

Universidade Federal do Rio de Janeiro  
Instituto de Economia  
Programa de Pós-Graduação em Economia

# **Para uma teoria monetária e financeira da distribuição**

Rodrigo Fonseca de Magalhães

Rio de Janeiro, Julho de 2024

Universidade Federal do Rio de Janeiro  
Instituto de Economia  
Programa de Pós-Graduação em Economia

# **Para uma teoria monetária e financeira da distribuição**

Rodrigo Fonseca de Magalhães

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do Título de Doutor em Economia

Orientador: prof. Fábio Freitas  
Coorientador: prof. Andrés Lazzarini

Rio de Janeiro, Julho de 2024

# Para uma teoria monetária e financeira da distribuição

Rodrigo Fonseca de Magalhães

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do Título de Doutor em Economia

Banca:

---

Orientador: prof. Fábio Freitas, Instituto de Economia, UFRJ

---

Co-orientador: prof. Andrés Lazzarini, Instituto de Economia, UFRJ e  
Universidade de Goldsmith, Londres

---

Prof. Ricardo Summa, Instituto de Economia, UFRJ

---

Prof. Gustavo Bhering, Instituto de Economia, UFRJ

---

Prof. Matias Vernengo, Universidade de Bucknell, Estados Unidos

---

Prof. Fernando Lara, Fundação de Economia e Estatística, Rio Grande do  
Sul

Rio de Janeiro, Julho de 2024

## FICHA CATALOGRÁFICA

M188p      Magalhães, Rodrigo Fonseca de.  
                Para uma teoria monetária e financeira da distribuição / Rodrigo Fonseca  
de Magalhães. – 2024.  
                218 f.

                Orientador: Fabio Neves Perácio de Freitas.  
                Coorientador: Andrés Lazzarini.  
                Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de  
Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da  
Tecnologia, 2024.  
                Bibliografia: f. 203 - 218

                1. Teoria monetária. 3. Distribuição de renda. 4. Financeirização. I. Freitas,  
Fabio Neves Perácio de, orient. II. Lazzarini, Andrés, coorient. III. Universida-  
de Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. IV. Título.

CDD 332.401

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária: Luiza Hiromi Arao CRB/7 – 6787  
Biblioteca Eugênio Gudim/CCJE/UFRJ

*"The universe is no narrow thing and the order within it is not constrained by any latitude in its conception to repeat what exists in one part in any other part. Even in this world more things exist without our knowledge than with it and the order in creation which you see is that which you have put there, like a string in a maze, so that you shall not loose your way. For existence has its own order and that no man's mind can compass, that mind itself being but a fact among others". –*

Cormac McCarthy, Blood Meridian.

*"Capital's power [pouvoir] to draw the powers of acting [puissance] of employees to its own enterprise, but through the sad affects of fear, represents the liberation of a master-desire that no longer feels restrained by anything and is ready to avail itself of every opportunity to impose its will unilaterally. This kind of tyranny, it bears repeating, has its conditions of possibility in the new state of the economic structures of deregulated capitalism; but its model, one could even say its paradigm, is above all the particular master-desire of financial capital in the form of liquidity". –*

Frederic Lordon, The Willing Slaves of Capital.

## **Agradecimentos**

Aos professores Fábio Freitas e Andrés Lazzarini, pela orientação e pela segurança fornecida durante a pesquisa e após a conclusão da tese.

Ao meu pai Luis Carlos e às minhas duas mães - Elisete e Simone -, assim como às minhas primas Samiyah e Shadiyah Becker, por todo carinho e apoio.

A Manu Arrechea, Bruno Oliveira, Gustavo Bacelar e Matheus Castellani, pelas décadas de amizade e lealdade.

O suporte de Morgane Reina também foi crucial durante o período crítico da escrita.

A ajuda financeira da CAPES também é devidamente reconhecida.

## Resumo

A presente tese tem como objetivo apresentar duas contribuições à teoria monetária da distribuição na abordagem do excedente e uma nova interpretação e explicação para o aparente paradoxo do descolamento entre as taxas de juros e de lucro na economia dos EUA após 1982. No plano teórico, o primeiro capítulo apresenta uma extensa revisão das contribuições originais de Carlo Panico e Massimo Pivetti, além das controvérsias geradas e das elaborações mais recentes baseadas nos trabalhos pioneiros. Será argumentado que a versão do custo de oportunidade puro do capital de Pivetti constitui um caminho mais simples e mais consistente para a determinação da taxa de lucro pela taxa de juros. No entanto, essa versão encontrou diversas críticas. O segundo capítulo busca responder a essas críticas ao propor uma versão estendida que sintetiza a moeda endógena, as definições da rentabilidade e da taxa de juros dos bancos e o papel da estrutura de financiamento da produção na repartição do excedente entre capitais de distintas fontes. No terceiro capítulo, é apresentado um modelo de rendas financeiras diferenciais, no qual a violação da livre mobilidade dá ensejo a um ganho adicional sobre a taxa de lucro normal às empresas que empregam estruturas de financiamento mais vantajosas em termos de custo absoluto. Também, na segunda parte desse capítulo, é apresentada uma possível inversão de causalidade entre a renda absoluta da terra e o preço dos ativos financeiros. Por fim, na aplicação ao caso dos EUA, será argumentado que é possível que tenha havido uma mudança na taxa de retorno financeira tomada como custo de oportunidade de geral do capital, que se deslocou da taxa de juros dos títulos públicos para a taxa implícita de retorno das ações quando computados os ganhos de capital obtidos pela recompra de ações por parte das grandes empresas.

**Palavras-chave:** Economia Sraffiana, teoria monetária da distribuição, financeirização, inflação de ativos

## Abstract

The present thesis aims to offer two contributions to the monetary theory of distribution within the surplus approach and a new interpretation and explanation for the apparent paradox of the disconnect between interest rates and profit rates in the U.S. economy after 1982. Theoretically, the first chapter provides an extensive review of the original contributions of Carlo Panico and Massimo Pivetti, as well as the controversies that arose and more recent elaborations based on their pioneering works. It will be argued that Pivetti's pure opportunity cost version of capital presents a simpler and more consistent path for determining the profit rate through the interest rate. However, this version has faced various criticisms. The second chapter seeks to address these criticisms by proposing an extended version that synthesizes endogenous money, the definitions of bank profitability and interest rates, and the role of the production financing structure in the distribution of surplus among capitals from different sources. In the third chapter, a model of differential financial rents is presented, in which the violation of free mobility gives rise to an additional gain over the normal profit rate for companies that employ more advantageous financing structures in terms of absolute cost. Additionally, the second part of this chapter presents a possible inversion of causality between absolute land rent and the price of financial assets. Finally, in applying this to the U.S. case, it will be argued that there may have been a shift in the financial return rate taken as the general opportunity cost of capital, which moved from the interest rate on government bonds to the implicit return rate on stocks when capital gains obtained through stock buybacks by large companies are accounted for.

**Keywords:** Sraffian Economics, monetary theory of distribution, financialization, asset inflation

# Sumário

Agradecimentos . . . . .	i
Resumo . . . . .	ii
Abstract . . . . .	iii
Lista de Figuras . . . . .	vii
Lista de Tabelas . . . . .	ix
Lista de Variáveis . . . . .	xvi
<b>Introdução geral à tese</b>	<b>1</b>
<b>1 As teorias monetárias da distribuição na abordagem do excedente</b>	<b>7</b>
1.1 Introdução - A estrutura analítica comum da abordagem do excedente: o núcleo e as teorias auxiliares. . . . .	7
1.2 Taxas próprias de juros e o setor bancário como uma 'indústria' produtora de mercadorias: as contribuições de Carlo Panico . . . . .	11
1.2.1 A determinação da taxa de lucro de acordo com a teoria da preferência pela liquidez. . . . .	11
1.2.2 O sistema de preços de produção e a indústria bancária . . . . .	18
1.2.3 Quatro críticas à teoria monetária da distribuição de Panico . . . . .	30
1.3 A taxa de juros como um puro custo de oportunidade: a versão de Massimo Pivetti da teoria monetária da distribuição . . . . .	34
1.3.1 A relação entre a taxa de juros e de lucros na história do pensamento econômico . . . . .	34
1.3.2 A taxa monetária como um determinante dos custos normais . . . . .	37
1.3.3 O conflito distributivo e taxas nominal e real de juros . . . . .	42

1.3.4	Algumas objeções encontradas na literatura em relação à teoria monetária da distribuição de Pivetti . . . . .	50
1.4	Conclusão . . . . .	53
<b>2</b>	<b>Uma proposta de síntese entre a moeda endógena, a taxa de lucro do setor bancário e a estrutura de financiamento da produção</b>	<b>55</b>
2.1	Introdução . . . . .	55
2.2	Moeda endógena e o setor bancário capitalista na abordagem do excedente . .	56
2.2.1	Horizontalismo, os <i>mark-ups</i> e a rentabilidade do setor bancário capitalista . . . . .	56
2.2.2	A definição da taxa de lucro dos bancos e o papel da competição clássica	65
2.2.3	Fatos estilizados da taxa de lucro dos bancos e do processo de gravitação nos EUA . . . . .	73
2.3	A estrutura financeira da produção e a repartição do excedente . . . . .	76
2.3.1	O grau de endividamento pode ser considerado parte da técnica dominante? . . . . .	77
2.3.2	A repartição do excedente entre capital bancário e industrial sem que os preços relativos sejam influenciados . . . . .	82
2.3.3	O financiamento via ações . . . . .	87
2.3.4	Uma fórmula geral para a partilha do excedente entre capitais de distintas fontes . . . . .	89
2.4	Conclusão . . . . .	91
<b>3</b>	<b>Rendas financeiras como espécies de rendas diferenciais e absolutas da terra</b>	<b>94</b>
3.1	Introdução . . . . .	94
3.2	As rendas financeiras diferenciais . . . . .	97
3.2.1	A origem da renda da terra ricardiana e seus desdobramentos modernos	97
3.2.2	Um modelo de rendas financeiras diferenciais do tipo I . . . . .	103
3.3	A renda absoluta . . . . .	119
3.3.1	A definição original da renda absoluta da terra e as razões para sua emergência em Marx . . . . .	121

3.3.2	Preços de ativos, taxa de juros e renda absoluta da terra . . . . .	127
3.4	Conclusão . . . . .	131
<b>4</b>	<b>Financeirização, inflação de ativos e o novo custo de oportunidade do capital nos EUA após 1982: uma análise baseada na teoria monetária da distribuição</b>	<b>133</b>
4.1	Introdução . . . . .	133
4.2	A assim chamada financeirização e o padrão distributivo norte-americano após 1982 . . . . .	137
4.2.1	Do conflito distributivo nos anos 70 ao choque de Volcker . . . . .	137
4.2.2	A estagnação salarial e o descolamento entre as taxas de juros e de lucro	141
4.2.3	A crise bancária e a reestruturação do setor financeiro . . . . .	151
4.2.4	O crescimento dos níveis de endividamento e o começo da inflação de ativos . . . . .	158
4.3	Interpretações teóricas e a hipótese do novo custo de oportunidade do capital	175
4.3.1	A visão Kaleckiana do canal de transmissão da financeirização para a distribuição . . . . .	176
4.3.2	Pivetti e outros Sraffianos a respeito do ' <i>puzzle</i> ' juros e lucros e a finan- ceirização . . . . .	182
4.3.3	Preferência pela liquidez e a variação dos <i>spreads</i> das taxa de juros nos EUA. . . . .	187
4.3.4	Ganhos de capital e o <i>The Real Rate of Return of Equity</i> de Shaikh como piso das rentabilidade do capital em geral . . . . .	194
4.4	Conclusão . . . . .	203
	<b>Bibliografia</b>	<b>207</b>

# Lista de Figuras

2.1	Evolução da Federal Fund Rate e da Prime Rate nos EUA. . . . .	74
2.2	Taxas de lucro bancárias e do capital em geral, retirado de Shaikh (2016, p. 462)	75
2.3	Taxas de lucro financeira e não financeira para os EUA, retirado de Bakir e Campbell (2013, p. 299) . . . . .	75
4.1	Crescimento dos salários nominais e taxa de inflação. . . . .	142
4.2	Crescimento acumulado desde 1948 da produtividade do trabalho e do salário real médio. . . . .	144
4.3	Participação líquida do capital na renda e participação 1% mais rico na renda nacional em azul. . . . .	145
4.4	Divergência entre taxas de juros observadas e diferentes taxas de lucro empíricas. . . . .	148
4.5	Número de falências bancárias no EUA. . . . .	154
4.6	<i>Return on Assets</i> dos bancos Norte Americanos. . . . .	155
4.7	Proporção do endividamento em relação ao PIB: famílias e setor corporativo não-financeiro. . . . .	161
4.8	Participação da Industria e do Setor Financeiro no PIB dos EUA. . . . .	162
4.9	Lucros líquidos não distribuídos sobre lucros totais e pagamento de dividendos líquidos sobre o PIB. . . . .	167
4.10	Novos empréstimos versus emissão de novas equities. . . . .	171
4.11	CAPE de 10 anos e o índice S&P 500. . . . .	173
4.12	Spreads de títulos do Tesouro norte-americano de diferentes maturações em relação ao FED Fund Rate. . . . .	191

4.13 Spreads dos títulos Aaa e Baa da Standard Poor's em relação ao FED Fund Rate. Elaboração própria com dados retirados do FRED, Federal Reserve. . . .	193
4.14 Média-Móvel da The Rate of Real Return of Equity de Shaikh. . . . .	201

# Lista de Tabelas

2.1	Balanço Consolidado entre os Bancos Comerciais e o Banco Central no sistema Overdraft . . . . .	64
4.1	Crescimento do endividamento das famílias como proporção da renda disponível. Retirado de Barba e Pivetti (2009, p. 115) . . . . .	159
4.2	Proporção média do lucros financeiros sobre os lucros totais, para empresas domésticas. Lucros corporativos com valoração dos inventários. Elaboração própria com dados do U.S. Bureau of Economic Analysis . . . . .	163
4.3	Spreads relativos ao Fed Fund Rate para períodos selecionados. Dado do FRED, Federal Reserve. . . . .	194

# Lista de Variáveis

- $A$  Matriz dos coeficientes técnicos de produção associados à técnica dominante
- $A_B$  Matriz dos coeficientes técnicos de produção associados à técnica dominante acrescido pelo vetor-linha dos coeficientes do setor bancário e pelo vetor-coluna dos insumos creditícios empregados em cada indústria
- $a_{kb}$  Vetor-linha dos coeficientes técnico de produção da mercadoria  $k$  acrescido dos insumos creditícios
- $a_b$  Vetor-linha dos coeficientes técnicos de produção do setor bancário
- $a_{ij}$  Coeficiente técnico de produção: quantidade da mercadoria  $j$  necessária para produzir uma mercadoria da unidade da mercadoria  $i$
- $a_{ij}$  Vetor-coluna composto pelos coeficientes técnicos unitários de produção da mercadoria  $i$
- $a_{ij}^{(k)}$  Coeficiente unitário técnico de produção da mercadoria  $i$  associado à  $k$ -ésima terra em ordem de fertilidade
- $a_{ij}^{(m)}$  Coeficiente unitário técnico de produção da mercadoria  $i$  associado à terra  $m$  de pior fertilidade
- $B$  Volume total de empréstimos cedidos pelo setor bancário às indústrias
- $b$  Produtividade do trabalho

$c$  Taxa de própria de juros para Sraffa (1932)

$c_i$  Custo de carregamento do ativo  $i$

$D$  Volume total de depósitos à vista mantido junto aos bancos

$d$  Vetor-coluna dos depósitos à vista por unidade de produto

$d_l$  Razão entre depósitos à vista e reservas do setor bancário

$dv_t$  Dividendo pago pela ação  $a$  no período  $t$

$e$  Fundos próprios ou *equity* dos bancos

$g_a$  Taxa de crescimento do rendimento das ações

$g_i^E$  Taxa de crescimento esperada da demanda pela mercadoria  $i$

$i$  Taxa de juros básica dos depósitos à vista

$i_n$  Taxa nominal de juros

$i_a$  Taxa de juros referente à subscrição de ações

$i_b$  Taxa de juros do empréstimos bancários e do títulos público de curto prazo para Panico (1988)

$i_{bj}$  Taxa de juros do empréstimos bancários referente ao  $j$ -ésimo segmento do mercado de crédito

$i_l$  Taxa de juros dos títulos público de longo prazo para Panico (1988)

$I$  Matriz identidade

$N$  Número de novas ações emitidas

$K$  Estoque de capital

$K_b$  Vetor-linha referente ao capital adiantado pelo setor bancário em termos de meios de produção físicos

$k^B$  Capital emprestado de terceiros empregado no sistema produtivo

$k_i^B$  Capital emprestado de terceiros empregado na indústria  $i$

$L$  Quantidade total de horas-pessoas empregadas

$l$  Vetor-coluna dos coeficientes unitários de trabalho

$l_B$  Vetor-coluna dos coeficientes unitários de trabalho acrescido pelo setor bancário

$L_b$  Quantidade de trabalho empregado pelo setor bancário

$l_b$  Coeficiente unitário de trabalho do setor bancário

$l_i$  Prêmio de liquidez do ativo  $i$

$l_{li}$  Coeficiente unitário de trabalho da mercadoria  $i$

$l_i^{(m)}$  Coeficiente unitário técnico de trabalho da mercadoria  $i$  associado à terra  $m$  de pior fertilidade

$l_i^{(k)}$  Coeficiente unitário técnico de trabalho da mercadoria  $i$  associado à  $k$ -sésima terra em ordem de fertilidade

$p$  Nível de preços

$p_a$  Preço da ação  $a$

$p_a^t$  Preço da ação  $a$  no período  $t$

$p_B$  Vetor-coluna dos preços de produção acrescidos pela taxa de juros dos empréstimos bancários

$P_b$  Lucro bancário por unidade de mercadoria produzida

$p_i^{(k)}$  Preço de produção da mercadoria  $i$  associado ao método de produção financeiro  $k$

$p_i$  Preço de produção da mercadoria  $i$

$p_l$  Preço de demanda da terra  $i$

$p_j^t$  Preço monetário da mercadoria  $j$  no tempo  $t$

$p$  Vetor-coluna dos preços de produção

$q$  Vetor-coluna dos insumos creditícios empregados na indústria por unidade de produto

$q_i$  Renda futura obtida por meio do ativo  $i$

$Q_i$  Vetor-coluna dos insumos físicos totais empregados para produzir a mercadoria  $i$ , dado o nível de demanda final  $X_i$

$Q_i^{(1)}$  Vetor-coluna dos insumos físicos empregados para produzir a mercadoria  $i$  por parte da empresas com melhores condições de financiamento, dado o nível de demanda final  $X_i^{(1)}$

$Q_i^{(2)}$  Vetor-coluna dos insumos físicos empregados para produzir a mercadoria  $i$  por parte da empresas com as segundas melhores condições de financiamento, dado o nível de demanda final  $X_i^{(2)}$

$Q_i^E$  Vetor-coluna dos insumos físicos esperados de serem empregados para produzir a mercadoria  $i$  por parte da empresas com melhores condições de financiamento, dada a expectativa do nível de demanda final  $X_i^{(E)}$

$r^*$  Taxa de lucro almejada pelo Banco Central

$r_b$  Taxa de lucro dos bancos

$r_l$  Taxa de lucro líquida

$r_e$  Taxa de lucro efetiva

$r$  Taxa de lucro normal

$r_a^t$  *Real return of equity* da ação  $a$ : taxa implícita de retorno acrescida dos ganhos de capital

$R$  Reservas mantidas como ativos dos bancos

$R_i^{(k)}$  Renda financeira obtida pelo uso do  $k$  método financeiro relativo à produção da mercadoria  $i$

$v$  Taxa máxima de lucro, inverso da relação capital-produto

$u_n$  Grau normal de utilização da capacidade produtiva instalada

$z_i$  Ganho de capital do ativo  $i$

$w$  Salário nominal

$w^*$  Salário nominal exógeno

$w^r$  Salário real exógeno

$X_i$  Escalar referente à produção agregada total da mercadoria  $i$

$X_i^t$  Escalar referente à demanda pela mercadoria  $i$  no período  $t$

$X_i^{E,t+1}$  Escalar referente à demanda esperada pela mercadoria  $i$  no período  $t + 1$

