: The Political Origins of The Rise of Finance**. 1. ed. Massachusetts: Harvard University Press, 2011.
- LACERDA, A. C. DE *et al.* **Economia Brasileira**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012. v. 4
- LANGLEY, P. Financialization and the Consumer Credit Boom. **Competition & Change**, v. 12, n. 2, p. 133–147, 2008.
- LAPAVITSAS, C. Financialization, or the Search for Profits in the Sphere of Circulation. **Research on money and finance Discussion Papers**, n. 10, p. 27, 2009a.
- _____. Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation. **Historical Materialism**, v. 17, n. 2, p. 114–148, 2009b.
- _____. **Theorizing financialization**. 2011 . v. 25
- _____. **The financialization of capitalism: “Profiting without producing”**. London: Verso, 2013. v. 1
- LAVINAS, L. A financeirização da política social : o caso brasileiro. **Política**, v. 2, n. July, p. 35–51, 2015.
- _____. How Social Developmentalism Reframed Social Policy in Brazil. **New Political Economy**, v. 22, n. 6, p. 628–644, 2017a.
- _____. **The takeover of social policy by financialization: The Brazilian paradox**. 1. ed. Rio de Janeiro: Palgrave Macmillan, 2017b.
- LAVINAS, L.; ARAÚJO, E.; BRUNO, M. Brasil : vanguarda da financeirização entre os emergentes ? Uma análise exploratória Brasil. **Texto para Discussão**, n. 032, p. 1–40, 2017.
- LAVINAS, L.; GENTIL, D. L. Brasil anos 2000: A política social sob regência da financeirização. **Novos Estudos CEBRAP**, v. 37, n. 2, p. 191–211, 2018.
- LAZONICK, W.; O’SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value : a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 13–35, 2000.

LIN, K. H. The Rise of Finance and Firm Employment Dynamics, 1982–2005. **SSRN**, n. June, 2013.

MADER, P. Making the Poor Pay for Public Goods via Microfinance: Economic and Political Pitfalls in the Case of Water and Sanitation. **Max Planck Institute for the Study of Societies, MPIfG Discussion Paper**, v. 11/14, n. September, 2011.

_____. **The Political Economy of Microfinance. Financializing Poverty**. London: Palgrave Macmillan, 2015.

MARTIN, R. **The Financialization of Daily Life**. 1. ed. Philadelphia: Temple University Press, 2002.

MARX, K. **O Capital - Crítica da Economia Política - Volume III - Livro Terceiro - Tomo 1**. São Paulo: Abril, 1986.

_____. **O Capital**. [s.l.] Boitempo, 2011a. v. 1

_____. **Grundrisse**. 1. ed. Rio de Janeiro: Boitempo, 2011b.

MCKINSEY. **the New Dynamics of Financial Globalization**. 2017.

MILBERG, W.; WINKLER, D. Financialization and the Dynamics of Offshoring in the U . S. **Cambridge Journal of Economics**, v. 34, n. 2, p. 275–293, 2010.

MINSKY, H. P. The Financial Instability Hypothesis: A Restatement. *In: Can ‘It’ Happen Again? Essays on Instability and Finance*. 1982. p. 90–116.

MIRANDA, B. P. J. DE; MATOS, C. M. DE. Financeirização e investimento produtivo : uma análise das empresas não financeiras do Novo Mercado da Bovespa. **Revista Econômica**, v. 18, n. 2, 2016.

MOLLO, M. DE L. R. Capital Fictício, Autonomia Produção-Circulação e Crises: Precedentes Teóricos para o Entendimento da Crise Atual. **Economia**, v. 12, n. 3, p. 475–496, 2011a.

_____. Crédito, capital fictício, fragilidade financeira e crises: **Economia e Sociedade**, v. 20, n. 3, p. 449–474, 2011b.

_____. Crédito, capital fictício, fragilidade financeira e crises: discussões teóricas, origens e formas de enfrentamento da crise atual. **Economia e Sociedade**, v. 20, n. 3, p. 449–474, 2011c.

MOOSA, I. A. Does financialization retard growth ? Time series and cross-sectional evidence. **Applied Economics**, p. 1–11, 2017.

NICKELL, S. Biases in Dynamic Models with Fixed Effects. **Econometrica**1, v. 49, n. 6, p. 1417, 1981.