$X_i^{(1),t+1}$  Escalar referente à parcela da demanda pela mercadoria  $i$  almejada de ser atendida pelas empresas com melhores condições de financiamento no período  $t + 1$

$X_i^{(1)}$  Escalar referente à parcela de demanda agregada final pela mercadoria  $i$  atendida pelas empresas com melhores condições de financiamento

$X_i^{(2)}$  Escalar referente à parcela de demanda agregada final pela mercadoria  $i$  atendida pelas empresas com as segundas melhores condições de financiamento

$Y$  Nível de renda agregada

$\alpha$  Financiamento por ações enquanto proporção do capital de terceiros empregado

$\beta^1$  Meta de parcela do mercado por parte das empresas com as melhores condições de financiamento

$\eta$  Renda absoluta da terra

- $\eta_t$  Renda absoluta da terra no período  $t$
- $\theta$  Nível de endividamento médio no sistema produtivo
- $\Theta$  Matriz diagonal composta pelos níveis médios de endividamento em cada indústria
- $\theta_i$  Nível de endividamento médio na indústria que produz a mercadoria  $i$
- $\theta_i^{(k)}$  Nível de endividamento referente ao método financeiro  $k$  para produzir a mercadoria  $i$
- $\lambda$  Fração obtida pelos trabalhadores do salário real exógeno  $w^r$
- $\Lambda$  Vetor-coluna com os requerimentos de terra por unidade de produto
- $\Lambda^{(k)}$  Quantidade de unidades de terras empregadas pela  $k$ -ésima terra
- $\mu$  Mark-up do setor verticalmente integrado
- $\mu_{bd}$  Componente do mark-up do setor bancário referente ao risco de *default*
- $\mu_{bl}$  Componente do mark-up do setor bancário referente ao risco de liquidez
- $\mu_{bm}$  Componente do mark-up do setor bancário referente ao risco de variação de preço de mercado
- $\mu_a$  Mark-up das ações aplicados sobre a taxa de juros básica
- $\mu_b$  Mark-up do setor bancário
- $\mu_{bj}$  Mark-up do setor bancário referente ao  $j$ -ésimo segmento do mercado de crédito
- $\mu_l$  Spread dos títulos públicos de longo prazo em relação a taxa de juros básica  $i$
- $\nu$  Razão entre as reservas bancárias e os depósitos à vista
- $\pi$  Participação dos lucros na renda
- $\psi^{(k)}$  Renda da terra cobrada na  $k$ -ésima terra empregada
- $\rho$  Lucro líquido dos empresários

$\sigma_b$  Desconto de iliquidez dos títulos público de curto prazo

$\sigma_l$  Desconto de iliquidez dos títulos público de long prazo

$\sigma_k$  Desconto de iliquidez dos ativos de capital

$\omega$  Taxa de crescimento dos salários nominais

# Introdução geral à tese

A presente tese nasceu a partir de dois problemas interrelacionados. O primeiro diz respeito à adequação da teoria monetária da distribuição Sraffiana à experiência e aos fatos empíricos da economia norte-americana após 1982, com especial ênfase no período de 2001 até o início da pandemia de 2020. O segundo se refere à caracterização da 'financeirização' e sua relação com a repartição da renda nacional entre salário e lucros. De acordo com um conjunto de autores ligados ao projeto de retomada da assim chamada abordagem do excedente, a taxa de juros é a variável distributiva exógena, por se tratar de um número puro determinado por fora do sistema de produção, a definir a taxa de lucro junto a uma parcela denominada de 'lucro líquido do empresários', que é estável em relação ao nível da taxa de juros. No entanto, a economia norte-americana no período sob estudo apresenta um claro paradoxo para essa teoria, posto que a redução contínua de todo o espectro de taxas de juros nominais e reais coincidiu com o aumento da desigualdade da distribuição funcional da renda e com a resiliência das taxas de retorno do capital. O caso dos EUA serve como um primeiro teste empírico à teoria, haja vista se tratar do caso mais puro possível, uma vez que os EUA emitem a moeda fiduciária usada como meio de pagamento internacional, não possuem restrição quanto à posição de sua Balança de Pagamento e, como resultado, tem total controle sobre a sua taxa de juros básica.

À primeira vista, a evolução da distribuição funcional de renda nos EUA deveria levar ao descarte da teoria monetária da distribuição, e sugerir a adoção de um outro fechamento distributivo. Com efeito, uma linha de pesquisa em andamento, comum a autores neoclássicos e pós-keynesianos, aponta para a diminuição da competição (definida amplamente) como o

elemento central a explicar o aumento da participação das rendas de capital na renda nacional. Do ponto de vista Sraffiano, a redução sistêmica da livre mobilidade de capital pode estar por trás do aumento dos 'lucro líquidos dos empresários' setoriais, o que poderia explicar o resultado agregado observado da existência de uma maior massa de lucro em relação ao estoque de capital. Embora seja uma agenda de investigação válida, ainda assim é necessário que seja explicado a razão de um descasamento tão pronunciado entre a taxa de juros e de lucro, pois para todas as teorias da concorrência é necessário que haja *alguma* conexão entre essas duas variáveis.

A tese busca responder a esse primeiro problema sem abandonar a teoria monetária da distribuição. Esse paradoxo empírico não parece ser suficiente para que se justifique a determinação *a priori* do salário real exógeno, sobretudo pois nesse período é observado uma retração pronunciada do poder de barganha as classes assalariadas e uma relativa erosão do padrão de vida considerado minimamente aceitável, tanto do ponto de vista absoluto quanto do relativo dentro do espectro salarial. Esses movimentos distributivos estão associados a uma baixa inflação e uma atenuada pressão de custos oriunda do conflito distributivo, o que parece assinalar que é a remuneração do capital a variável distributiva independente no sistema de preços de produção.

Quanto às explicações baseadas na elevação do grau de monopólio, é possível que parte do diferencial entre taxa de lucro e juros seja creditado à difusão das barreiras à entrada e aos diferenciais de taxa de lucro que puxam para cima a taxa de lucro média empiricamente calculada. No entanto, é pouco provável que todo esse diferencial possa ser explicado *somente* pela redução da competição clássica no sentido de menor mobilidade de capital. O efeito da competição sobre as taxas de lucro devem tomar como referência a taxa de lucro normal, obtível por todos os capitais a despeito do estado da concorrência. Uma vez conhecida essa taxa de lucro normal, torna-se mais preciso o conhecimento das rendas diferenciais e de seu papel na distribuição funcional da renda.

A nova importância do setor financeiro na determinação da distribuição alude ao segundo problema mencionado no primeiro parágrafo desta introdução, referente às caracte-

rizações da economia norte-americana após 1982 como um 'regime de financeirização'. As discussões e a conceitualização da 'financeirização' são imensas, e a tese não tem nenhuma pretensão de analisar o debate teórico em detalhe, muito menos de o exauri-lo. Do ponto de vista da teoria monetária da distribuição, para que seja respondido o paradoxo empírico elencado acima, são organizados alguns dos fatos quantitativos e das mudanças institucionais que formam um canal de transmissão direto das variáveis financeiras para a distribuição funcional da renda. Esse segundo problema, portanto, pergunta quais são os aspectos da financeirização que de acordo com a teoria monetária da distribuição afetam a norma de rentabilidade do capital em geral.

No quarto capítulo, é proposta uma solução para esse problema por meio da hipótese de que em meados dos anos 1990 houve uma mudança na norma de remuneração mínima do capital na economia norte-americana. Esta deslocou-se da taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos, a qual a teoria monetária da distribuição considerava originalmente ser o custo de oportunidade do capital, para uma taxa de retorno implícita das ações, encontrada ao ser contabilizado os ganhos de capital provenientes da inflação de ativos. Como o quarto capítulo demonstra, essa taxa de retorno implícita, denominada por Shaikh de *The Real Rate of Return of Equity*, apresenta um movimento muito mais similar com a taxa de lucro do que a taxa de juros dos ativos sem risco de longo prazo, o que a torna uma candidata para novo custo de oportunidade do capital. Essa hipótese mantém intacta a estrutura analítica da teoria monetária distribuição ao garantir a exogeneidade da taxa de retorno do capital, e permite conciliá-la com o paradoxo empírico observado. Sua consequência mais importante concerne a perda de influência direta do FED sobre a taxa de lucro e no maior papel do setor financeiro em estabelecer com relativa autonomia a taxa de retorno que é tomada como referência pelos capitais produtivos.

Para que seja justificado a possibilidade que o novo custo de oportunidade tenha se deslocado pelos ganhos de capital, a primeira parte do quarto capítulo constrói um fio narrativo encadeando o choque de Volcker, a crise e a subsequente reestruturação do setor financeiro norte-americano, a expansão do endividamento e do ativos financeiros para enfim concluir que a inflação de ativos é o efeito mais duradouro da 'financeirização'. Embora não seja apre-

sentado nenhum dado novo, a organização de parte dos aspectos quantitativos e qualitativos da 'financeirização' já conhecidos na literatura heterodoxa são apreciados de modo a assinalar as mudanças que permitiram às empresas não-financeiras terem como custo de oportunidade suas próprias ações e os ganhos de capital oriundos dos *stock-buy-back*, o que constitui o cerne da argumentação final da tese.

O percurso para se chegar ao caso dos EUA estudado no quarto capítulo, no entanto, exigiu uma avaliação do atual estado da teoria monetária da distribuição, a que se deve os três primeiros capítulos da tese. De fato, existe pouco consenso a respeito das duas principais contribuições encontradas na área: a de Carlo Panico e a de Massimo Pivetti. O primeiro capítulo apresenta, portanto, uma longa resenha crítica desses dois trabalhos originais, com o objetivo de evidenciar uma parcial incompatibilidade entre eles e sugerir que a via proposta por Pivetti mostra-se mais consistente. Carlo Panico reformulou em diversas ocasiões seu modelo, mas de forma geral podemos resumir-lo quanto a duas características fundamentais: o uso dos insumos creditícios como parte do custo normal das empresas e a existência da taxa de juros como um preço de produção da indústria bancária. Essas duas formulações são criticadas. Quanto a Pivetti, é demonstrado que sua teoria faz uso de uma hipótese muito mais simples: a de que a taxa de juros forma um custo de oportunidade para o capital em geral.

Realizada essa extensa resenha crítica, o segundo capítulo busca responder a algumas críticas destinadas à teoria de Pivetti. A primeira delas diz respeito de que a visão do puro custo de oportunidade não incorpora a existência de um setor bancário capitalista, orientado pela busca de lucro. É demonstrado que a teoria da moeda endógena é plenamente compatível com a teoria monetária da distribuição, uma vez que essa primeira provê uma explicação para a origem dos lucros bancários sem que seja necessário recorrer à ideia de 'indústria bancária'. Nessa tradição, os juros de empréstimo são formados a partir de uma regra de *mark-up* simples sobre a taxa de juros básica, e os lucros dependem da massa de empréstimos geradas, dos custos dos insumos e da folha salarial e das reservas obtidas junto ao Banco Central (quando essas existem). Em um segundo momento, lidamos com o conceito da taxa de lucro dos bancos: essa deverá ser obtida como uma variável residual afetada somente pelas

variáveis que influenciam a rentabilidade dos bancos e não deverá guardar nenhuma conexão necessária com a taxa de lucro normal do sistema. Essa definição da taxa de lucro dos bancos escapa de tratá-lo como uma indústria com coeficientes técnicos de produção, posto que pela teoria da moeda endógena não há uma correspondência entre a quantidade de crédito cedido por um banco e a quantidade de meios de produção e trabalho empregados por ele.

A segunda parte do capítulo lida com a crítica segundo a qual a teoria de Pivetti só teria validade em casos extremos de que todo capital é financiado por terceiros ou por meio de capital próprio. Argumentamos que sendo vigente a livre competição clássica, não é possível que a estrutura de financiamento da produção possa influenciar os preços relativos, pois todas as empresas cujos custos financeiros forem maior do que zero deverão ser expulsas do mercado e somente prevalecerão aquelas que adotarem a técnica dominante que remunera o capital à taxa de lucro normal. Logo, o papel das composição de diferentes fontes de financiamento será o de repartir o excedente entre diferentes capitais: o industrial, o bancário e o financeiro. Essa repartição depende das taxas de juros de empréstimos dos bancos, da taxa de juros das ações e da proporção de cada um desses capitais no capital total empregado. De qualquer forma, a segunda parte do segundo capítulo mostra que a taxa de lucro continua a ser determinada sem ambiguidade pelo custo de oportunidade da taxa longa, e que o excedente é determinado antes de sua alocação. Com isso, o capítulo conclui dando ênfase a generalidade e pertinência da teoria de Pivetti, e é com base nesse resultado teórico que podemos explorar aplicação aos EUA no quarto capítulo.

O terceiro capítulo constitui um exercício teórico à parte da evolução da tese, e como tal pode ser compreendido como uma ramificação independente voltada para investigações futuras. Ao longo do segundo capítulo, assumimos que a competição deverá impedir que o grau de endividamento das empresas exerça influência sobre os preços relativos e a taxa de lucro normal. No terceiro capítulo, é apresentado um modelo do que deverá ocorrer quando essa hipótese de livre mobilidade de capital for violada. Esse será o caso de coexistirem em uma mesma indústria diferentes empresas com distintos custos financeiro de produção, e com as empresas com o pior método financeiro estabelecendo o preço de produção. Esse re-

sultado depende de que as empresas estabelecidas com menores custos financeiros permitem às novas empresas operarem com custos maiores e não busquem expulsá-las do mercado. Se essa situação for observada, o preço de produção será maior do que custo das empresas estabelecidas, e estas receberão uma remuneração adicional em relação a sua taxa normal de lucro, a que denominamos de renda financeira em analogia a renda terra extensiva de Ricardo ou do tipo I. Quanto maior for o diferencial de custos financeiros, maior será essa renda.

A persistência desse tipo de renda financeira tem como condição necessária a aceitação por parte das empresas incumbentes a entrada de novas empresas e a repartição do mercado entre elas. Porém, não demonstramos a condição suficiente, a saber: o porquê dessas empresas se comportarem dessa forma. No entanto, o capítulo apresenta uma definição conceitual dessas rendas e sua forma de obtenção, e serve como ponto de partida para a discussão acerca da relação entre barreiras à entrada financeiras e os diferenciais de rentabilidade em uma mesma indústria, objetos de interesses a uma diversa gama de economistas.

Em resumo, a tese apresenta duas contribuições à teoria Sraffiana e uma nova interpretação do caso norte-americano, além da extensa resenha crítica das principais contribuições para a teoria monetária da distribuição. Em primeiro lugar, como resultado da defesa da visão de Pivetti para a teoria monetária da distribuição, é proposto uma síntese entre moeda endógena, taxa de lucro dos bancos e estrutura financeira que permite conciliá-las sem inconsistências entre as suas distintas partes. Em especial, é demonstrado qual é o papel do nível de endividamento no sistema de preços de produção e sua relação com a repartição do excedente. No terceiro capítulo, uma teoria das rendas financeiras é apresentada, e chegamos a um resultado preciso da forma de calculá-las. E, por fim, na aplicação aos EUA, é proposto uma nova interpretação e solução ao paradoxo, ou *puzzle*, entre a taxa de lucro e de juros, sem que para isso a teoria monetária da distribuição tenha que ser abandonada.

# Capítulo 1

## As teorias monetárias da distribuição na abordagem do excedente

### 1.1 Introdução - A estrutura analítica comum da abordagem do excedente: o núcleo e as teorias auxiliares.

Entre algumas das consequências do livro clássico de Sraffa, a teoria monetária da distribuição constitui certamente um dos seus desdobramentos mais construtivos e fecundos. Seguindo a sugestão dada por Sraffa no famoso parágrafo 44, segundo a qual é o fechamento do sistema de preços de produção pode ser realizado por meio da taxa monetária de juros, diversos autores buscaram integrar à teoria da clássica do valor variáveis monetárias e financeiras. A teoria monetária da distribuição inverte a relação de causalidade vigente nos economistas políticos clássicos, para quem é o salário real, e não a remuneração do capital, a parcela distributiva definida política e institucionalmente fora do sistema de preços de produção.<sup>1</sup> Se tomarmos, ao contrário dos clássicos, a taxa monetária de juros como uma magnitude dada, independente do conjunto de técnicas de produção disponíveis e da formação dos preços de produção, é o salário real que se torna a variável distributiva residual.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup>Para um estudo exaustivo sobre a determinação exógena do salário real nos economistas políticos clássicos, ver Stirati (1994).

<sup>2</sup>Um dos primeiros comentários favoráveis a sugestão de Sraffa pode ser encontrado em Dobb (1973, p. 271).

Podemos encontrar duas principais linhas de desenvolvimento da teoria monetária da distribuição. Para a primeira, começando com Panico (1985; 1988) e Panico, Pinto e Anyul (2012), a influência da taxa de juros é exercida por meio da equalização das taxas de retorno dos ativos financeiros e da taxa de lucro dos capitais produtivos, em um esquema teórico adaptado do conceito de taxas próprias de juros de Keynes. Nos trabalhos de Panico e de alguns dos seus seguidores mais próximos, soma-se ainda a introdução do setor bancário como uma indústria que produz mercadorias. A segunda versão da teoria monetária da distribuição se encontra nos trabalhos de Pivetti (1985; 1991). Segundo essa elaboração, a taxa de juros influencia diretamente a taxa de lucro pelo canal do custo de oportunidade.

No presente capítulo, ambas as visões serão apresentadas e algumas críticas serão elencadas a contribuição de Panico, assim como evidenciaremos alguns pontos pouco explorados na formulação de Pivetti que podem explicar o porquê sua versão não ter sido plenamente aceita mesmo entre autores simpáticos a abordagem do excedente. O objetivo do presente capítulo será o de distinguir analiticamente essas duas vias alternativas para a construção da sugestão de Sraffa no parágrafo 44. Defenderemos que existem duas teorias monetárias da distribuição distintas e incompatíveis entre si, a de Panico e de Pivetti, e que a última oferece uma alternativa mais sólida do que a primeira para a incorporar fatores monetários e financeiros na análise dos preços de produção e da distribuição.

Qual é o papel da teoria monetária da distribuição dentro da abordagem do excedente?. Embora os autores da economia política clássica abarquem distintas perspectivas acerca das leis que governam a distribuição funcional da renda, a acumulação, o nível de emprego, etc, todos eles compartilham o conceito do excedente social enquanto parte fundamental da análise econômica e uma estrutura comum no que tange à determinação dos preços relativos. O conjunto de variáveis exógenas tomadas pela abordagem do excedente são (Garegnani 1984, p. 293): a técnica em uso (o conjunto de métodos de produção dominantes), a composição setorial e o tamanho do produto agregado e uma variável distributiva exógena, o que no caso dos clássicos era o salário real de "subsistência". As variáveis endógenas, encontradas dentro do sistema, são os preços relativos e a parcela distributiva residual - a taxa de lucro, para os clássicos. Essa distinção entre variáveis exógenas (aquelas que a teoria do valor as-

sume como dadas) e endógenas (aquelas às quais a teoria do valor busca explicar), permite separar as teorias que compõem a abordagem do excedente: o núcleo e as teorias auxiliares. Por núcleo, é compreendido a teoria do valor, entendida como as relações de causalidade por trás da formação dos preços de produção a partir da taxa de lucro uniforme aplicada sobre os custos de reposição dos meios de produção utilizados. No que diz respeito às teorias auxiliares, temos as explicações, sempre parciais e passíveis de mudança, das variáveis tomadas como exógenas para a determinação das demais variáveis do núcleo.

Por teorias auxiliares, podemos identificar teorias referentes ao progresso técnico (a evolução das técnicas dominantes ao longo do tempo e seu processo sua criação), a determinação do produto (Lei de Say ou princípio da demanda efetiva) e as distintas teorias da determinação do salário real ou da taxa de lucro. Essas teorias serão complementares ao núcleo desde que sejam consistentes com ele. A melhor aplicabilidade de cada uma delas depende de circunstâncias sócio-históricas e institucionais, cujo mérito apenas pode ser aferido no estudo de casos particulares. A natureza contingente das teorias auxiliares da abordagem do excedente dá ampla flexibilidade para as análises aplicadas nessa tradição ao não concentrar todo o seu poder explicativo em razão de apenas um princípio geral e de validade universal. Pelo contrário, é possível obter um leque de explicações para os fenômenos relativos à distribuição, cuja abrangência é mais restrita, porém não menos relevante quanto às situações sob estudo.

A substituição da teoria dos salários de subsistência dos clássicos pela teoria monetária da distribuição é justificada por meio da percepção de que ao longo da evolução das economias capitalistas foi observado que os trabalhadores paulatinamente passaram a usufruir do excedente econômico, acima de algum salário de subsistência tomado como referência. Essas mudanças, somadas aos arranjos monetários e financeiros no século XX (em especial, o abandono progressivo e completo do padrão-ouro), permitem abandonar as teorias clássicas do salário real e torná-lo uma variável residual, determinado conjuntamente com os preços de produção. Para isso, a taxa de lucro deve ser explicada pelos dados exógenos. Essa parece ser a motivação por trás da mencionada sugestão de Sraffa no parágrafo 44.

Serrano (1993) argumenta que a possibilidade de um fechamento distributivo com o salário real enquanto variável residual reside no tipo de sistema monetário em consideração. No padrão-ouro, sistema no qual a moeda é convertível a uma taxa fixa na mercadoria reprodutível que lastrea os meios de pagamento, teremos que uma vez definido o salário nominal em termos de uma quantidade da moeda-mercadoria, o salário real obrigatoriamente é a variável independente.<sup>3</sup> Com isso, a moeda-mercadoria tornar-se uma mercadoria básica por meio da qual podemos encontrar a taxa de lucro e todos os demais preços relativos. Em um sistema baseado na moeda-fiduciária, por sua vez, estabelecer o salário nominal em termos de um papel moeda inconvertível torna o salário real indefinido *a priori*, mantendo-se um grau de liberdade do sistema de preços de produção. Essa indeterminação é o que permite que a taxa de juros entre como a variável exógena a fechar o sistema de preços de produção,<sup>4</sup> à revelia de que os trabalhadores apropriem-se ou não de parte do excedente.

Vale notar que a adoção de uma teoria monetária da distribuição não significa uma irreversibilidade histórica quanto a pertinência da determinação exógena da remuneração do capital. É possível que o arranjo político e institucional no qual a teoria monetária da distribuição é válida seja desfeito e, com isso, abra espaço para teorias alternativas da distribuição, inclusive para aquelas que justificam a determinação assimétrica do salário real, seja o de subsistência ou não. Essa contingência é condição permanente da separação entre o núcleo da abordagem do excedente e suas teorias auxiliares. A tarefa teórica deve definir as circunstâncias nas quais cada uma das teorias auxiliares se justificam ou se tornam mais relevantes.

No mais, outro critério necessário é saber se a teoria auxiliar é de fato compatível com

---

<sup>3</sup>Smith (1996, p. 44) argumenta, no entanto, que mesmo no padrão-ouro a taxa de juros tem precedência sobre o salário real na determinação da distribuição desde que os salários monetários sejam flexíveis. Essa flexibilidade pode ser justificada pelo fato de que, ao longo de toda vigência do padrão ouro-libra no século XIX, o poder de barganha pendia favoravelmente a classe capitalista, que dispunha da capacidade de impor salários monetários compatíveis com a distribuição determinada pela taxa de juros.

<sup>4</sup>Cabe lembrar que o sistema padrão-ouro puro é uma mera construção teórica. No sistema padrão ouro-libra ou ouro-dolar, é possível que a taxa de juros seja o determinante da taxa de lucro, mediante as condições de financiamento da balança de pagamentos do país emissor da moeda usada como meio de pagamento internacional. Para um estudo detalhado sobre a relação entre os diferentes sistemas monetários e a aplicabilidade das teorias distributivas auxiliares, ver Lara (2008, cap. 1)

os conceitos fundamentais da teoria do valor ou, se ao contrário, sua coerência interna é violada. Como exemplo mais óbvio, a noção de que a escassez do fator capital regule sua taxa de remuneração exige a possibilidade de determinação da quantidade de capital independentemente dos preços relativos e, por consequência, da própria repartição da produção entre salários e lucros. Como bem demonstrado na crítica de Cambridge à teoria marginalista, como o capital se constitui de meios de produção que são produzidos por outros meios de produção, essa premissa é impossível de ser verificada.<sup>5</sup>

Há, portanto, dois juízos críticos pelos quais as teorias auxiliares devem passar: um interno e outro externo. O externo se refere às condições de aplicabilidade socio-históricas e institucionais de cada uma delas. O interno, por sua vez, dirá respeito à compatibilidade com o núcleo da abordagem do excedente, isto é, se alguma dessas teorias rompe algum postulado básico da teoria do valor, a partir do qual todo argumento estará prejudicado em seus desdobramentos lógicos. A análise e o julgamento que serão feitos das duas principais contribuições para a teoria monetária da distribuição no presente capítulo se baseiam no critério interno lógico quanto a coerência com o núcleo da abordagem do excedente.

## **1.2 Taxas próprias de juros e o setor bancário como uma 'indústria' produtora de mercadorias: as contribuições de Carlo Panico**

### **1.2.1 A determinação da taxa de lucro de acordo com a teoria da preferência pela liquidez.**

A primeira tentativa de formalização da sugestão de Sraffa pode ser encontrada nos trabalhos de Panico (1985; 1988). A proposta original de Panico é a de permitir que a condição de equilíbrio entre as taxas próprias de juros apresentada por Keynes no capítulo 17 da Teoria Geral seja também a definidora da taxa de retorno do capital empregado na produção de

---

<sup>5</sup>Para uma extensa revisão do controversa do capital de Cambridge, ver Lazzarini (2011).

mercadorias. As decisões relativas à alocação de riqueza ou composição de portfólio levam à equalização entre as taxas próprias de juros dos ativos que compõem o estoque de riqueza financeira e, seguindo o processo de competição clássico, à taxa de lucro uniforme do sistema de preços de produção. Visto dessa forma, a condição de equilíbrio entre oferta e demanda dos ativos financeiros e da moeda é parte do processo concorrencial segundo o qual os capitais migram das aplicações, sejam produtivas ou não, de baixa para as de alta lucratividade. Segundo o papel atribuído por Panico ao esquema das taxas próprias de juros de Keynes, a posição de longo prazo de uma economia capitalista é caracterizada por um sistema de preços de produção no qual a taxa de lucro uniforme é compatível com o nivelamento das taxas próprias de juros dos ativos financeiros e com o prêmio de liquidez da moeda, que estabelece o piso e o custo de oportunidade *em termos de perda de liquidez* de todas as demais aplicações.

Vejamos o argumento original do capítulo 17 da Teoria Geral para em seguida chegarmos às modificações introduzidas por Panico. Keynes (1951 [1936], cap. 17) cita o conceito de taxa própria de juros de uma mercadoria elaborado originalmente por Sraffa em outro contexto<sup>6</sup> (ver Kurz, 2014). Para Sraffa, a taxa própria de juros de uma mercadoria é dado pela razão entre seu preço presente e seu preço futuro multiplicado pela taxa monetária de juros, menos um.<sup>7</sup> A interpretação das taxas próprias é a de que elas expressam o preço relativo da mercadoria no mercado presente em relação ao mercado futuro. Se uma mercadoria possui uma taxa própria positiva, um unidade desta mercadoria é capaz de comprar mais do que uma unidade dela mesma no futuro (e vice-versa). As taxas próprias das diferentes mercadorias só difeririam entre si na presença de algum desequilíbrio entre o preço de mercado e o preço de produção. Fora isso, todas essas taxas coincidem e são idênticas à taxa monetária.

O novo uso dado por Keynes ao conceito original de Sraffa serve para definir o piso da taxa de juros monetária em relação aos demais ativos financeiros e ao capital produtivo.

---

<sup>6</sup>O conceito de taxa próprias fora criado por Sraffa (1932) com a finalidade de criticar a teoria austríaca dos ciclos econômicos, e só então foi reformulado por Keynes em sua teoria da preferência pela liquidez.

<sup>7</sup>Formalmente temos se  $c$  é a taxa própria de juros,  $c = \frac{p_j^t(1+i)}{p_j^{t+n}} - 1$ , sendo  $p_j^t$  o preço presente,  $p_j^{t+n}$  o preço futuro e  $i$ , a taxa monetária de juros.

Todo ativo e/ou mercadoria possui alguns atributos fundamentais, a partir dos quais é possível obter suas taxas próprias de juros: um renda futura a partir da sua propriedade ( $q_i$ ), a expectativa de sua valorização no futuro ( $z_i$ ), seu custo de carregamento ( $c_i$ ) e seu prêmio de liquidez ( $l_i$ ). Cada ativo e/ou mercadoria pode ser categorizado de acordo com o valor de cada um desses atributos. Bens de capital geram uma renda futura positiva ( $q_k > 0$ ), possuem um custo de carregamento decorrente da sua posse física, além de se depreciarem ( $c_k > 0$ ), sua expectativa de valorização e seu prêmio de liquidez são nulos ( $a_k, l_k = 0$ ). A obtenção de moeda, por seu turno, não gera uma renda futura ( $q_m = 0$ ), seu custo de carregamento é irrisório ( $c_m = 0$ ), assim como é nula sua expectativa de valorização ( $a_m = 0$ ). Seu prêmio de liquidez, no entanto, é o máximo entre todos os demais ativos,  $l_m^* = l_{max}$ , e por isso que é contra ela que a liquidez de todos os demais ativos se mede. No capítulo 17, Keynes considera ainda títulos como forma alternativa de acumulação de riqueza financeira, cuja renda futura é positiva e dada pela taxa de juros ( $q_t = i > 0$ ), seu custo de carregamento tal como o da moeda é desprezível ( $c_t = 0$ ) e seu prêmio pela liquidez é positivo, porém inferior ao da moeda ( $l_t < l_m^* = l_{max}$ ).

A condição de equilíbrio no modelo de Keynes composto apenas por esses três ativos é dada por:

$$q_k - c_k = (l_t + i) = l_m^* = l_{max} \quad (1.1)$$

O nivelamento das taxas de próprias de juros garante que o investidor na margem é indiferente a forma como irá alocar sua riqueza, entre os três ativos que compõem essa economia. A importância da tendência a essa equalização, contudo, reside no fato de que o investidor na margem irá apenas adquirir uma unidade adicional de um bem de capital caso este possua uma taxa própria de juros, para um dado preço de oferta, superior à moeda e aos títulos – consequentemente, se a expectativa de renda futura do capital for superior à taxa de juros e ao prêmio pela liquidez. Como Keynes mantém a hipótese marginalista de que uma maior quantidade de capital leva a uma redução da sua taxa de retorno, de acordo a curva da eficiência marginal do capital negativamente inclinada em relação a taxa de juros, os investidores

na margem aumentam a demanda por investimento até o ponto em que a expectativa da remuneração futura do capital cai e se iguala à taxa de juros dos títulos. O prosseguimento da acumulação de capital físico, a partir desse ponto, só é possível caso haja uma redução da taxa de juros e do prêmio pela liquidez (Keynes, 1951 [1936], p. 226).

Para o propósito da teoria monetária da distribuição, Panico descarta o elemento marginalista da teoria do investimento de Keynes (e, portanto, a relação inversa entre a acumulação de capital e a taxa de lucro), porém mantém a conclusão de Keynes de que é a preferência pela liquidez quem governa a taxa básica de juros de curto prazo,<sup>8</sup> em virtude do prêmio pela liquidez estar vinculado ao desejo subjetivo por parte dos agentes em manter ativos líquidos em seus portfólios. Embora a equação 1.1 expresse uma condição de equilíbrio entre oferta e demanda por moeda, títulos e bens de capital, a relação de causalidade corre do prêmio pela liquidez da moeda para a determinação da taxa de juros e para a renda esperada do capital. Uma mudança puramente subjetiva quanto ao prêmio de liquidez, seguindo a hipótese de Keynes de uma quantidade fixa de moeda disponível, irá alterar a taxa de juros e, a partir dela, a eficiência marginal do capital unilateralmente. Esse elemento subjetivo será mantido no uso feito por Panico das taxas próprias de juros.

Quais alterações Panico promove no esquema das taxas próprias de juros de Keynes de forma a permitir que variáveis monetárias influam na distribuição e na formação de preços relativos? Seguindo Kaldor (1960a), as taxas próprias de juros são redefinidas de acordo não mais pela sua liquidez (um atributo positivo que leva o ativo a ser demandado), mas pelo desconto de sua iliquidez. A conveniência de manter moeda na forma de estoque de riqueza é contrastada com a perda de segurança em manter um ativo de maior dificuldade de venda e de um investidor se encontrar em uma situação de baixa flexibilidade para alterar a composição do seu estoque de riqueza. Por definição, a moeda possui uma taxa de desconto

---

<sup>8</sup>A ambiguidade a respeito da taxa de juros básica ser plenamente exógena ou não aparece na definição de preferência pela liquidez em Keynes (1951 [1936], p. 203) e Kaldor (1960b [1939], pp. 38-39), pois a taxa básica pode ser definida pela autoridade monetária ou pode depender do estado da preferência pela liquidez do público. Carvalho (1992, pp. 82-83) argumenta que o modelo de taxas próprias de Keynes não é compatível com uma taxa de juros básica exógena. Já Rochon (1999, pp. 103-9) nota a respeito do modelo de Kaldor de taxas próprias de juros que a taxa básica não ser uma variável política sob controle pleno da autoridade monetária implica a existência de moeda exógena em algum grau.

de iliquidez igual a zero. Os títulos que servem como quase moeda, por sua vez, possuem um desconto de liquidez baixo, ao passo que os bens de capital adquirem a maior taxa de desconto em razão de comporem o ativo menos líquido da economia.

Além disso, Panico (1985, p. 42-51) assume que a moeda consiste apenas de depósitos à vista mantidos junto aos bancos, remunerados à taxa  $i$ . Os demais ativos financeiros são os títulos de curto e de longa duração, remunerados às taxas  $i_b$  e  $i_l$ , respectivamente. Embora os títulos sejam ativos muito próximos da moeda, é assumido que há diferenças no seu grau de iliquidez, o que permite estabelecer um diferencial entre suas taxas de retorno. Essa formulação explicita a formação da estrutura a termo da taxa de juros da economia entre esses dois ativos financeiros. Como a moeda é redefinida de tal forma que ela possui uma taxa de retorno positiva, além do puro prêmio de liquidez como em Keynes, a sua determinação passa a ser ambígua. Ora é justificado (Panico, 1988, p. 186-8) de que essa taxa está sob controle da autoridade monetária (ver também Kaldor, 1960a, p. 64), ora de que os fatores subjetivos por trás da preferência pela liquidez continuam a influenciar não só os diferenciais de juros e sua estrutura a termo, mas também a própria taxa básica dos depósitos à vista.

Em equilíbrio, o diferencial entre essas taxas é explicado pelas taxa de desconto de iliquidez, cujo gradiente é definido do depósitos à vista (zero), aos títulos de longo prazo (maior taxa de desconto de iliquidez ente os ativos financeiros). Panico (1985, p.44) define que o desconto de iliquidez dos títulos de curto e de longo prazo pode ser afetado “invesamente pela quantidade de moeda em circulação”. No caso dos títulos de longo prazo, como seu fluxo de renda futura é conhecido de antemão, a relação entre a taxa de juros básica  $i$  e a taxa longa  $i_l$  é fortemente influenciada pelas expectativas de variação futura das taxas de curto prazo, a partir da qual o preço do títulos de longo prazo é formado. A possibilidade de mudança na taxa de juros básica leva à introdução de um elemento de incerteza a respeito da evolução das taxas longas que é captado pelo risco de iliquidez e de perda de capital.

O quarto ativo considerado na equalização das taxas próprias de juros é o capital produtivo. De acordo com o método de longo prazo, a taxa de lucro uniforme sobre o preço da oferta das mercadorias é por definição a taxa própria de juros do capital aplicado à produ-

ção, isto é, o retorno percentual sobre o capital medido em valor (a depender dos demais preços relativos). Segundo Panico, mesmo Keynes assume que há uniformidade na taxa de lucro (ou da eficiência marginal do capital, segundo a terminologia marshalliana) e de que a análise das taxas próprias de juros são compatíveis com o sistema de preços de produção.<sup>9</sup> A taxa de desconto de iliquidez do capital produtivo definirá o diferencial entre a taxa de lucro e das taxas de juros dos depósitos à vista, dos títulos de curto e de longo prazo.

A equalização das taxas próprias no esquema de Panico pode ser definida por:

$$\dot{i} = \dot{i}_b - \sigma_b \quad (1.2)$$

$$\dot{i} = \dot{i}_l - \sigma_l \quad (1.3)$$

$$\dot{i} = r - \sigma_k \quad (1.4)$$

Segundo as equações 1.2, 1.3 e 1.4,  $\sigma_b$ ,  $\sigma_l$  e  $\sigma_k$  são respectivamente as taxas de desconto de iliquidez dos títulos de curto, de longo prazos e dos ativos de capital, e  $r$  é a taxa de lucro do sistema de preços de produção. Pela definição de iliquidez dos ativos, podemos concluir que  $\sigma_b < \sigma_l < \sigma_k$ . A taxa de remuneração dos depósitos à vista estabelece o piso das taxas de remuneração de todos os demais ativos, embora ela não seja necessariamente exógena (ou unilateralmente definida pela autoridade monetária) à própria estrutura das taxas de retorno no sistema de Panico.<sup>10</sup> Isso implica que a taxa de remuneração dos depósitos à vista não seja determinada antes e autonomamente à equalização de toda a estrutura de remuneração

---

<sup>9</sup>Esse mecanismo exige que a taxa de retorno de todas os capitais em operação seja reduzida em decorrência de uma mudança nas taxas próprias de juros, e não só nos projetos de investimento na margem, isto é, das próximas unidades de capital a serem empregados, como no conceito de eficiência marginal do capital em Keynes.

<sup>10</sup>Lara (2004, p. 39) nota que a própria taxa básica não está sob controle da completo do Banco Central e pode estar sujeita também a variações da preferência pela liquidez. É ambíguo em Panico (1988) se a taxa básica paga aos depósitos à vista é ou não influenciada pela preferência pela liquidez, ambiguidade essa herdada da própria de definição de Keynes (ver nota de rodapé 1.2.1 logo acima). A preferência pela liquidez seria exercida por meio da preferência dos agentes não-financeiros em manter ou não moeda na forma de depósitos à vista. Quanto maior taxa de juros que remunera os depósitos, menor seria a parcela do estoque de moeda

dos ativos. Nesse sentido, outra alteração fundamental do sistema de Panico em relação ao esquema original de Keynes diz respeito à determinação conjunta das taxas próprias de juro  $i$ ,  $i_b$ ,  $i_l$  e  $r$  em razão do desconto de iliquidez de todos os ativos. Não há determinação da estrutura de remuneração dos ativos a partir do prêmio de liquidez da moeda, no sentido expresso por Kaldor (1960a, p. 69) de ser a taxa própria que *'rule the roost'* de toda a estrutura de remunerações.

Embora o equilíbrio entre as taxa próprias de juros seja encontrado pela equalização entre as remunerações de todos os ativos, é esperado que esse nivelamento seja atingido primeiro entre as taxas própria da moeda e do títulos e apenas em seguida pela taxa de lucro do capital produtivo. A arbitragem entre os ativos é realizada com maior velocidade do que o efeito competitivo clássico de nivelamento destas com a taxa geral de lucro. Para um dado desconto de iliquidez dos ativos de bens de capital, a condição de equilíbrio no mercado financeiro e monetário define em última instância a perda de liquidez oriunda do emprego produtivo do capital.<sup>11</sup>

*If the rate of interest in the financial markets moves downwards, industrial producers will consider their previous rate of profit higher than the 'minimum rate' they are available to earn. The existence of this difference may push prices downwards, or may facilitate the rise of some costs of production, like wage costs (Panico, 1985, p. 54).*

Contudo, uma mudança em qualquer uma das taxas de desconto de iliquidez irá provocar um ajustamento entre todas as demais taxas de remuneração dos ativos em direção a um novo equilíbrio. Uma alteração exógena na preferência pela liquidez por ativos de capital irá afetar as demais remunerações, as taxas de juros dos títulos curtos, dos longos e da pró-

---

não depositado junto aos bancos. Na versão de Panico (1985), não é explicitado esse mecanismo, de forma que a taxa de juros do depósitos pode variar se o Banco Central muda a taxa dos depósitos à vista e os agentes não-financeiros aceitam manter os depósitos no banco. No entanto, é possível que uma mudança exógena nas preferências obrigue os bancos comerciais a alterar a taxa de juros com o afinalidade de garantir uma meta de reservas nos seus ativos.