O’CONNELL, A. The Recent Crisis - and Recovery - of the Argentine Economy: Some Elements and Background. *In: EPSTEIN, G. A. (Ed.). . Financialization and the World Economy*. 1. ed. Northampton: Edward Elgar Publishing Limited, 2005. p. 289–313.

ORHANGAZI, Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: 1973-2003. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 6, p. 863–886, 2008.

PALLEY, T. The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach. **Ekonomiaz**, v. 72, p. 34–51, 2009.

_____. **Financialization: The Economics of Finance Capital Domination**. 1. ed. [s.l.] Palgrave Macmillan, 2013.

PAULANI, L. M. **O Brasil na crise da acumulação financeirizada** IV Encuentro Internacional Economía Política y Derechos Humanos. **Anais...2010**

_____. Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. **Revista de Economia Política**, v. 36, n. 144, p. 514–535, 2016.

_____. Não há saída sem a reversão da financeirização. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 29–35, 2017.

POWELL, J. **Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and its Nonfinancial Corporations**. [s.l.] University of London, 2013.

RICHARDSON, M. Regulating Wall Street: The Dodd – Frank Act. **FED Chicago Working Paper**, p. 85–97, 2012.

RODRIGUES, J.; SANTOS, A. C.; TELES, N. Semi-peripheral Financialisation and Social Reproduction: The Case of Portugal. **Review of International Political Economy**, v. 23, n. 3, p. 480–510, 2016.

SANTOS, P. L. DOS. A cause for policy concern: The expansion of household credit in middle-income economies. **International Review of Applied Economics**, v. 27, n. 3, p. 316–338, 2013.

SAWYER, M. What Is Financialization ? **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 5–18, 2014.

SCHUMANN, F. **The logic of world power; an inquiry into the origins, currents, and contradictions of world politics**. 1. ed. New York: Pantheon Books, 1974.

SCHWITTAY, A. F. Making Poverty into a Financial Problem: from global poverty lines to kiva.org. **Journal of International Development**, v. 26, p. 508–519, 2014.

SERVET, J.-M.; SAIAG, H. Household over-indebtedness in northern and southern countries. A macro-perspective. In: GUÉRIN, I.; MORVANT-ROUX, S.; VILLAREAL, M. (Eds.). . **Microfinance, Debt and Over-Indebtedness**. New York: Routledge, 2014. p. 24–45.

SMITH, M. E. G.; BUTOVSKY, J. Profitability and the Roots of the Glohal Crisis : Marx ' s ' Law of the Tendency of the Rate of Profit to Fall ' and the US Economy , 1950-2007. **Historical Materialism**, v. 20(4), p. 39–74, 2012.

SOEDERBERG, S. Universalising Financial Inclusion and the Securitisation of Development. **Third World Quarterly**, v. 34, n. 4, p. 593–612, 2013.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, n. 5, p. 719–741, 2004.

_____. Some Stylized Facts on the Finance dominated Accumulation Regime. **Competition & Change**, v. 12, n. 2, p. 184–202, 2008.

STREECK, W. **How will capitalism end? : essays on a failing system**. 1. ed. [s.l.] Verso, 2016.

_____. **Tempo Comprado: A Crise Adiada do Capitalismo Contemporâneo**. 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2018.

SWEEZY, P. M. **Teoria do Desenvolvimento Capitalista. Princípios de Economia Política Marxista**. São Paulo: Abril Cultural (Os Economistas), 1983.

_____. The triumph of financial capital. **Monthly Review**, v. 46, n. 2, p. 1–11, 1994.

_____. More (or Less) Globalization. **Monthly Review**, v. 49, n. 4, 1997.

TOBIN, J. Money and Economic Growth. **Econometrica**, n. 33, p. 671–84, 1965.

TOMASKOVIC-DEVEY, D.; LIN, K. H. Financialization and U.S. Income Inequality. **American Journal of Sociology**2, v. 118, n. 5, p. 1284–1329, 2013.

TOMASKOVIC-DEVEY, D.; LIN, K.; MEYERS, N. Did financialization reduce economic growth? **Socio-Economic Review**, p. 1–24, 2015.

TORI, D.; ONARAN, Ö. The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. **Cambridge Journal of Economics**, v. 42, n. January, p. 1393–1416, 2018.

TRUMBULL, G. Credit access and social welfare: The rise of consumer lending in the United States and France. **Politics and Society**, v. 40, n. 1, p. 9–34, 2012.

UNCTAD. **Trade development** United Nations Conference of Trade and Development. New York: 2017.