<sup>11</sup>Como a diferença entre a taxa básica e a taxa de lucro é explicada pelo desconto de iliquidez, o modelo de Panico (1985; 1988) pode ser interpretado como definindo um tipo específico de custo de oportunidade do capital: o de perda da liquidez. No caso da versão de Pivetti, como veremos na próxima seção, o custo de oportunidade é definido somente pelo rendimento alternativo dos ativos financeiros seguros

pria taxa de remuneração dos depósitos à vista paga pelos bancos junto aos seus correntistas. Analogamente, qualquer outra mudança na preferência pela liquidez do público por moeda e/ou por títulos irá também afetar a taxa de lucro do capital produtivo. Para fechar o sistema de Panico, precisamos agora introduzir a sua segunda inovação: a formação da taxa de juros de empréstimos bancários a partir da indústria produtora da mercadoria 'crédito'.

### **1.2.2 O sistema de preços de produção e a indústria bancária**

O complemento da versão da teoria monetária da distribuição de Panico é realizado pela introdução do sistema bancário no sistema de preços de produção Sraffiano, em igualdade com as demais indústrias produtoras de mercadorias. Essa formalização do setor bancário equivale a postular que o preço de oferta dos empréstimo deve ser regulado pela lei dos custos, segundo a qual o custo do insumos físicos e dos salários pago aos trabalhadores empregados na indústria bancária, assim como a taxa de lucro uniforme do sistema, deverá regular a taxa de juros a qual as demais indústrias não-bancárias obtém crédito. O sistema de preços de produção em Panico (1985, p. 56) é composto por  $n$  indústrias básicas, mais o setor bancário, em um modelo sem produção conjunta, capital fixo e renda da terra. O salário monetário é dado como exógeno e todos os preços relativos o utilizam como numerário.

A novidade do setor bancário consiste no fato que as indústrias não-financeiras se endividam junto aos bancos ao início do processo produtivo e repagam suas dívidas findado o ciclo de produção (tomado por simplicidade como idêntico para todos os setores). Os empréstimos bancários são a única forma de crédito e os depósitos são o único ativo financeiro que as indústrias mantêm junto aos bancos. A taxa de juros cobrada pelos bancos é a mesma da taxa de juros dos títulos públicos de curto prazo

O sistema de preços de produção com setor bancário de Panico pode ser representado por:

$$(\mathbf{A}\mathbf{p} + \mathbf{l}w)(1 + r) + \mathbf{q}i_b - \mathbf{d}i = \mathbf{p} \quad (1.5)$$

$$(\mathbf{K}_b\mathbf{p} + L_bw)(1 + r) + Di = Bi_b \quad (1.6)$$

$$w = w^* \quad (1.7)$$

A matriz dos coeficientes técnicos de produção é apresentada por  $\mathbf{A}$ ,<sup>12</sup> e descreve a técnica dominante;  $\mathbf{l}$  (e  $L_b$  a quantidade total de trabalho empregada no setor bancário), o vetor-coluna de coeficientes unitários de trabalho para produzir uma unidade da mercadoria  $i$  e  $w$  o salário monetário (um escalar);  $\mathbf{p}$ , o vetor-coluna de preços de produção. O endividamento das  $n$  indústrias não-financeiras entra diretamente na formação dos preços de produção, por meio do vetor-coluna  $\mathbf{q}$  que capta o vetor de crédito usado como insumos na produção de cada mercadoria. O vetor-coluna  $\mathbf{d}$ , por sua vez, representa os depósitos mantidos junto aos bancos pela indústrias não-bancárias. O vetor-coluna de insumos de crédito  $\mathbf{q}$  é considerado um coeficiente unitários de produção, no sentido de compreender o quanto de volume de empréstimo que é necessário de ser adiantado para se produzir uma unidade de mercadoria  $i$ . O escalares  $B$  e  $D$  representam o volume total de crédito ofertado pelo setor bancário e o seu passivo na forma de depósitos à vista, respectivamente. O vetor-linha  $\mathbf{K}_b$  nos informa a quantidade física dos  $n$  insumos empregados na forma de capital bancário.

Segundo o sistema composto pela equações 1.5 e 1.6, esses coeficientes são equivalentes aos coeficiente unitários das demais mercadorias físicas que formam o preço de produção de acordo com a técnica dominante. Além disso, o vetor  $\mathbf{q}$  também afeta os preços de produção: a razão entre os depósitos e o volume da produção também representa um coeficiente técnico de produção, mas para o setor bancário.<sup>13</sup> Este, no entanto, entra como uma receita

<sup>12</sup>Ao longo da tese, adotaremos a mesma definição de Kurz e Salvadori (1995) segundo a qual cada linha de  $\mathbf{A}$  representa os coeficientes unitários de produção da indústria  $i$ : a quantidade da mercadoria  $j$  necessária para a produção de uma unidade da mercadoria  $i$ . Cada coluna, por sua vez, nos diz os requerimentos físicos da mercadoria  $j$  por unidade de produto nas  $n$  indústrias que compõem o sistema de produção

<sup>13</sup>Vale notar que a diferença dos vetores  $\mathbf{q}i - \mathbf{d}i$  representa o recebimento líquido de pagamentos da indústria

na indústria na medida que expressa o pagamento dos bancos pelos depósitos remunerados à taxa  $i$ . A justificativa para a introdução desses vetores no sistema de preços de produção é de que crédito é entendido como uma forma de serviços bancários e de provisão de liquidez para as indústrias não-financeiras (Panico, Pinto e Anyul, 2012, p.9).

O que difere o modelo de Panico do sistema de preços de produção sraffiano convencional é a equação do setor bancário, em 1.6, e os vetores de insumos creditícios e dos depósitos à vista dos bancos. Os bancos estabelecem uma taxa de juros de empréstimo  $i$ , tal que essa cubra os custos de produção dos usos dos insumos físicos do setor e do pagamento dos trabalhadores, dado por  $K_b + L_b w$ , e a taxa de lucro uniforme a todos demais capitais  $r$ .<sup>14</sup> Como os depósitos são remunerados pela taxa básica  $i$ , é necessário que a taxa de juros de empréstimos  $i_b$  cubra também esse custo, de forma a garantir que o sistema bancário seja viável. O setor bancário é, portanto, definido como o produtor de uma mercadoria - 'crédito bancário' - cujo preço é dado pela taxa de juros de empréstimos  $i_b$  e é formada *como um preço de produção similar às demais  $n$  mercadorias que compõem o sistema.*

Quando considerado o sistema de equalização das taxas de retorno dado por 1.2 - 1.4 e o sistema de preços de produção 1.5 - 1.7, possuímos  $n + 5$  equações e  $n + 5$  variáveis endogenamente determinadas:  $p, i_l, i_b, r, i$  e  $w$ . Para um dado salário monetário, o sistema encontra-se plenamente determinado e o salário real é definido residualmente, uma vez que são conhecidos a taxa de lucro, o vetor de preços de produção e os diferenciais entre as taxas de juros. A determinação endógena da distribuição depende por completo das taxas de desconto de iliquidez que regulam o equilíbrio entre as taxas próprias. Panico (1985) leva o sistema original do Sraffa a perder um grau de liberdade na determinação da distribuição. A taxa de juros do empréstimos bancários, por sua vez, é tratada como um preço de produção igual às

---

para o setor bancário. Como que  $q$  e  $d$  são variáveis exógenas e não explicadas pelo modelo, não é explicitado quais setores são superavitários e quais são deficitários. É de se supor, no entanto, que o somatório de empréstimos cubra ao menos o custo dos depósitos para o setor bancário, caso contrário a reprodução deste se tornaria inviável.

<sup>14</sup>Em Panico (1980, p. 372), é reconhecido que os capitalistas financeiros servem a três propósitos: promover transações entre o comércio varejista e os consumidores, prover meios de circulação entre os capitalistas industriais e comerciantes atacadistas e, por fim, financiar parte da produção dos capitalistas. No vetor  $q$  essas três funções estão incorporadas sem distinção entre si.

de todas as demais mercadorias produzidas no sistema. Como o capital do setor bancário é tratado como análogo ao das demais indústrias, a formação da taxa de juros depende da própria taxa de lucro uniforme do sistema.

O resultado fundamental da teoria monetária da distribuição de Panico reside no fato de que mudanças distributivas precisam necessariamente passar pela política monetária e pela preferência pela liquidez a fim de se alterar as taxas de desconto de iliquidez que equalizam as taxas de retorno entre os diferentes instrumentos financeiros e a taxa de lucro geral do sistema. O crescimento dos salários nominais não terá efeito significativo sobre a taxa de lucro e a taxa de juros sem que em simultâneo o desejo de composição da riqueza financeira mova-se em direção ao acúmulo de ativos menos líquidos. Simetricamente, uma aumento da preferência pela liquidez (uma variação das taxas  $\sigma_b$  e  $\sigma_l$  em comparação com  $\sigma_k$ ) *tem o poder de reduzir permanentemente o salário real e afetar toda a estrutura dos preços relativos, via o vetor de insumo de créditos  $q$  e a perda de liquidez dos ativos de capital.*

Digamos que uma elevação dos salários nominais consiga promover uma redução transitória da taxa de lucro e que, portanto, se traduza em ganhos reais. A nova e menor taxa de lucro estará em desequilíbrio com as remunerações dos ativos financeiros. Na ausência da variações na preferência pela liquidez, o capital empregado na produção irá fluir para a compra de ativos financeiros e tendencialmente a própria produção será em algum momento interrompida, haja vista a maior demanda por ativos líquidos ao nível da taxa de lucro vigente. É possível que a nova e mais baixa taxa de lucro continue a ser superior à  $i$ ,  $i_b$  e  $i_l$ , porém os diferenciais de iliquidez bloqueiam a continuação da aplicação do capital produtivo. Essa situação de desequilíbrio se perpetua até que a antiga e maior taxa de lucro seja reestabelecida, seja por uma redução dos salários nominais, ou por uma novo aumento do nível de preços que reduza o salário real ao que prevalecia anteriormente.

Analogamente, um aumento da taxa básica cobrada junto aos depósitos irá elevar toda a estrutura de remuneração dos ativos, incluindo a taxa de lucro. A taxa básica paga aos depósitos, no entanto, não é determinada exogenamente ao equilíbrio entre todas as demais taxas próprias de juros (Panico 1985, p. 54), pois é somente através da mudança na iliquidez

subjetivamente definida de depósitos, títulos de curto, de longo e de bens de capital que a autoridade monetária é capaz de agir. Os descontos de iliquidez podem ser afetados pela oferta de liquidez provida pelo Banco Central, mas não há nenhuma garantia que os agentes irão responder a maior liquidez diminuindo seu desejo por reter depósitos à vista, reduzindo com isso o custo da iliquidez. Esse caso representa a situação apontada em geral por autores pós-keynesianos na qual a incerteza radical incapacita o Banco Central de determinar inclusive sua taxa básica. Se a preferência pela liquidez for absoluta, em outras palavras, a política monetária é incapaz de afetar a distribuição de renda.

Em uma versão mais recente e atualizada do sistema de preços de produção Panico, Pinto e Anyul (2012), é apresentado uma novo fechamento no qual o papel das taxas próprias de juros é, senão excluído, ao menos fortemente restringido. Considere o sistema de preço de produção expresso por:

$$Ap(1 + r) + lw + qi_b = p \quad (1.8)$$

$$a_b p(1 + r) + L_b w = i_b \quad (1.9)$$

$$r = i \quad (1.10)$$

$$w = \lambda w^r p \quad (1.11)$$

Embora muito parecido com a versão original de Panico (1988), no sistema de preços de produção de Panico, Pinto e Anyul (2012), expresso pelas equações 1.8 - 1.11, são apresentadas algumas modificações. Em primeiro lugar, a análise da estrutura das taxas de juros é abandonada e a taxa de lucro é definida pela taxa básica de juros estabelecida pelo Banco Central (dada por  $i$  segunda a equação 1.10). A taxa de juros dos empréstimos bancários não possui nenhuma relação identificável pelo processo de competição clássico ou pela arbitragem entre os demais ativos financeiros com a taxa de juros dos empréstimos, que agora

cumprir o papel de ser *somente um preço de produção do setor bancário*. O salário real é definido como uma fração  $\lambda$  do valor de uma cesta dada salarial, expressa por  $w^r p$  ( $w^r$  expressando o vetor-coluna referente à cesta), que deverá se ajustar para diferentes níveis da taxa de juros. Mais importante, por último, é a perda de qualquer influência da preferência pela liquidez na determinação dos preços relativos e da taxa de lucro, pelo fato de que taxa básica  $i$  está sob o estrito controle da autoridade monetária.

O sistema de preço de produção pode ser expresso como o sistema Sraffiano tradicional adicionado pelo vetor da indústria bancária como uma produtora da mercadoria 'crédito' (Kurz e Salvadori, 1995, pp. 482-3):

$$\mathbf{A}_B \mathbf{p}_B (1 + r) + l_B w = \mathbf{p}_B \quad (1.12)$$

E, para um mercadoria  $k$  qualquer, temos:

$$a_{kb} \mathbf{p}_B (1 + r) + l_k w = p_k \quad (1.13)$$

Nas equações 1.12 e 1.13, temos  $\mathbf{A}_B = \begin{bmatrix} \mathbf{A} \\ \mathbf{a}_b \end{bmatrix}$ , a matriz de dimensão  $n + 1$  por  $n + 1$  dos coeficientes técnicos de produção acrescentada pelo vetor-linha dos coeficientes técnicos do setor bancário. O vetor-linha dos coeficientes técnicos e do coeficiente de crédito bancário por unidade de produto relativo à produção da  $k$ -ésima mercadoria é expresso  $\mathbf{a}_{kb} = (a_{k1}, a_{k2}, \dots, a_{kn})$ . O vetor-coluna de preços  $\mathbf{p}_B$  inclui os  $n$  preços das mercadorias do setor industrial e a taxa de juros  $i_b$  de empréstimos do setor bancário. O sistema de preços de produção em 1.12 é para todos os fins coincidente ao sistema de preços convencionais, com a única diferença de que os serviços financeiros do setor bancário estão incluídos na estrutura de custo das empresas e de que o setor bancário é uma indústria idêntica às demais indústrias produtoras de mercadorias, cujo preço de sua 'mercadoria' é a taxa de juros de empréstimo.

Nessa versão de Panico, Pinto e Anyul (2012) o conflito distributivo passa única e diretamente pela mudança na taxa de juros básica  $i$ , prescindindo da análise da preferência pela liquidez de todos os demais ativos. Um aumento seja na preferência pela liquidez, seja da taxa básica dos depósitos no sistema descrito por 1.5 - 1.7 irá elevar permanentemente a taxa de lucro e, com ela, o nível de preços (afetando igualmente os preços relativos). Já no sistema descrito em 1.8 e 1.11 o controle imeditado da taxa de lucro pela autoridade monetária também permite que um aumento direto da taxa de juros impacte o nível de preços. Em todos os casos, para um dado salário nominal, haverá um esmagamento do salário real - podemos confirmar, portanto, que em ambos os casos o salário real é tratado como uma variável residual.

Em ambos os trabalhos de Panico (1985) e Panico, Pinto e Anyul (2012) é observado o 'Paradoxo de Gibson', segundo o qual a taxa de juros e o nível de preços estão diretamente correlacionados, fenômeno esse que é, para Keynes (2012 [1930], p. 178), "*one of the most completely established empirical facts within the whole field of quantitative economics, though theoretical economists have mostly ignored it*".<sup>15</sup> Um aumento da taxa de juros básica, ou mesmo da taxa de juros de empréstimos, afetará os preços relativos e o nível geral de preços, pelo encarecimento geral do custos dos empréstimos (ou dos serviços financeiros) para todas as indústrias.

Uma contribuição recente que segue a estrutura básica e os resultados da versão de Panico para a teoria monetária da distribuição pode ser encontrada em Shaikh (2016, pp. 447-52 e pp. 485-88). Nessa versão da indústria bancária, a estrutura de ativos e passivos do setor bancário e a taxa de lucro determinam a taxa de juros cobradas pelos bancos.<sup>16</sup> Consideremos que para um banco comercial seu capital se resume às reservas mantidas como ativo (definidas aqui pela variável  $R$ ) e sua única fonte de receita decorre do repagamento por parte da indústria dos créditos cedidos no ciclo de produção.<sup>17</sup> Em um primeiro momento,

---

<sup>15</sup>Ver a respeito Fiorito (2015), para uma breve revisão das tentativas neoclássicas de explicar a relação positiva entre taxa de juros e nível de preços, assim como das mais recentes evidências empíricas dessa correlação.

<sup>16</sup>Em um trabalho recente, Zolea (2023) argumenta também no sentido de que os depósitos e os títulos emitidos pelos bancos devam ser incorporados como parte do capital adiantado sobre o qual se forma sua taxa de lucro.

<sup>17</sup>Repare que nessa formulação não é possível que as reservas sejam obtidas por operações de mercado aberto

consideremos que a captação dos depósitos à vista não gera custos aos bancos e que os bancos não arcam com custos de insumos e salários. O balizador da taxa de lucro bancária é dado pelo volume de receita dividido pelo capital total do banco (Shaikh, 2016, p. 448):

$$r_b = \frac{i_b B}{R} \quad (1.14)$$

A relação entre os volume de empréstimos ofertados e as reservas segue os critérios de liquidez e de risco nos quais incorrem os bancos comerciais. A razão entre as reservas e os depósitos à vista, definida por  $\nu = \frac{R}{D}$  e razão entre os depósitos à vista e o volume de empréstimos concedidos ( $d_l = \frac{D}{B}$ ) indicam os fatores regulatórios por trás do funcionamento dos bancos e que podemos considerar como dados. Caso o primeiro se torne muito baixo e o segundo, muito alto, elevam-se os riscos de insolvência e iliquidez, tanto para um banco individual quanto para o sistema como um todo. Considerando que a competição interbancária tende a equalizar as razões  $\nu$  e  $d_l$ , ou ainda que a regulação bancária imposta pelo Banco Central o faz, a taxa de lucro do setor bancário pode ser reescrita na forma de:

$$r_b = \frac{i_b}{\nu d_l} \quad (1.15)$$

A taxa de lucro bancária será maior tanto quanto for permitido aos bancos diminuírem a razões  $\nu$  e  $d_l$ , isto é, expandir o volume de empréstimos em relação às reservas disponíveis, para uma dada taxa de juros. Como essas razões são exógenas, a taxa de lucro bancária e pela taxa de juros dos empréstimos bancários estão vinculadas segunda a equação 1.15: ao determinar-se uma delas, descobre-se a segunda. Nesse ponto, Shaikh (2016, p. 449) segue o sistema de preços de produção de Panico ao assumir que é a taxa de lucro quem governa a taxa de juros de empréstimo bancário e não o contrário. A taxa de juros é aquela que leva a equalização da taxa de lucro do setor bancário com as das demais indústrias, dada a estrutura de capital dos bancos definidas pelos critérios regulatórios ou de convenções que agem sobre

---

do Banco Central através da taxa de desconto.

$\nu$  e  $d_l$ . Como a taxa de lucro bancária corresponde à taxa de lucro uniforme, a determinação da taxa de juros é dada por:

$$i_b = (\nu d_l)r \quad (1.16)$$

Embora a taxa de juros seja governada pela taxa de lucro, segundo 1.16, a existência de lucros bancários depende ainda de que tanto a razão  $\nu$  quanto  $d_l$  sejam menores do que 1, caso contrário o volume de receitas de empréstimos não excederia o volume de reservas (os bancos cederiam menos crédito do que guardariam de reservas na forma de ativos). Logo lucros bancários positivos exigem que  $\nu d_l$  seja menor do que 1 e que a taxa de juros seja menor do a taxa de lucro.<sup>18</sup> A determinação completa da taxa de juros no modelo de Shaikh é feito pela introdução do custo dos depósitos, dos insumos físicos utilizados pelos bancos e do custo do trabalho.<sup>19</sup> Introduzindo em 1.16 essas variáveis, a determinação da taxa de lucro dos bancos passa a ser:

$$r_b = \frac{i_b B - a_b p_B B - l_b w B - i D}{R + (a_b p_B + l_b w) B} \quad (1.17)$$

Considerando todo o capital dos bancos, incluso o adiantamento dos salários que são pagos no início do ciclo produtivo, e o custo dos depósitos à vista, a taxa de lucro bancária é também governada pela relação entre o volume de empréstimos cedidos e da reservas mantidas pelos bancos, para além custos físicos do setor. Shaikh mantém que o processo competitivo leva a equalização das taxas de lucro do setor bancário em relação à taxa de lucro uniforme da indústria. A taxa de juros é determinada pela estrutura de custos do setor bancário, assim como no modelo de Panico, e pela relação entre os ativos e os passivos que

<sup>18</sup>No sistema de Panico de (1985) esse resultado é garantido pela condição de equilíbrio entre as taxas próprias de juros, mas em Panico, Pinto e Anyul (2012) não é tão óbvio que esse resultado perdure.

<sup>19</sup>Nesta exposição, há uma simplificação em comparação com o modelo original de Shaikh, pois não fazemos uma distinção entre a taxa real e a taxa nominal de juros. Isso significa que não introduzimos o nível de preços como uma variável da determinação da taxa de lucro bancária (ver, contudo, Shaikh, 2016, pp. 450-51).

compõem a estrutura financeira do capital bancário, sobre os quais incide a taxa geral de lucro. Como a taxa de juros entra como um custo dos insumos 'creditícios' do setor industrial, o setor bancário também produz uma 'mercadoria' básica, no sentido de que a formação da taxa geral de lucros leva em consideração o custo de reprodução deste setor. A partir de 1.17, podemos reformular a determinação da taxa juros em 1.16:

$$i_b = \mathbf{a}_b \mathbf{p}_B + l_b w + i d_l + r(\nu d_l + \mathbf{a}_b \mathbf{p}_B + l_b w) \quad (1.18)$$

A diferença fundamental entre a determinação da taxa de juros em 1.18 e em 1.9 consiste na identificação da administração das reservas e depósitos à vista como parte do capital bancário sobre o qual incide a taxa de lucro uniforme  $r$ , expresso por  $r(\nu d_l + \mathbf{a}_b \mathbf{p}_B + l_b w)$ . A regulação bancária e as margens de segurança adotadas na administração dos passivos e ativos pelo bancos comerciais possuem efeito sobre todos os preços relativos e sobre a taxa de lucro, para um dado salário nominal. De fato, se reintroduzirmos 1.18 no sistema de preços de produção de Panico, expresso pelas equações 1.5 a 1.7, uma mudança na razão entre depósitos e reservas  $d_l$  e nos depósitos por empréstimos  $\nu$  pode ser compreendido como uma forma de progresso técnico que barateia os preços de produção e eleva a taxa máxima de lucro (Shaikh, 2016, p. 488). O efeito distributivo, contudo, só é passível de ser conhecido se soubermos o movimento dos salários nominais. Se estes se mantêm constantes, haverá uma aumento da taxa de lucro resultante da diminuição da taxa de juros (o setor bancário se torna mais 'produtivo').

Vale notar que a relação entre taxa de juros e de lucro em nada difere das conclusões expressas pelo sistema de Panico incorporando o vetor do setor bancário, como em 1.12.<sup>20</sup> Em especial, como não há nenhuma imposição da estrutura das taxas de retorno dos dife-

---

<sup>20</sup>Zolea (2022, p. 130) argumenta que, ao considerar também estrutura de passivos e ativos como parte do capital dos bancos, o modelo de Shaikh se distancia da definição do modelo de Panico da taxa de juros de empréstimos como um preço de produção. No entanto, discordamos dessa posição, pois a taxa de juros de empréstimo depende dos custos de produção do setor bancário, da taxa normal de lucro  $e$  da estrutura de passivos e ativos de bancos. Logo o modelo do setor bancário de Shaikh deve ser concebido como uma extensão das versões originais de Panico.

rentes ativos e da taxa de lucro, perde-se por completo a noção de juros como um custo de oportunidade.

Por fim, segundo nossa interpretação, mais recentemente podemos encontrar outras recentes contribuições a linha de teórica de Panico-Shaikh, em como em Di Bucchianico (2020) e Zolea (2021, 2022). No primeiro trabalho, embora o objetivo do autor seja o desagregar o setor financeiro do industrial por meio do método do Setor Integradado da Mercadoria Salarial, o seu sistema de preços de produção considera, assim como Panico, que os serviços bancários constituem um ramo de produção igual aos demais e cujo preço é definido como um preço de produção qualquer formado a partir da taxa de lucro uniforme sobre os custos de produção (Dvoskin e Feldman, 2020, p. 7). Também em continuidade com a abordagem de Panico, os custos financeiros entram como parte do vetor de meios de produção das mercadorias básicas e, por meio deste, influenciam todos os preços de produção e a taxa de lucro. Não há, contudo, nenhuma discussão sobre a dependência da taxa de lucro em relação a taxa de juros.

Já nos trabalhos de Zolea (2021, 2022), não há uma influência direta da taxa de juros como custo financeiro, porém a taxa de juros bancária é governada pela taxa de lucro geral e pelos depósitos à vista, incorporados como um custo de produção para o setor bancário. A formação da taxa de juros de empréstimo bancário depende tanto da taxa de lucro aplicada ao capital próprio do setor bancário e da taxa de juros básica, a qual remunera os depósitos à vista. Os empréstimos bancários, por sua vez, entram como parte também parte dos determinantes da taxa de juros bancária. Em Zoela (2021, p. 9), encontramos o sistema bancário na forma:

$$i_b B = \mathbf{K}_b \mathbf{p}(1 + r) + iD + wl_b \quad (1.19)$$

A equação 1.19 é muito similar à equação 1.6, advinda do sistema de Panico, com exceção de que a diferença entre os ativos bancários na forma de empréstimos e os depósitos à vista afeta a taxa de juros de empréstimos, sem que haja uma canal direto dado pela taxa de

juros básica, que passa agora pelo pagamento dos depósitos à vista ao setor não-financeiro. Quanto maior for a diferença empresa em  $i_b B - iD$ , a depender da taxa geral de lucro, dos custos de produção (definidos por  $K_b$  e  $l_b w$  e do marco regulatório que define a razão entre  $B$  e  $D$ , isto é, entre os ativos e passivos bancários), maior será a taxa de juros bancária. Na presença de uma expansão dos empréstimos bancários acima do crescimento dos depósitos à vista, a taxa de juros poderá decrescer de forma a garantir a obtenção da taxa de lucro geral pelos bancos, e vice-versa. O marco regulatório do Banco Central, ao afetar a razão  $B/D$ , tem efeito sobre a taxa de juros bancária. No mais, o autor também propõe que haja um limite superior à taxa de juros básica dado pela taxa de lucro, que se violado irá restringir a tomada de empréstimos por parte dos capitalistas.

Para Zolea (2022), assim como para Panico e Shaikh, a taxa de lucro é definida pelo sistema de preços de produção, com uma diferença: não há vetores relativos ao crédito e aos depósitos bancários. Logo, a taxa de juros dos empréstimos não influi sobre a formação dos preços relativos e da própria taxa de lucro. O diferencial entre a taxa de juros básica e a bancária é encontrada pela equação da formação dos custos do setor bancário, mas esse tem um papel apenas na repartição do excedente entre as indústrias com fontes diversas de financiamento da produção.<sup>21</sup> No mais, a taxa de lucro bancária é equalizada com as demais via o mecanismo clássico competitivo de livre entrada e saída no setor bancário. Zolea (2022, p 15) admite que, caso haja barreiras à entrada ou alguma outra forma de regulação, a taxa de lucro bancária passa a ser indeterminada e a taxa de juros de empréstimos, maior do que a seria de acordo com seu custo de produção. Por tratar o setor bancário como uma indústria a receber a taxa de lucro geral e por não considerar o canal do custo de oportunidade da taxa de juros, consideramos que essa contribuição pertence a família de modelos de Panico e Shaikh.

---

<sup>21</sup>Essa ideia será melhor elaborada no próximo capítulo.

### 1.2.3 Quatro críticas à teoria monetária da distribuição de Panico

Podemos agora elencar algumas limitações da teoria monetária da distribuição de Panico. Há quatro críticas principais às diferentes versões do modelo de Panico-Shaikh. Em primeiro, é possível apontar a dificuldade em conciliar a estrutura das taxas de próprias de juros dos ativos financeiros e reais com a necessidade de que a taxa de empréstimo ser endogenamente determinada pelo sistema de preços de produção.<sup>22</sup> Em segundo, a equalização da estrutura a termo da taxa de juros e da taxa de lucro depende da subjetividade dos investidores na escolha da composição de seu estoque de riqueza. Na versão de Panico (1988), isso é agravado pois mesmo a taxa básica dos depósitos à vista é resultado da preferência pela liquidez. Uma terceira crítica se refere à introdução do setor bancário como uma indústria que produz uma mercadoria como outra qualquer (e cujo preço é dado pela taxa de juros), o que não é compatível com a teoria da moeda endógena e com o funcionamento dos bancos comerciais. Uma quarta e última crítica diz respeito ao significado vetores de insumos creditícios no sistema de produção e da técnica dominante de produção acrescida de variáveis financeiras. Nessa subseção, exploraremos esses quatro pontos.

Nas versões originais de Panico (1985; 1988), nos é apresentado dois sistema independentes, porém de determinação simultânea, das taxas de juros dos depósitos, dos empréstimos bancários e da taxa de lucro uniforme. No entanto, as taxas próprias de juros são definidas independentemente do sistema de preços de produção, dado a demanda e oferta de cada um desses ativos. A taxa de lucro, dependente dos diferenciais de iliquidez, é em seguida aplicada como a variável distributiva a fechar o sistema de preços de produção. Como a taxa de juros bancária depende da taxa de lucro, não é claro se o diferencial entre essa taxa e a taxa básica reflete a iliquidez dos empréstimos ou o custo de produção dos mesmos. Para que não haja sobredeterminação entre os dois sistemas, é necessário que haja um ajuste na taxa de juros básica, de forma a garantir que a iliquidez dos empréstimos coincida com os

---

<sup>22</sup>Para Lara (2004, pp. 37-42), nas contribuições de Panico existem dois canais pelos quais a taxa de juros afeta a taxa de lucro: o caminho de Keynes pela preferência pela liquidez e o de Marx, da apropriação do excedente pelo setor bancário (expostas na penúltima e última seções do presente capítulo). Segundo a interpretação elaborada nesta seção, esses mecanismos em Panico (1988) operam em simultâneo e não são fechamentos alternativos para a teoria monetária da distribuição

custos de produção dos bancos.<sup>23</sup> Esse mecanismo nos parece arbitrário e sem nenhuma justificativa teórica ou empírica relevante e talvez por esse motivo os sistema das taxas próprias de juros é abandonada na versão dos modelos de preços de produção apresentada em Panico e Pinto (2018).

Quanto ao sistema de taxas próprias de juros em si, seu papel da determinação da distribuição de renda entre salários e lucros introduz um elemento de subjetividade no sistema sraffiano.<sup>24</sup> A teoria da preferência pela liquidez de Keynes serve agora para sustentar uma teoria do conflito distributivo. Para uma dada técnica dominante, o salário real só poderia aumentar se houver por parte dos detentores de riqueza uma mudança quanto ao seu desejo de manter ativos ilíquidos em seus portfólios. Para levar a uma mudança distributiva, a autoridade monetária deve elevar ou contrair a liquidez disponível e almejar reduzir a incerteza que gera maior demanda por ativos líquidos. No entanto, nada garante que ela seja exitosa, dado que as taxas de desconto de iliquidez são subjetivamente formadas e mesmo a taxa básica dos depósitos à vista pode não estar sob o controle do Banco Central (Panico 1988). Imaginemos que, por conta da incerteza, haja um aumento na demanda por ativos líquidos, ampliando os descontos de iliquidez entre títulos e bens de capital. Como todas as taxas próprias estão interligadas, *necessariamente haverá um aumento da taxa de lucro e uma redução do salário real*. A incerteza e o desejo por liquidez afetam a distribuição entre salários e lucros. A nosso ver, a estrutura das taxas de retorno dos diferentes ativos financeiros deve ser determinada *a priori* e independentemente da formação dos preços de produção. Dada essa estrutura, a teoria monetária da distribuição deve determinar qual entre essas taxas é a relevante para determinar a taxa de lucro, vista sob a ótica apenas do custo de oportunidade do capital em geral.

O uso do setor bancário como indústria que produz mercadorias também remete a certas insuficiências. Se a taxa de juros é um preço de produção, não é possível mais falarmos

---

<sup>23</sup>A ambiguidade da taxa básica de juros torna-se um problema. Para que haja um ajuste, ou os agentes precisam estarem dispostos a abdicar dos depósitos ou o Banco Central precisa ser ativo em colocar a taxa de juros no seu valor certo, de equilíbrio.

<sup>24</sup>Em suas anotações a respeito da *General Theory*, Sraffa se mostra crítico quanto a Keynes e sua a teoria da preferência pela liquidez, devido a por sua definição imprecisa de liquidez e por ser uma remanescência da curva de utilidade marginal decrescente da teoria do consumidor. Ver a respeito Kurz (2014).

em uma taxa de juros de empréstimos puramente monetária. Seu preço será regulado pela necessidade de cobrir os custos dos insumos, dos salários e da remuneração normal do capital no setor. Se a produção final de crédito depende dos insumos físicos empregados, um aumento da 'produção' de empréstimos no setor bancário deverá acarretar um aumento na quantidade de insumos empregados pelos bancos, entre os quais a de trabalho<sup>25</sup> e, com ela, a expansão da demanda por trabalho (e de qualquer outro insumo) no setor bancário poderá chegar a um ponto próximo ao pleno emprego. Isso sem que, contudo, tenha havido uma alteração nas quantidades produzidas total na economia, isto é, sem que os demais setores aumentem sua própria produção e sua demanda derivada por insumos, entre os quais trabalho.

A proposta de Panico estabelece os bancos como indústrias produtoras de mercadorias, aproximando-se muito de uma noção de moeda-mercadoria aplicada ao crédito.<sup>26</sup> Essa perspectiva contradiz a teoria da moeda endógena (Wray 1990; Moore 2006; Lavoie 2014), segundo a qual os bancos são definidos como agentes passivos que atendem a demanda por crédito por meio da criação *ex nihilo* de empréstimos e depósitos à vista, de acordo com critérios de risco de seus clientes. A teoria de endogeneidade monetária não concebe que haja uma restrição física à expansão dos créditos privados. Os bancos são responsáveis por administrar seus ativos e passivos - criando primeiro os depósitos à vista, para só em seguida buscar a reservas exigidas pela regulação financeira vigente - de forma a garantir a expansão do crédito pela demanda. O sistema bancário como um todo, por sua vez, não possui uma restrição nem física nem da estrutura do seu passivo a um aumento dos empréstimos concedidos ao setor privado. Acreditamos que a teoria monetária da distribuição deve estar alinhada com a teoria da moeda endógena.

Por fim, há uma ambiguidade na definição do vetor de insumos bancários que entra na

---

<sup>25</sup>Essa visão da moeda contradiz diretamente aquilo que Keynes (1951 [1936], p. 230) chamou elasticidade de produção próxima de zero da moeda: "... *money has, both in the long and in the short period, a zero, or at any rate a very small, elasticity of production, so far as the power of private enterprise is concerned, as distinct from monetary authority;- elasticity of production meaning, in this context, the response of the quantity of labour applied to producing it to a rise in the quantity of labour which a unit of it will command*". Ver também Davidson (2007).

<sup>26</sup>Uma sugestão de que os capitalistas financeiros tem o poder limitado de exapandir os meios de pagamentos pode ser encontrada em Panico (1980, p. 375)

produção das mercadorias. Se considerarmos que os bancos comerciais prestam serviços financeiros imprescindíveis às indústrias, é possível plenamente incorporá-los à matriz de coeficientes técnicos de produção. Qualquer capitalista que se disponha a produzir uma mercadoria que utiliza desse serviço deverá incorrer nesse custo e transmiti-lo ao seu preço de produção, sem que a concorrência o exclua do mercado. No entanto, é difícil compreender por que estaríamos diante de uma teoria monetária da distribuição. Os custos financeiros de uma técnica básica afetam todos os preços relativos e a taxa de lucro, assim como de qualquer outra indústria. Não há uma determinação da taxa de lucro pela taxa de juros por uma via unidirecional.<sup>27</sup>

Contudo, o problema mais sério é a falta distinção entre as formas de financiamento via crédito, os serviços financeiros básicos e a definição da técnica dominante. A técnica dominante deverá ser aquela que leva à minimização de custos e que, para um dado salário real, determina a maior taxa de lucro possível (Eatwell, 1990). Esta técnica deverá também definir o preço de produção de longo período. Se o vetor de insumos creditícios inclui o financiamento via empréstimos bancários de parte da produção, esse custo financeiro não é parte da técnica dominante. Logo, as estruturas de capital que não minimizam o custo deveriam ser expulsas pela competição, pois não são parte dos insumos imprescindíveis que compõem o capital adiantado.<sup>28</sup> A taxa de lucro deve ser a mesma sobre todo o capital empregado, independentemente de sua origem e propriedade. A versão da teoria monetária da distribuição na linha de Panico-Shaikh, como concluem Dvoskin e Feldman (2020), amplia o leque das variáveis exógenas da abordagem do excedente, para além daquelas defendidas originalmente por Garegnani (1984), ao incorporar as fontes de financiamento como parte das técnicas dominantes.

---

<sup>27</sup>Esse argumento também é encontrado em Zolea (2022, p. 5). O autor nota que a definição da técnica dominante não é puramente tecnológica, mas também reflete condições sociais necessárias para que haja produção de mercadorias. Serviços financeiros certamente entram no caráter social (e capitalista), e não somente técnico, da produção de mercadorias. Em uma curiosa nota de rodapé, o autor cita uma passagem de Sraffa, segundo a qual em um trem de transporte de passageiros, o trabalho exercido pelo cobrador de passagens é socialmente necessário, embora tecnicamente não o seja, e deve ser compreendido como parte da técnica dominante

<sup>28</sup>Esse ponto será desenvolvido no capítulo 2, subseção 2.3.1.

### **1.3 A taxa de juros como um puro custo de oportunidade: a versão de Massimo Pivetti da teoria monetária da distribuição**

Podemos agora passar para a análise da proposta para a teoria monetária da distribuição nos trabalhos de Pivetti (1985; 1991). Veremos nessa seção que, ao contrário de Panico, Pivetti propõe um canal mais simples e direto para a determinação da taxa de lucro pela taxa de juros: o do custo do oportunidade do capital em geral, que deverá obedecer a pura exogeneidade da determinação da taxa de juros em relação ao sistema de preços de produção e da distribuição. Esse caminho permite contornar as dificuldades já elencadas na proposta do Panico de uma determinação simultânea pela arbitragem da remuneração dos ativos e da taxa da lucro, além de não mais tratar a taxa de juros como um preço de produção e o setor bancário como uma indústria produtora de mercadoria.

#### **1.3.1 A relação entre a taxa de juros e de lucros na história do pensamento econômico**

A premissa do desenvolvimento da teoria monetária da distribuição de Pivetti é a possibilidade de inverter a causalidade, comum tanto aos economistas políticos clássico quanto aos marginalistas, da determinação da taxa de lucro para a taxa de juros (ver Zolea, 2022, pp. 122-5). A noção de competição clássica, segundo a qual os preços de produção de longo prazo devem ser formados com base em uma taxa uniforme de lucros, fundamenta também que a arbitragem entre diferentes ativos, sejam eles reais ou financeiros, deva levar ao nivelamento de suas taxas de retorno, descontados os diferenciais de risco. No visão dos clássicos e dos marginalistas, taxa de lucro e taxa de juros são duas variáveis que devem caminhar *pari passu*. No entanto, a taxa de juros deverá estar, ao menos no longo prazo, subordinada à taxa de lucro e a autoridade monetária possui uma margem de poder limitada para definir a taxa de juros em distanciamento à taxa de lucro do capital produtivo, ponto atrator da taxa de juros e das taxas de remuneração dos demais ativos financeiros.