ZERBATO, M. L'instabilité financière, forme de la crise du capitalisme financiarisé. *In*: HUSSON *et al.* (Eds.). . **Crises structurelles et financières du capitalisme au 20e. Siècle**. Paris: [s.n.] .

ZWAN, N. VAN DER. Making sense of financialization. **Socio-Economic Review**, v. 12, p. 99–129, 2014.

Anexo I – Definições Empíricas de Financeirização (Análises de Financeirização de Empresas não financeiras e/ou Investimento)

	Indicadores de Financeirização	Local e períodos analisados	Nível da Análise
Stockhammer (2004)	Juros e renda financeira relativa ao valor adicionado	Alemanha (1963-1990) França (1979-1997) RU (1971-1996) EUA (1963-1997)	Agregada
Krippner (2005)	Juros, dividendos e renda de portfólio sobre fluxo de caixa	EUA (1950-2001)	Agregada
Orhangazi (2008)	Renda financeira e pagamentos financeiros relativo ao estoque de capital	EUA (1973-2003)	Firma
Demir (2007)	Taxa de retorno sobre capital fixo e ativos financeiros	Argentina (1990:1-2003:2) México (1990:1-2003:2) Turquia (1992:1-2003:2)	Firma
Davis (2014)	Ativos financeiros relativo ao total de ativos e a taxa de lucro financeiro relativo ao estoque de ativos financeiros	EUA (971-2011)	Firma
Corrêa, Lemos e Feijó (2017)	Fragilidade financeira	Brasil (1990-2014)	Agregado/ Firma
Miranda e Matos (2016)	MVA e rendas financeiras	Brasil (2012)	Firma
Attílio (2016)	Distribuição de dividendo e emprego	Brasil (1997-2013)	Firma
Tori e Onaran (2018)	Renda financeira e pagamentos financeiros relativo ao estoque de capital	RU (1985-2013)	Firma

Figura A1: Definições Empíricas de Financeirização (Análises de Financeirização de Empresas não financeiras e/ou Investimento) Elaboração Própria.

Anexo II – Matriz de Instrumentos

Equação Original:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_2 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_3 \left(\frac{R_F}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_4 \left(\frac{\pi}{K}\right) + \beta_5 \left(\frac{P}{K}\right)_{i,t-j} + \beta_6 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-j} + \varepsilon_{it}$$

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,3} - \left(\frac{I}{K}\right)_{i,2} = \beta_1 \left(\left(\frac{I}{K}\right)_{i,2} - \left(\frac{I}{K}\right)_{i,1}\right) + \beta_2 \left(\left(\frac{D}{K}\right)_{i,2} - \left(\frac{D}{K}\right)_{i,1}\right) + \beta_3 \left(\left(\frac{R_F}{K}\right)_{i,2} - \left(\frac{R_F}{K}\right)_{i,1}\right) + \dots + \varepsilon_{i3} + \varepsilon_{i2}$$

Generalizando:

Equação	Instrumentos Válidos
$\Delta y_{i3} = \beta_1 \Delta y_{i2} + B[\Delta X_{i2}] + \Delta \varepsilon_{i3}$	$\Delta y_{i1}, \Delta X_{i1}$
$\Delta y_{i4} = \beta_1 \Delta y_{i3} + B[\Delta X_{i3}] + \Delta \varepsilon_{i4}$	$\Delta y_{i1}, \Delta X_{i1}, \Delta y_{i2}, \Delta X_{i2}$
...	...
$\Delta y_{iT} = \beta_1 \Delta y_{iT-1} + B[\Delta X_{iT-1}] + \Delta \varepsilon_{iT-1}$	$\Delta y_{i1}, \Delta X_{i1}, \Delta y_{i2}, \Delta X_{i2}, \dots, \Delta y_{iT-2}, \Delta X_{iT-2}$

Teremos uma matriz de instrumentos z_i de dimensões $[(T-2) \times \frac{(T-1)(T-2)}{2}]$,

$$z_i = \begin{bmatrix} y_{i1} X_{i1} X_{i2} & 0 \dots 0 \dots 0 & 0 \dots \dots \dots 0 \\ 0 \dots \dots \dots 0 & y_{i1} y_{i2} X_{i1} X_{i2} X_{i3} & 0 \dots \dots \dots 0 \\ 0 \dots \dots \dots 0 & 0 \dots 0 \dots 0 & y_{i1} \dots y_{i(T-2)} X_{i1} \dots X_{iT-1} \end{bmatrix}$$