Para Ricardo e Smith, a taxa de juros é mantida como uma proporção da taxa de lucro, definida pelo sistema produtivo a partir do salário real e da técnica em uso. A ideia de subordinação dos juros em Ricardo garante que as duas taxas movem-se juntas: uma expansão na taxa normal de lucro deverá de igual maneira elevar as taxas de juros, de tal modo que a última serve como um indicativo prático sobre a evolução da primeira, devido ao fato que esta não é uma variável diretamente observada. A diferença entre a taxa de lucro e de juros é explicada por meio do *risk and trouble* das atividades produtivas, denominado também de lucro líquido dos empresários. Este poderá variar em razão dos riscos associados a distintos ramos de produção e, desse modo, dar ensejo a uma estrutura de taxas de lucros estável e proporcional em volume de capital empregado (Pivetti, 1987, p. 67). O mais importante da análise de Ricardo é a noção de que o *risk and trouble* não tende a ser dirimido pelas forças competitivas e, portanto, compõe uma parcela permanente da taxa normal de lucro.<sup>29</sup>

Na visão marginalista, a preeminência da taxa de juros sobre a de lucro é ainda mais clara. A taxa natural de juros, definida pelo equilíbrio no mercado de fundos de empréstimos, reflete a produtividade marginal do capital e as preferências intertemporais dos consumidores. Uma mudança na produtividade marginal do capital, seja em razão do aumento do estoque de capital ou do progresso técnico, deverá deslocar a taxa natural. O mecanismo de ajuste das taxas de mercado, as taxas de fato observadas cuja flutuações ocorrem regularmente no mercado monetário, na análise de Wicksell, é responsável pelo processo cumulativo. Ao fim, as taxas de mercado deverão se alinhar à taxa natural, definida por sua vez pela rentabilidade do emprego produtivo do capital.

Entre os economistas políticos clássicos ingleses, o primeiro autor a conceber a taxa de juros como parte dos custos monetários normais fora Thomas Tooke, a quem Marx considerava o último importante representante desta escola (Pivetti, 1998, p. 39). De certa forma, podemos identificar em seu *History of Prices* de 1828 a primeira elaboração da teoria da moeda endógena e da reversão da causalidade entre os preços monetários e a quantidade de

---

<sup>29</sup>Nome que Marx (1977 [1894], cap. 23) viria a dar de salário do empresário ou salário da administração, vistos pelos capitalistas não como uma remuneração do capital em si, mas do 'trabalho' associado ao seu emprego produtivo

moeda (ver Smith, 2001). Segundo Tooke, o volume de moeda em circulação era devido ao nível de preços, e não o inverso, como defendido por Ricardo e a *Currency School* no curto prazo. A taxa de juros, por sua vez, influencia o nível de preços ao fazer parte dos custos normais, junto ao salário nominal e a técnica de produção em uso. Uma elevação da taxa de juros deverá elevar o nível de preços proporcionalmente, assim como sua redução será acompanhada por uma deflação.<sup>30</sup> O volume de moeda necessário para garantir essas transações varia em conformidade com a flutuação do nível de preços e da taxa de juros. No entanto, a análise monetária de Tooke não explora a conexão entre a taxa de juros e de lucro e a influência da primeira na distribuição de renda, embora haja indicações de que essas taxas deverão andar juntas e de que é a taxa de juros quem governa a taxa de lucro (Pivetti, 1998, p. 43).

No entanto, somente com Marx e Keynes, segundo Pivetti, podemos localizar a autonomia plena da determinação da taxa de juro em relação à taxa de lucro. A influências de outros fatores que não a taxa de lucro sobre o juros, como por exemplo o aumento da demanda por crédito em períodos de expansão da atividade econômica, levam Marx a formular a inexistência de qualquer lei geral que governe a taxa de juros.<sup>31</sup> Os juros estariam submetidos às contingências e costumes do sistema financeiro. Keynes, por sua vez, mais claramente estabeleceu que a taxa de juros é um fenômeno puramente monetário, decorrente da preferência pela liquidez e da oferta de ativos líquidos. E, invertendo a causalidade do abordagem marginalista, tornou a remuneração real do capital a variável dependente da taxa de juros, por meio da demanda por investimento e da curva de eficiência marginal do capital. O volume de investimento cresceria ou se contrairia até o ponto que a eficiência marginal do capital se adequasse à taxa de juros vigente.

---

<sup>30</sup>A correlação estatisticamente compilada por Tooke entre a taxa de juros e o nível de preços, a qual Keynes um século depois denominou Paradoxo de Gibson, é explicada por Wicksell (1907) pela ocorrência de choques reais de produtividade que aumentam a taxa natural de juros e levam a um aumento da inflação por excesso de demanda, cujo término ocorre quando a taxa de juros de mercado é elevada em direção a nova e maior taxa natural. Na interpretação neoclássica do Paradoxo de Gibson o nível de preço cresce antes do aumento da taxa de juros, na ordem oposta à interpretação de Pivetti que o explica por meio do *cost push* da taxa de juros.

<sup>31</sup>Nesse sentido, Marx (1977 [1894], p. 475) diz: "*If interest is spoken of as the price of money capital, this is an irrational form of price, in complete contradiction with the concept of the price of a commodity. Here, price is reduced to its purely abstract form, completely lacking in content, as simply a particular sum of money that is paid for something which somehow or other figures as a use-value; whereas in its concept, price is the value of this use-value expressed in money*".

Somados a esses precedentes teóricos, Pivetti elenca também alguns fatos da experiência da política econômica que demonstram como na prática governos e autoridades monetárias tem o poder de escolher a taxa de juros de acordo com objetivos que em nada decorrem da remuneração real do capital. Os principais exemplos são a administração do custo da dívida pública e o controle do câmbio e da posição do Balanço de Pagamento por meio do incentivo à entrada de capitais. O instrumento primordial da política monetária não deve ser localizado no volume de agregados monetários criados e destruídos, mas sim na taxa de juros básica, meio principal de regulação da liquidez do setor privado e da sustentabilidade das contas externas do país - o que impõe alguns limites à política monetária. A ideia de taxa de juros exógena, isto é, sob o total controle da autoridade monetária e não submissa a forças de mercado, não prescinde dos seus efeitos mais gerais sobre os demais fenômenos econômicos, apenas esses devem ser estudados sem que seja postulada a existência de uma taxa natural cujo valor depende do lado 'real' da economia, seja das forças da escassez do capital, seja de uma dependência, ou proporção, da taxa de juros em relação à taxa de lucro.

### **1.3.2 A taxa monetária como um determinante dos custos normais**

Um aspecto de central importância para a versão de Pivetti da teoria monetária da distribuição diz respeito à definição da taxa de juros relevante. Considerando a amplitude de ativos financeiros existentes e a estrutura a termo da taxa de juros, não é possível considerar a taxa de juros como uma média das diferentes taxas existentes descontadas por fator de risco, liquidez e maturidade, pois estas não apresentam diretamente uma alternativa na forma de um investimento financeiro comparável ao emprego produtivo do capital. O piso da remuneração do capital é encontrado na taxa de juros dos títulos da dívida pública soberana ajustados ao prazo relevante de retorno do investimento produtivo e de eventuais demais ativos de liquidez e segurança similares (Pivetti, 1991, p. 21). É com base no retorno seguro dos títulos públicos de médio e longo prazo que é possível que a taxa de juros seja a reguladora da taxa de lucro: uma taxa de juros mais alta do que a vigente do emprego produtivo do capital alerta para o custo de oportunidade desperdiçado. A arbitragem exige a equiparação da taxa de lucro praticada sobre os custos de produção à taxa de juros básica, caso contrário

não haverá razão alguma para os capitalistas continuarem o processo normal de produção. Não se descarta de antemão que outros ativos de qualidade semelhante possam ser usados como piso da remuneração, porém espera-se que haja tanto uma grande proximidade de rentabilidade quanto uma indiferença dos investidores em adquirir cada um desses diferentes ativos.

Definida a taxa de juros, Pivetti complementa, é preciso ainda que para a taxa de lucro seja formada pelo *risk and trouble*, nas palavras de Ricardo, do emprego do capital produtivo. A situação normal sob condição de competição da taxa de lucro deverá somar à taxa de juros um componente chamado ‘lucro líquido do empresário’, um diferencial em relação a remuneração pura do capital graças a uma ‘convenção’ acerca das maiores dificuldade do rendimento do capital no seu emprego produtivo. No que diz respeito à coerência interna da teoria, é apenas necessário que esse lucro da empresa seja definido de forma autônoma em relação à taxa de juros e que esta não seja capaz de exercer influência permanente sobre aquela. O ‘lucro líquido dos empresários’ depende exclusivamente de circunstâncias relativa à estrutura de mercado e ao risco do investimento que varia conforme o tipo de indústria e de mercadoria produzida em questão. De tal que sorte que o ‘lucro da empresa’ não é o mesmo para todos os setores, porém espera-se que haja uma relação definida entre os seus diferenciais de ramo a ramo de produção. Se tomarmos como dado esse componente da taxa de lucro e assumirmos sua invariância e estabilidade em relação ao juros, a explicação monetária da distribuição permite estabelecer com precisão qual será a taxa de lucro para cada setor a partir de uma taxa de juros uniforme. Formalmente a taxa de lucro será dada por (Pivetti, 1991, p. 25):

$$r = \rho + i_l \tag{1.20}$$

Na qual  $r$ ,  $i_l$  e  $\rho$  são a taxa normal de lucro, a taxa de juros longa do títulos públicos e o ‘lucro líquido do empresário’, respectivamente.

A competição em si leva a definição a incorporação da taxa de juros nos custos normais.

Um aumento da taxa de juros eleva o nível de preços, para uma dada técnica de produção em uso e um salário monetário. As firmas aumentam seus preços finais, de forma a aplicarem o mesmo valor da nova taxa de juros aos seus custos monetários de produção e, como resultado residual, contraem o salário real vigente. Simetricamente, uma redução da taxa de juro força as firmas a reduzirem o preço monetário final de seus bens, deflacionando o nível de preços, e para ainda um dado salário monetário, expandindo o salário real. Os mecanismos de ajuste entre as taxas monetárias de juros e o nível de preço por meio da competição garante ao final uma salário real cuja variação é sempre proporcionalmente antagônica à expansão da taxa de juros.

É possível demonstrar essa relação por meio da conexão entre as margens brutas de lucro e a taxa de lucro (Pivetti, 1991, pp. 106-8).<sup>32</sup> Em uma economia agregada e fechada, são excluídos das contas nacionais todos os custos dos bens intermediários e os custos totais se resumem ao valor adicionado total dos salários na produção, o que equivale a estudar a economia como um setor verticalmente integrado que apenas emprega trabalho como insumo. De acordo com a contabilidade das margens reais de lucro com base na fórmula do *mark-up*, nós temos:

$$(1 + \mu) = \frac{pb}{w} \quad (1.21)$$

Segundo a equação 1.21,  $\mu$ ,  $b$  e  $w$  são o *mark-up* da setor verticalmente integrado, a produtividade do trabalho (inverso do coeficiente unitário do trabalho) e o salário nominal, respectivamente. Como podemos definir a participação dos salários na renda nacional como o salário real vezes a quantidade total de trabalho enquanto proporção do produto bruto, a partir de 1.21 podemos estabelecer a relação entre a margem real de lucro e os salários na renda:

---

<sup>32</sup>Ver também Lavoie (2014, pp. 177-9).

$$\frac{1}{(1 + \mu)} = \frac{w}{p} \times \frac{L}{Y} \quad (1.22)$$

Também podemos definir a participação dos salários na renda como o inverso da participação dos lucro ( $rK/Y$ ), o que nos permite escrever:

$$\frac{1}{1 + \mu} = 1 - r \frac{K}{Y} \quad (1.23)$$

E, portanto, encontramos a margem de lucro enquanto função da taxa de lucro na forma:

$$1 + \mu = \frac{1}{1 - r \frac{K}{Y}}, \mu = \frac{r}{\frac{Y}{K} - r} \quad (1.24)$$

A partir das equações 1.24 e 1.21 podemos conectar a taxas de juros ao nível de preços. Para todo aumento da taxa de juros, e para dadas relações capital-produto, coeficiente unitário de trabalho e nível de salários nominais, haverá um aumento das margens de lucro e do nível de preços, reduzindo os salários reais e a parcela dos salários na renda nacional na mesma proporção. Note que, na presença de um crescimento da produtividade do trabalho ao longo do tempo, o salário real poderá crescer sem que para isso a taxa real de juros tenha que cair. Analogamente um crescimento da relação capital-produto (i. e. uma diminuição da produtividade do capital e da taxa máxima de lucro) obrigará um crescimento das margens brutas de lucro de forma a garantir que a taxa de lucro mantenha-se estável, em face de uma taxa de juros inalterada.

A noção do custo de oportunidade do emprego do capital leva a uma premissa fundamental da teoria de Pivetti: o modo como as firmas se financiam é indiferente para se chegar a essa resultado. Se por capital próprio, capital aberto ou endividamento junto aos bancos, em todos casos é necessário que a taxa de juros seja observada como o preço em si do capital, seja ele capital fixo ou circulante. A concepção de que a taxa de juros é o preço puro do

capital leva Pivetti a essa conclusão. Os preços dos bens finais devem ser tais que as firmas não tenham incentivo à interromper a produção ao retirar seus fundos líquidos da produção e aplicá-los em rendimentos financeiros. A teoria pressupõe, portanto, a capacidade relativamente rápida e eficaz de se desfazer da forma do capital, independentemente da sua estrutura, e arbitrará-lo na busca pela maximização da sua taxa de retorno.

Como, por sua vez, a estrutura a termo da taxa de juros e/ou a relação entre os diferentes ativos e suas taxa de retorno levam a taxa de juros básica a pressionar as empresas a mudar seus preços? Partamos da situação na qual haja uma retração da taxa de juros básica. O custo de oportunidade será sentido pelas empresas à medida que essa diminuição se espalhar na forma de um deslocamento para baixo de todas as demais taxas de retorno dos ativos disponíveis. O encarecimento dos títulos de longo prazo será acompanhado pelo aumento do preço das ações das demais empresas, favorecendo seu refinanciamento no mercado de capitais, o que por sua vez torna todas as taxas de retorno mais baixas e, por via da competição, força para baixo a taxa o custo normal das empresas. Ao fim e ao cabo, será a taxa de juros o regulador do nível de preços sobre o salários monetários.

Pelo canal do custo de oportunidade, Pivetti (1991) estabelece com mais precisão o paradoxo de Gibson aludido na seção anterior. Como a distância entre o nível de preços e os salários nominais varia diretamente com a flutuação da taxa de juros, um aumento desta última impactará os preços nominais (e os preços relativos), sem que para isso seja necessário incorporar os custos de financeiros, como na análise de Panico (1988) apresentada na seção anterior. Como o dito paradoxo é conhecido desde pelo menos Tooke (c.f. Pivetti, 1991, pp. 74-9), o canal do custo de oportunidade da taxa de juros para o nível de preço possui um longo embasamento empírico na história do pensamento econômico.

Na teoria monetária da distribuição, a competição apenas exerce influência na repartição da renda nacional através do componente dos lucros empresariais. Conforme haja barreiras à entrada e outras formas de interrupção do livre fluxo de capital, os diferenciais setoriais do lucro empresarial irão definir o quanto maior ou menor será a taxa de lucro no ramo em comparação com a taxa de juros. Na medida em que se observe uma redução sistêmica na livre

competição, maiores poderão ser os lucros empresariais tanto em termos absolutos quanto relativos e, com isso, menor o salário real. De igual forma, os preços de produção diferirão dos seus valores normais de longo prazo em razão desse bloqueio à competição. Violações da hipótese de livre concorrência clássica permitem explicar diferenciais setoriais na taxa de lucro, em alinhamento com a literatura de Organização Industrial clássica. De qualquer forma, todos os setores precisam obter uma taxa de lucro acima da taxa de juros e do lucro líquido dos empresário setorial, qualquer que este último seja, sob o risco de que a produção no setor seja inviabilizada.

O limite dado pelos efeitos da competição sobre a taxa de juros deverá ser o de um salário de subsistência abaixo do qual o salário real não poderá cair, sob pena de que *"it would be hard to carry on the productive process in an orderly manner if the real wage were lower than certain levels"* (Pivetti, 1991, p. 30). Se os lucros empresariais se tornam muito elevados, é a taxa de juros que passaria a ser a variável residual que deverá ser perseguida pela autoridade monetária de modo a adequá-la ao salário real. Contudo, Pivetti alerta de que o poder da competição em disciplinar os lucros empresariais e, portanto, não permitir um distanciamento muito pronunciado da taxa de lucro em relação aos juros não deve ser subestimado. A força da livre competição é capaz de dirimir os lucros empresariais de tal forma a garantir a autonomia da taxa de juros em relação ao salário real.

### **1.3.3 O conflito distributivo e taxas nominal e real de juros**

Vimos na seção anterior como o salário real pode ser encontrado como resultado residual da influência da taxa de juros sobre o nível de preços. Qual é o papel dos salários nominais sobre o nível de preços? Na presença de um contexto inflação de custos dado por uma variação dos salários nominais, a determinação da distribuição exige que se especifique a diferença entre a taxa de juros nominal e a real. Mudanças nos salários nominais, como resultado do redescrudimento da militância dos trabalhadores pleiteando por aumentos dos salários reais, terão efeitos sobre o nível de preços, porém sem alterar a razão entre este e os salários nominais, para uma dada taxa de juros real. O conflito distributivo por meio da

elevação do salário nominal só poderá ser exitoso para os assalariados caso consiga afetar a taxa de juros real permanentemente.

É possível destacar duas conexões entre os salários e o nível de preços: uma direta, na qual os preços reagem automaticamente a uma mudança nos salários nominais e uma segunda, indireta, segundo a qual os salários também podem reagir à inflação. O primeiro caso compraz uma causação direta dos custos nominais para os preços e deverá ser observada necessariamente, embora a razão entre o novo salário nominal e o nível de preços não irá se alterar na ausência de uma mudança na taxa real de juros no longo prazo. O segundo mecanismo depende de circunstâncias político e institucionais que não são capazes de serem estabelecidas *a priori*. A capacidade dos trabalhadores assalariados em almejar continuamente aumentos reais em face da elevação dos preços exige um exame mais detalhado dos níveis de emprego, organização sindical, volume da militância dos trabalhadores, etc.<sup>33</sup> Somente ao levar em considerações esse fatores é possível conceber os limites dentro dos quais a política monetária opera.

Resumidamente, o fato de que a barganha salarial é feita em termos nominais fortalece a inversão proposta por Pivetti da determinação exógena da taxa de lucro pela taxa de juros. O salário real é o que 'sobra' depois de que, definido o salário monetário, o nível de preços é estabelecido pela aplicação da taxa reais de juros e dos lucros empresariais sobre os custos monetários salariais, para quaisquer níveis observados destes. Esse ponto também é evidenciado por Serrano (1993, p. 120) ao notar que a validade da teoria monetária da distribuição é mais clara em um sistema monetário fiduciário, no qual os salários monetários são definidos independentemente de qualquer cesta física de mercadorias consumidas pelos trabalhadores, que poderiam ser pagas diretamente na forma da moeda-mercadoria, como o ouro. A variação dos salários nominais importa somente na medida em que impõe, nas circunstância apenas passíveis de serem conhecidas caso a caso, um limite à política monetária e, por meio dela, ao nível de preços final.

---

<sup>33</sup>Nesse sentido, Garegnani (1979, p. 81) argumenta: "*the policy of the monetary authorities is not conducted in a vacuum and the movement of prices and of the money wages determined in the wage bargain will be amongst the most important considerations in the formulation of that policy*".

Um canal apontado por Pivetti para limitar o poder doméstico da autoridade monetária em definir a distribuição entre salários e lucros diz respeito à possibilidade de que em uma economia aberta a redução da taxa de juros doméstica em relação à internacional ocasione pioras das contas externas (como fuga de capitais, por exemplo) e o aumento dos salários reais não seja compatível com uma forte redução da taxa de juro doméstica. A liberdade da autoridade monetária doméstica em estabelecer a taxa de juros sobre os títulos soberanos pode ser minorada. Nesse caso, contudo, o quanto maior for a facilidade de fluxos de capital, menor será o grau de liberdade da política monetária e mais associada à taxa de juros internacional estará a taxa de juros básica. No limite, a própria distribuição de renda pode ser definida pela taxa de juros internacional.

Sendo apenas a taxa de juros real o custo de oportunidade para o capital, as perguntas que devem ser respondidas são: sob quais condições a taxa nominal de juros definida pela autoridade monetária é capaz de ancorar a taxa real de juros e qual é o efeito do descolamento transitório entre elas sobre a distribuição. Para a teoria monetária da distribuição de Pivetti, é necessário que a autoridade monetária tenha controle último sobre a taxa real de juros por meio do controle da taxa nominal e de que a mudança no salário real não seja permanente quando na presença de uma elevação em nível dos salários e dos preços monetários, garantindo-se que a taxa real de juros permaneça constante no longo prazo.

De acordo com uma forma simplificada, seguindo Serrano (2010, p. 412),<sup>34</sup> essa relação pode ser expressa por:<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup>Na equação original é considerado o lucro líquido dos empresários, o que dispensamos aqui na apresentação.

<sup>35</sup>Considerando uma economia fechada na qual todo o valor adicionado corresponde aos custos salariais e massa de lucro, para uma margem bruta de lucro fixa, há uma correspondência exata entre a variação dos salários nominais e o nível de preços. Para uma economia desagregada, o vetor de preços de produção é dado por  $\mathbf{p} = (\mathbf{I} - (1+r)\mathbf{A}^{-1})\mathbf{l}w$ . A variação nominal do vetor de preços relativos é  $\Delta\mathbf{p} = (\mathbf{I} - (1+r)\mathbf{A}^{-1})\mathbf{l}\Delta w$ , ou seja, o peso dos custos salariais em comparação com o peso dos custos dos meios de produção em geral, para uma técnica de produção em uso, afeta a variação em nível do vetor de preços relativos para uma dada variação dos salários nominais. A taxa de inflação, por sua vez, é definida pela taxa de crescimento do salário nominal, para uma dada margem de lucro real fixa. Ver a esse respeito Stirati (2001, pp. 432-3.) e Levrero (2023, p. 12).

$$(1 + r) = \frac{(1 + i_n)}{(1 + \omega)} \quad (1.25)$$

A taxa de lucro  $r$  é, segundo 1.25, dada pela razão entre a taxa nominal de juros  $i_n$  e a taxa de crescimento dos salários nominais  $\omega$  ( $= \Delta w/w$ ). Para uma dada de juros nominal, a taxa de lucro será tão menor quanto maior for o crescimento dos salários nominais. Vamos considerar que haja primeiro uma variação em nível dos salários nominais, isto é  $\Delta w$  é positivo apenas transitoriamente. Há com isso apenas uma elevação em nível dos preços monetários, reduzindo a razão entre estes e o novo salário nominal mais elevado. Uma vez que a taxa de inflação retorna a zero, a taxa real de juros volta a ser definida apenas pela taxa nominal. Para que haja um restabelecimento da distribuição que vigorava antes da inflação temporária, deverá ocorrer uma nova rodada de aumento de preços, à medida que as empresas reajustam seus margens de lucro reais à taxa de juros real, que se mantém no mesmo patamar anterior à elevação dos salários nominais em nível. Como deverá se comportar a distribuição de renda em face de uma inflação crônica? Seria possível que aumentos continuados dos salários nominais consigam ter êxito em se traduzir em ganhos reais para os assalariados? Como nota Serrano (1993, p. 122):<sup>36</sup>

*"One could equally argue that corresponding to the exogenously given nominal rate of interest there is always a rate of increase of money wages that would produce just enough inflation to reduce the real rate of interest and hence profits enough to allow the workers to obtain their desired real wage".*

Se o salário de 'subsistência' clássico, entendido como uma cesta de mercadorias fixa consumida pelos trabalhadores, for exogenamente definido, a taxa de inflação pode ser permanentemente estabelecida pelo crescimento dos salários nominais que almeja e obtém o esse salário real exógeno. Nesse caso, não seria possível estabelecer a definição exógena da distribuição pela taxa de juros. Na presença não apenas de acréscimos efêmeros do nível, mas variações positivas da taxa de crescimento do salários nominais e da inflação, a teoria

---

<sup>36</sup>Para um argumento similar, ver também Ciccone (2017 [1990], p. 405)

monetária da distribuição exige que a autoridade monetária manipule a taxa nominal de juros para que esta chegue a um valor real almejado e continue a servir de âncora do custo de oportunidade do capital. Pivetti (1991) argumenta que a autoridade monetária pode definir uma taxa nominal de juros capaz de garantir a taxa real de juros desejada, dentro dos limites impostos aos demais objetivos da política monetária. A política monetária, visando instituir o piso da taxa de lucro, é caracterizada pela reatividade à inflação gerada pelo crescimento dos salários. A taxa de juros nominal politicamente definida pela autoridade monetária é do tipo (Pivetti, 1991, p. 55):

$$i_n = r^* + (1 + r^*) \frac{\Delta p}{p} \quad (1.26)$$

Segundo a qual  $r^*$  é o 'alvo' da taxa de lucro perseguida pela autoridade monetária. Essa regra de política monetária indica à autoridade monetária qual é a taxa de juros nominal que deverá ser executada de forma que, para uma dada taxa de inflação, a taxa de lucro desejada seja concretizada.<sup>37</sup> Como Serrano (1993, p. 123) nota, com base na equação 1.26 para a política monetária, é possível estabelecer uma teoria sraffiana da inflação fundada no conflito distributivo. A possibilidade de que as barganhas em termos nominais tenham êxito em impactar a distribuição e reduzir a taxa de lucro depende dos limites à atuação da política monetária, dado seus efeitos colaterais em outras variáveis macroeconômicas, como a posição da balança de pagamentos e a gestão da liquidez doméstica. As circunstâncias nas quais isso se torna possível só poderão ser analisadas, no entanto, a cada caso e não poderão ser conhecidas com a mesma generalidade dos outros aspectos da teoria monetária da distribuição (c.f. Pivetti, 2007, p. 244).

Resta ainda analisar o comportamento das empresas ao decidir suas margens de lucro nominais visando obter a margem real dado pelo piso da taxa real de juros. Em outras palavras, a teoria monetária de Pivetti exige que as margens reais de lucro sejam independentes

---

<sup>37</sup>Levrero (2023) nota que uma política monetária como a regra de Taylor serve de indexador automático da taxa real de juros para qualquer taxa de inflação, o que faz a autoridade monetária proteger de forma permanente a margem real de lucros, similar à função 1.26 de Pivetti

do conflito distributivo, ao menos no longo prazo. Podemos averiguar as condições de curto prazo de inflação de custos e barganhas salariais nas quais as margens de lucro realizadas são endógenas e quando, em face a uma taxa de juros real inalterada, passam a ser completamente exógenas. Para tanto precisarmos distinguir entre os custos de reposição (ou os preços de produção correntes) e o custo 'histórico' dos meios de produção e dos salários nominais (Pivetti, 1991, p. 53; Serrano, 2010, pp. 396-98). O custo histórico se refere ao nível de preços ao qual os meios de produção foram originalmente adquiridos, isto é, o preço dessas mercadorias ao início do ciclo de produção e antes que ocorra a inflação, ao passo que o custo corrente refere-se ao nível de preços após a elevação dos preços nominais, ou ainda o preço corrente ao final do ciclo de produção aos quais é possível repor o capital. É evidente que, na ausência de qualquer inflação, os custos históricos e de reposição deverão coincidir.

Imaginemos uma economia que compraz apenas um ciclo de produção, todo capital é circulante, o trabalho é homogêneo e pago ao final do processo de produção. Faremos uma simplificação de que o lucro do empresário é igual a zero e de que a margem real de lucro desejada é composta somente pela taxa real de juros. Vejamos inicialmente a ocorrência mais simples, na qual a margem real é exógena e sempre obtida pelas empresas.<sup>38</sup> Teremos que as empresas sempre conseguem proteger e repassar inteiramente sua elevação de custos para seus preços finais, mantendo sua rentabilidade inalterada, mesmo na vigência de aumentos contínuos dos salários nominais. As empresas apenas reconsiderarão sua margem de lucro realizada para baixo se o Banco Central segurar a taxa nominal de juros no mesmo nível por um tempo suficientemente grande para alterar o custo de oportunidade do capital, expresso agora por uma taxa de juros real mais baixa. Novamente, cabe ao Banco Central arbitrar o conflito distributivo. Entretanto, a taxa de inflação, que será persistentemente positiva enquanto os salários aumentarem, não exercerá influência depressiva sobre a taxa de lucro, desde que, como dito logo acima, o Banco Central reaja estabelecendo uma taxa de juros nominal compatível com uma taxa real de juros estável. Com margens de lucro real exógenas e taxa de juros nominais definidas politicamente pelo Banco Central, a teoria de Pivetti possui plena coerência lógica.

---

<sup>38</sup>Em outras palavras, os custos de reposição são idênticos aos custos históricos

Há, ainda assim, que se analisar o desdobramento do conflito distributivo quando as margens de lucro são ao menos parcialmente endógenas, ou seja, quando a barganha dos trabalhadores consiga no curto prazo afetar a margem de lucro real. Inicialmente consideremos o caso no qual há apenas um aumento em nível dos salários nominais. Seguindo Lara (2008, pp. 100-104), o aumento dos salários nominais pode impactar a margem real de lucros sob duas circunstâncias: quando as empresas não conseguem acertar exatamente quais serão seus custos de reposição em relação aos seus custos históricos, caso no qual há uma subestimação da inflação e um repasse incompleto para os preços finais e/ou quando o período de ajustamento dos preços finais não é instantâneo e é possível que a inflação corrente corroa as margens nominais. Em ambos os eventos, as margens reais serão inferiores à margem desejada (definida pela taxa real de juros vigente no período) e reduzidas na mesma proporção do crescimento dos salários. Os custos de históricos definem os preços de produção sobre os quais se aplica a margem nominal de lucros, dado o fato de que as empresas ou desconhecem o aumento esperando de seus custos nominais ou não possuem meios de alterar a periodicidade de reajuste dos seus preços finais.

Quando o choque de custos salariais apenas ocorre uma vez, o custo histórico irá convergir para o custo de reposição e a margem de lucro nominal, que no período anterior levou a uma margem real inferior do que a taxa de juros real, será agora idêntica a esta mesma taxa (cf. Stirati 2001, p. 433). O efeito transitório da inflação garante que a mesma taxa de juros nominal seja a taxa de juros real vigente antes do aumento em nível dos preços monetários. O descolamento entre as margens e taxas de juros reais e nominais não deverá durar, uma vez passada a inflação.

Se, todavia, o aumento dos salários nominais é persistente, dois efeitos serão esperados: por um lado as empresas seriam incapazes de obter uma margem realizada equivalente à margem nominal desejada, devido ao repasse incompleto do aumento dos custos nominais, e por sua vez a própria taxa de juros real se reduziria em conformidade com a estável e agora maior taxa de inflação. O Banco Central, ao permitir uma menor taxa de juros real inalterando a taxa nominal, sancionaria a mudança distributiva e a corrosão das margens e taxa de lucro gerais, contrapartida de um maior salário real (como expresso por Serrano, 1993,

na citação acima). Teríamos a indeterminação prática da distribuição entre salários e lucros, a depender por completo da evolução do conflito distributivo inflacionário. No entanto, a função reativa à inflação do Banco Central garantiria, segundo Pivetti, a observância de uma taxa de juros nominal alta o suficiente para que a taxa de juros real permanecesse constante em face da inflação salarial.

Ainda assim mais três condições serão necessárias para que a teoria monetária da distribuição tenha validade: em algum momento, ou i) os salários monetários precisam desacelerar (virtualmente, parar de crescer) ou ii) as empresas deverão reajustar seus preços com a periodicidade correta para impedir o efeito corrosivo da inflação salarial sobre suas margens nominais ou iii), ainda, acertar por completo o crescimento esperado nos seus custos de reposição. A não obediência das condições ii) ou iii), na presença de i), obstacularia o nivelamento entre a taxa de lucro e a taxa real de juros, em prejuízo permanente da primeira em relação a segunda. A incapacidade permanente das firmas em nivelarem suas margens real de lucros à taxa real de juros em um contexto inflacionário colocaria em sério riscos a viabilidade da teoria monetária da distribuição de Pivetti.

Contudo, se as empresas passassem a ter uma remuneração sistematicamente inferior a taxa de juros (descontado o lucro líquido do empresário) em algum momento haveria uma interrupção do processo produtivo em geral, em razão do efeito da competição levando à migração da aplicação do capital para a esfera financeira. É justificável, portanto, que para uma prazo relativamente longo, mesmo em face de uma perene taxa inflacionária desencadeada por aumentos contínuos dos salários nominais, as empresas consigam ou prever corretamente a evolução dos seus custos de reposição ou venham a mudar a periodicidade do ajuste dos seus preço, conforme aponta Lara (2008), para que suas margens realizadas venham a se igualar às margens desejadas.

Dito isso, a conclusão a respeito dos modelos de inflação de custos baseados na versão de Pivetti para a teoria monetária da distribuição é de que é necessário a existência de uma margem de lucro exógena, ao menos no longo prazo, e o conflito distributivo somente será capaz de alterar permanentemente a distribuição entre salários e lucros mediante o "grau em

que a política monetária protege as taxas reais de juros da inflação" (Serrano, 2010, p. 142).<sup>39</sup>

### 1.3.4 Algumas objeções encontradas na literatura em relação à teoria monetária da distribuição de Pivetti

A aceitação da teoria monetária da distribuição de Pivetti não foi universal, mesmo entre autores simpáticos a ou identificados com a teoria Sraffiana.<sup>40</sup> Desde sua publicação nos anos oitenta, as críticas aos trabalhos de Pivetti são mais comuns do que aos de Panico. Embora o próprio Pivetti tenha se engajado em respondê-las e aprimorar o argumento principal, as objeções iniciais encontram ecos em trabalhos mais recentes. No que diz respeito ao nosso objetivo nesse capítulo, serão mencionadas algumas dessas críticas por entendermos que elas decorrem de lacunas ou aspectos pouco desenvolvidos nos trabalhos originais de Pivetti. Parte da incompreensão ou não aceitação do livro de 1991 se deve a sua extrema concisão e poder de síntese, o que em si é um mérito, mas que corre o risco de levar a críticas por parte de autores que acreditam que algum elemento fundamental da análise fora deixado de fora.

Foley (1989, p. 111), em uma crítica originalmente realizada aos trabalho de Panico (1988), mas que melhor parece se destinar a Pivetti, argumenta que o diferencial entre a taxa de juros básica e a taxa de lucro pode ser explicado endogenamente, de forma a não ser mais possível considerar o 'lucro líquido do empresário' uma variável autônoma em relação a política monetária. Se o prêmio da liquidez ou o risco que expliquem esse diferencial entre as taxas for influenciado pela política monetária, é possível que o 'lucro líquido dos empresários' absorva as variações das taxas básica sem que a taxa de lucro seja por ela afetada.

Nell (1988) e Wray (1988) questionam o argumento de Pivetti de que a taxa de juros

---

<sup>39</sup>Aidar (2022, cap. 2) apresenta um modelo completo de conflito distributivo com incidência de impostos diretos e indiretos no qual a repartição da renda entre salários e lucros e a taxa de inflação são endógenas ao resultado da barganha salarial nominal. Esse resultado da endogeneidade depende ou de que não haja ajuste na taxa nominal de juros e que a taxa real seja compatível com o salário real encontrado pelo modelo ou que as empresas não tenham um poder de barganha infinito, no sentido definido por Serrano, Summa e Morlin (2024, p. 5), para definir suas margens reais de lucros idênticas a sua margem de lucro almejada (dada pela taxa real de juros).

<sup>40</sup>Ver em especial os comentários de Pasinetti e Steindl em Bharadwaj e Schefold (2017 [1990]), para além das críticas tratadas na seção.

básica seja uma variável exógena e que a relação de causalidade para a taxa de lucro seja unilateral.<sup>41</sup> Essa crítica pode derivar ao menos em parte da ausência de uma discussão sobre a formação da estrutura a termo da taxa de juros e sua relação com as taxas de retornos dos demais ativos financeiros em Pivetti. Como o que importa para a definição do custo do capital 'puro' é o ativo de menor risco e de rentabilidade positiva, os demais ativos que não constituam alternativas viáveis ao emprego do capital produtivo não serão relevantes para a definição do piso para a taxa de lucro. Nell (1988) argumenta que, embora a taxa básica de curto prazo possa estar sob pleno controle da autoridade monetária, a taxa de longo prazo poderá continuar a ser governada pela taxa de lucro, invertendo a causalidade (que, segundo, o autor continua a ser explicada por alguma versão da teoria de crescimento de Cambridge). Pivetti (1991, p. 21), por sua vez, aponta que é possível que ativos financeiros emitidos pelo setor privado, de baixa e alta liquidez, possam servir como o piso para a taxa de lucro, porém acaba por optar em manter a taxa de juros de médio ou longo dos ativos soberanos como a variável que regula a taxa de lucro. Caso houvesse uma exposição mais detalhada da formação da estrutura de remuneração dos ativos e o porquê de ser somente a taxa de títulos soberanos de risco nulo relevante para o custo de oportunidade do capital, é possível que essa crítica não fosse formulada. Vale notar que o uso das taxas próprias de juros para explicar a estrutura das taxas de retorno feito por Panico ajudou a construir uma ponte com autores pós-keynesianos e com a discussão da preferência pela liquidez (Lavoie, 2014, p. 239).

Outra fonte de crítica se refere a ausência de qualquer discussão sobre o setor financeiro nos trabalhos de Pivetti.<sup>42</sup> Dvoskin e Feldman (2020) argumentam de que não há uma análise mais detalhada do setor financeiro e, em especial, de uma discussão de como é re-

---

<sup>41</sup>Verdade seja dita, o próprio Randall Wray dificilmente aceitaria sua própria crítica já alguns anos depois, pois esse autor é um dos principais defensores da exogeneidade da taxa de juros dos títulos públicos soberanos. Isso, contudo, não altera que é possível que dentro do argumento de Pivetti a justificativa para a exogeneidade da taxa de juro não o tenha convecido.

<sup>42</sup>Nell (1988), ecoando a visão de Panico da 'indústria bancária' argumenta: "*Surely a mere appropriate procedure would be to first examine the way a purely private, profit-driven monetary system would establish interest rates and the provision of finance, defining a long-period position in which private banking and private industry interact. (Would not the provision of financial services be a non-basic industry? So the rate of profit would determine the rate of return of such services?*"

alocado o nivelamento entre as taxas de lucro do setor bancário e das indústrias produtoras de mercadorias, no limite levando à conclusão de que o setor bancário não é tratado como capitalista (Dvoskin e Feldman, 2020, p. 5). A ausência de um setor bancário capitalista torna-se um problema maior na medida em que os bancos, os créditos bancários e suas taxa de juros de empréstimo afetam os custos financeiros de empresas com fontes diversificadas de financiamento. De qualquer forma, essa lacuna pode também explicar a preferência de alguns autores em seguir Panico (1988) ao definir a taxa de lucro do setor bancário uniforme quanto aos dos demais capitais, haja vista a importância das finanças e do crescimento de seus lucros na explicação do aumento da desigualdade nas últimas décadas (Panico e Pinto, 2018).

Uma terceira e comum objeção dirige-se ao papel da estrutura de financiamento do capital, se é realizada a partir de lucros retidos, acesso ao crédito bancário ou emissão de títulos nos mercados de capitais. Embora alguns autores façam essa observação apenas no âmbito da sugestão original de Sraffa e não com base nos trabalhos de Pivetti, é possível encontrar em Schefold (1989, p. 331)<sup>43</sup> e em Nuti (1970, p. 368) o argumento de que a taxa de juros irá influenciar a distribuição apenas na presença de empresas endividadas que precisam cobrir o custo dos empréstimos. Autores neo-kaleckianos, por sua vez, também incorporam variáveis monetárias (e de uma forma mais geral, da 'financeirização') e sua influência sobre o *mark-up* através do efeito direto dos custos da dívida ou da pressão dos acionista nas empresas de capital aberto (c.f. Hein 2012, pp. 17-18). De qualquer forma, para todos esses autores, o canal da taxa de juros sobre a distribuição passa pela estrutura de capital das empresas e dos custos a ela associados. A noção de remuneração pura do capital, na forma

---

<sup>43</sup>Em uma resenha do livro de 1991 de Pivetti, Schefold (1993) explicita outra crítica a Pivetti: a de que o lucro líquido dos empresários só será constante em circunstâncias de baixo crescimento. Na presença de uma alta taxa de crescimento, Schefold argumenta, seria de se esperar uma igualmente alta taxa de progresso técnico associado às novas levas de investimento. Conforme há assimetrias na apropriação dessas novas técnicas (ou taxas diferentes de incorporação dos ganhos de produtividade, a depender do setor em questão), rendas diferenciais serão observadas e os lucros líquido dos empresários não serão constantes e/ou tenderão se diferenciar ao longo do tempo e entre diferentes setores. Por mais sugestiva que seja essa observação, a hipótese adotada por Pivetti de que os lucros empresariais são estável não parece ser absurda e como correta uma primeira aproximação, da mesma forma que o processo de gravitação é suposto ser mais rápido do que o progresso técnico que altera a técnica dominante em uso. Explorar como as assimetrias financeiras influenciam os lucros empresariais e as rendas diferenciais exige um posterior exame mais específico.

do custo de oportunidade geral, não se aplicaria na presença de capital de terceiros. Como Pivetti não detalhou a razão da irrelevância da estrutura do financiamento e da propriedade para o capital, alguns autores chegam a conclusão de que sua versão da teoria monetária da distribuição faz uso do teorema Modigliani-Miller (ver Dvoskin e Feldman 2020, p. 6).

## 1.4 Conclusão

No presente capítulo, realizamos uma longa resenha interpretativa e crítica das duas principais contribuições para a teoria monetária da distribuição. Nosso objetivo não foi de apenas apresentar a discussão mais relevante desde as suas publicações na década de 1980 - tentamos demonstrar que há uma incompatibilidade entre a teoria de Carlo Panico e a de Massimo Pivetti. Esse percurso se faz necessário em decorrência de que a influência da versão de Panico é maior do que a de Pivetti e, ao mesmo tempo, muito autores defendem a posição de que ambas as propostas podem confluir para uma teoria comum. Essa conclusão termina por eclipsar essas diferenças e subestimam a importância do canal principal proposto por Pivetti do custo de oportunidade do capital em geral.

A versão original de Panico busca explicar a formação da taxa de lucro de acordo com a teoria da preferência pela liquidez de Keynes. A arbitragem entre ativos com diferentes descontos de iliquidez estaria por trás da determinação da taxa de lucro. Essa, por sua vez, passaria a se mover de acordo com a variação da demanda e oferta desses ativos, com foco especial nos desejos subjetivos de manter ativos líquidos por parte do detentores de riqueza financeira. Somado a isso, Panico também trata a criação de moeda creditícia por parte do setor bancário capitalista como análogo à produção de uma mercadoria. A taxa de juros bancária deve cumprir o papel de cobrir o custo de produção do crédito e remunerar a taxa de lucro dos bancos, cujo valor é uniforme em relação ao resto das indústrias.

Para Pivetti, ao contrário, a taxa de juros dos títulos de maior segurança e liquidez e de maturação ajustada ao período médio de retorno do investimento estabelece o piso da remuneração do capital produtivo. Essa taxa de juros é uma variável política e institucional

sob controle do Banco Central. Apenas haverá produção e emprego do capital em produzir mercadorias caso sua taxa de retorno cubra o custo de oportunidade da aplicação financeira e ainda pague um excesso sobre ela, denominado de lucro líquido dos empresários. Sendo este componente da taxa de lucro independente da taxa de juros, movimentos da última serão responsáveis pela flutuação da primeira. Na presença de inflação, a taxa de juros real é que deve ser tomada como referência para o capital produtivo. Mesmo caso os salários nominais estejam crescendo, e com eles a inflação seja positiva, haverá uma taxa nominal de juros capaz de proteger as margens reais, desde que esse seja o objetivo da autoridade monetária e não haja implicações negativas quanto a posição do país na Balança de Pagamentos.

Concluimos o capítulo assinalando algumas críticas comuns a Pivetti: a falta de especificação do funcionamento do setor bancário capitalista e de suas taxas de juros de empréstimo e do papel da estrutura de capital na formação dos preços de produção e a influência dos juros sobre capitais compartilhados. Vamos no próximo capítulo buscar responder a essas à teoria de Pivetti.

## Capítulo 2

# Uma proposta de síntese entre a moeda endógena, a taxa de lucro do setor bancário e a estrutura de financiamento da produção

### 2.1 Introdução

Ao final do capítulo anterior, listamos algumas críticas e objeções à teoria de Pivetti que podem explicar a sua não aceitação plena ou a preferência por uma versão híbrida com a contribuição de Panico da teoria monetária da distribuição. Entre elas, duas principais se destacam. A primeira se refere a ausência da formalização do setor bancário capitalista, da formação da sua taxa de lucro e das taxas de juros da empréstimo (e a relação desta última com a taxa com a taxa de lucro uniforme das demais indústrias). Em um outro flanco, é comum a crítica de que a teoria de Pivetti possui validade quando apenas o capital próprio é aplicado em uma indústria. Segundo essa crítica, caso houver financiamento via empréstimos bancários ou emissão de títulos, não seria mais possível que a taxa de lucro fosse determinada pela taxa de juros e que os preços de produção sejam independentes da estrutura do capital e do nível de endividamento das empresas.

No presente capítulo iremos lidar com essas duas críticas. Nosso objetivo será o de demonstrar que a teoria de Pivetti está assentada na teoria da moeda endógena e sua correspondente concepção de setor bancário capitalista. Segundo os autores que trabalham com a endogeneidade monetária, a taxa de juros básica é uma variável politicamente determinada pelo Banco Central e a taxa de juros bancária é formada por uma regra de *mark-up* simples sobre esta. Com isso, podemos sugerir uma teoria da formação da taxa de lucro bancária e da competição clássica aplicada aos bancos que difere dos modelos de 'moeda-mercadoria' e da sua equalização com a taxa de lucro geral. Apresentaremos um modelo para mensurar a rentabilidade do capital aplicado ao setor bancário e para explicar sua relação com a concorrência capitalista.

Na segunda parte do capítulo, tentaremos mostrar que a estrutura do capital é irrelevante para a teoria de Pivetti. A partir proposta de síntese da teoria monetária da distribuição de Dvoskin e Feldman (2020), questionaremos a definição da técnica dominante e o papel do capital de terceiros na formação dos preços de produção. Se o grau de endividamento não pode ser parte da técnica dominante, a estrutura do capital terá a função apenas de repartir o excedente entre as distintas fontes de financiamento, seja a do crédito bancário ou do financiamento via ações. Para tanto, introduziremos o conceito de taxa de lucro líquida sobre o capital de terceiros, o que permite conciliar a exogeneidade do lucro líquido dos empresário, dos *mark-ups* bancários e da taxa de juros básica. Esse resultado prevacelerá para qualquer combinação de estrutura de capital e custos financeiros associados.

## **2.2 Moeda endógena e o setor bancário capitalista na abordagem do excedente**

### **2.2.1 Horizontalismo, os *mark-ups* e a rentabilidade do setor bancário capitalista**

A teoria monetária de Pivetti está baseada na visão de moeda endógena também conhecida como horizontalista (ver Pivetti, 2001), segundo a qual a autoridade monetária tem

poder unilateral para definir a taxa de juros básica da economia, seja ela relativa aos títulos públicos denominados em moeda soberana, seja a taxa de juros *overnight* do mercado intrabancário (c.f. Wray 1994, p. 272). Os bancos comerciais são responsáveis por acomodar a demanda por crédito do setor privado não-financeiro, cobrando por ele uma taxa de *markup* simples sobre a taxa básica. A autoridade monetária, por sua vez, garante o provimento de reservas no volume adequado às condições de regulação vigentes no sistema financeiro, como requerimento mínimos de reservas compulsórias mantidos em suas contas no Banco Central e/ou de algum outro índice de solvência entre os passivos e ativos de cada banco comercial. Segundo Pivetti (2001, p. 112):

*“And at a given level of real quantity output, the rate of interest would regulate also the quantity of money in active circulation – a quantity that adapts itself to the needs of trade – via its influence on the price level: interest, prices, and the quantity of money would all move in the same direction with the policy-determined interest rate acting as the primum movens of the process”*

Há dois arranjos institucionais de funcionamento do setor bancário: o sistema *overdraft* e o *asset-based* (Lavoie 2014, pp. 205-28).<sup>1</sup> No caso do sistema *overdraft*, o volume total de reservas disponíveis para o setor financeiro privado é provido diretamente pelo Banco Central à taxa básica definida por este. Os bancos privados, portanto, mantêm em seus passivos reservas obrigatórias pela regulação financeira obtidas junto ao Banco Central, ao preço da taxa de juros básica. Se o arranjo institucional do sistema financeiro for do tipo *asset-based*, os bancos comerciais mantêm títulos públicos na forma de ativos e a administração do volume de reservas pelo Banco Central é feita mediante a compra destes mesmos títulos, substituindo-os por reservas e regulando desta forma o preço dos demais ativos públicos menos líquidos, tais como os títulos da dívida pública.

---

<sup>1</sup>Apesar dessa taxonomia, o funcionamento dos sistemas bancários reais representa um caso intermediário entre esses dois modelos teóricos extremos. A determinação da taxa de juros bancária básica ocorre mediante o estabelecimento de um ‘corredor’ entre uma taxa teto pela qual os bancos comerciais obtêm reservas junto ao Banco Central e uma taxa mínima para a remoreção das reservas excessivas dos bancos que se encontram com saldos positivos. Ver, para o caso americano, Santiago (2012, pp. 63-93).

Nos últimos anos, a teoria horizontalista da moeda endógena foi enriquecida pelo desenvolvimento da MMT e sua análise dos fluxos consolidados de pagamento e os balanços contábeis entre o Tesouro e o Banco Central, além de elucidar o papel do setor público no circuito do gasto autônomo, geração de renda, poupança e consolidação da posição financeira do governo, de acordo com o princípio da demanda efetiva Keynesiana-Kaleckiana Cesaratto (2016). A literatura da MMT também permitiu precisar a teoria da taxa de juros exógena sobre os títulos públicos. Se, digamos em um prazo fiscal específico, os gastos governamentais excedem o volume arrecadado de impostos, a injeção de reservas nos bancos comerciais privados deverá deprimir a taxa de juros intrabancária, na medida em que gere um montante de reservas superior ao requerido pela regulação financeira e desejado pelos bancos comerciais. A fim de não perder o controle sobre a taxa de juros básica, o Banco Central recomprará essas reservas ou permitirá que os bancos comerciais as depositem em uma conta remunerada à taxa de juros básica no próprio Banco Central. Em ambos os casos, a taxa de juros básica está sob o total controle da autoridade monetária (Lavoie, 2013). No que diz respeito ao nosso interesse na teoria monetária da distribuição, essa literatura fortelace em a posição de Pivetti (1991, cap. 2) de que a taxa de juros básica é uma variável politicamente determinada, alheia às forças de mercado e da preferência pela liquidez do público.<sup>2</sup>

Para analisarmos a formação da rentabilidade e da taxa de lucro do setor bancário, é necessário identificar o funcionamento da geração de crédito privado e a formação das taxas de juros para os empréstimos concedidos às indústrias produtivas, a partir da taxa de juros básica exogenamente definida pela autoridade monetária. Essas taxas, por sua vez, compõem um espectro de taxas cobradas junto às empresas que necessitam de capital externo financiado por crédito bancário e que serão determinadas anterior e independentemente dos preços de produção. A relação entre as diferentes taxas representam distintos segmentos de mercado de crédito caracterizados por diferentes riscos do emprestador. Como a criação de novo poder de compra creditício pelos bancos comerciais apresenta-se como um fluxo, seguindo a

---

<sup>2</sup>De acordo com o que apresentamos no capítulo anterior, o mesmo não pode ser dito da versão original de Panico (1988), uma vez que os diferenciais de iliquidez dos ativos afetam todos os preços, inclusive o da taxa básica que, para todos os fins, pode não estar sob o controle do Banco Central.

visão circuitista de endogeneidade monetária (ver Graziani, 2003),<sup>3</sup> essas taxas não guardam nenhuma conexão necessário com as taxas de retorno relativas ao estoque de ativos financeiros já existentes. Wray (1992, pp.81-82) argumenta que, segundo a visão horizontalista, a exogeneidade da taxa de juros básica e a plena acomodação da demanda por crédito pelo bancos leva à inexistência da equalização dos *mark-ups* entre os empréstimos concedidos às empresas não-financeiras e a taxa de juros dos demais ativos que compõem o estoque de riqueza financeira, como títulos da dívida pública por exemplo.

No modelo proposto a seguir, o setor bancário será analisado no caso do sistema do tipo *overdraft*. O único ativo privado por parte dos bancos consiste no empréstimos cedidos às indústrias não-financeiras e os únicos passivos privados financeiros das empresas são o endividamento junto aos bancos comerciais. Ademais, suporemos todo o capital como sendo circulante, de forma que o período de maturação da dívida coincida com o período cíclico de conclusão do processo produtivo e, portanto, todas as dívidas são salgadas dentro do período em questão.

A formação das taxas de juros de empréstimos é feita de acordo um *mark-up* bancário somado à taxa básica :

$$i_{bj} = \mu_{bj} + i \quad (2.1)$$

Com para todo  $j = 1, \dots, n$  referente ao  $j$ -ésimo segmento do mercado de crédito, o *mark-up* simples cobrado pelo bancos comerciais  $\mu_{bj}$  pode guardar distintos significados. Desde que esta seja estável e independente da taxa básica de juros, há distintas a interpretações dos determinantes desses *mark-ups*: desde uma teoria da preferência pela liquidez dos bancos privados (Wray, 1992, p. 305)<sup>4</sup> (no sentido de que estes criam ativos menos líquidos na forma

---

<sup>3</sup>No modelo circuitista de Graziani (2003, cap. 6), é possível que as firmas se financiem mediante a emissão de títulos primários em mercados de capital sem a intermediação bancária e empreguem uma parte do capital de terceiros a uma taxa distinta da taxa de juros de empréstimos bancários. Iremos desconsiderar essas possibilidade para apenas nos focarmos na relação entre a taxa básica, o *mark-up* bancário e os preços de produção. Para uma avaliação crítica da visão circuitista, ver Cesaratto e Pariboni (2022, pp.302-305)

<sup>4</sup>Não entraremos na visão assim chamada versão estruturalista da moeda endógena, segundo a qual à me-

de créditos cedidos ao setor produtivo) até a ideia de que se trata de um preço administrado e influenciado pela autoridade monetária, o que o torna um preço político e exógeno, tal qual a taxa de juros básica (Serrano e Summa, 2013).

Segundo Le Heron e Moualkil (2008, p. 418), o *mark-up* reflete o risco do prestador e este pode ser subdividido em três categorias: *default*, liquidez e de mercado. Por risco de liquidez, entende-se que os ativos nos balanços bancários referente ao empréstimos concedidos podem indicar maior risco de insolvência na ausência de mercados secundários, ao passo que o risco de mercado diz respeito a variações inesperadas dos preços desses ativos nos mercados secundários (o risco de *default* representa a probabilidade de não pagamento do principal).<sup>5</sup> No que tange à formalização da rentabilidade bancária proposta aqui, o *mark-up* capta o risco em geral, independente de suas três possíveis partes, e é definido pela diferença entre o preço de captação de reservas junto ao Banco Central e a taxa de juros da oferta de crédito pelo bancos comerciais, não afetado pelo volume de crédito e autônomo em relação à taxa de juros básica. Essa definição de *mark-ups* bancários é amplamente difundida na teoria da horizontalista da moeda endógena (c.f. Moore, 1988, p. 77, pp. 85-8, p. 128).

No entanto, não existe apenas um *mark-up* bancário, mas um conjunto destes praticado em distintos mercados de crédito. Consideremos que existe  $n$  diferente tipos de segmentos de mercado de crédito, cada qual definido pelo diferente risco do prestador  $\mu_{bj}$ . A cada momento do tempo, os bancos comerciais são capazes de avaliar e discriminar qualitativamente entre os potenciais tomadores de empréstimos aqueles que são aptos a se endividarem por meio de nova concessão de créditos. Os critérios adotados pelos bancos podem seguir o nível de endividamento prévio das empresas, a taxa média do não pagamento do principal vigente neste mercado, a existência de ativos colaterais, o fato do demandante de crédito ser um cliente fiel e conhecido, etc. Em outras palavras, a restrição à concessão de crédito é feita

---

dida que os bancos aumentam a concessão de crédito, a criação de ativos menos líquidos em seus balanços os leva a cobrar taxas de juros mais altas (ver Pollin 1991). Para os fins do presente trabalho, manteremos a visão horizontalista da determinação exógena da taxa de juros em relação aos níveis de quantidade de crédito demandado, tanto da básica quanto dos empréstimos bancários. Para uma crítica da visão estruturalista, ver Lavoie (1996).

<sup>5</sup>Mais detalhadamente em Le Heron e Moualkil (2008), o *mark-up* bancário pode ser decomposto em  $\mu_b = \mu_{bd} + \mu_{bl} + \mu_{bm}$ , referente aos já supracitados riscos de default, liquidez e de variação de preço de mercado.

por uma avaliação qualitativa dos tomadores de empréstimo e esta não poderá ser afrouxada por meio de um aumento do *mark-up* bancário, como recompensa pela posição mais ilíquida assumida pelo banco prestador.<sup>6</sup> Segundo a teoria horizontalista da moeda, dentro de cada um destes segmentos do mercado, haverá um *mark-up* simples cobrado sobre a taxa de juros básica e que não estará diretamente relacionado com o nível total de crédito cedido na economia e/ou do tipo de ativos criado nos balanços contábeis do setor bancário comercial privado.

Vale notar que não há motivos para que os diferentes *mark-ups* bancários, *praticados em distinto segmentos do mercado de crédito*, venham a se equalizar pelo movimento competitivo, uma vez que os critérios de avaliação do risco dos tomadores sejam comuns entre os bancos comerciais atuantes no mercado. No entanto, o processo competitivo levará à equalização dos *mark-ups* praticado entre diferentes bancos em cada segmento do mercado de crédito. Imaginemos que dois bancos discordem quanto à avaliação do risco relativo a um potencial tomador de empréstimos que se enquadra dentro de uma faixa específica de risco. O banco que melhor avaliar o demandante poderá oferecer uma taxa de juros mais baixa e aumentar sua fatia no mercado, às custas do banco com maior aversão ao risco. Caso a avaliação do risco se mostre correta, a maior participação no mercado impactará uma maior massa de lucro obtida pelo banco cuja taxa cobrada for a menor. Se o julgamento original comprovar-se inadequado e houver frustração com o lucro obtido, a reavaliação dos critérios ou excluirá clientes com características semelhantes do mercado de crédito ou levará a uma maior taxa de juros, na tentativa de melhor avaliar o prêmio de risco real.

Em ambos os casos, podemos esperar que haja alguma convergência entre aos *mark-ups* praticados por distintos bancos comerciais e entre as práticas avaliadoras de tomadores de risco.<sup>7</sup> Os bancos que se encontram em uma situação original mais prudente deverão baixar

---

<sup>6</sup>Lavoie (1996, p. 284) por exemplo argumenta que: "*The claim, quite legitimate, that banks have some restrictions on their lending does not call into question the validity of horizontalism. The price of loans—the interest rate is an inadequate exclusion mechanism. Because of uncertainty and the complexities of decision making, bank lending depends on whether or not the potential borrower fulfils various norms and customs*".

<sup>7</sup>A ideia de que os bancos convergem para um *mark-up* comum em cada segmento no mercado corrobora e qualifica a tese difundida entre autores horizontalistas segundo a qual como define Fontana (2003, p. 296): "*banks are price-makers and quantity-takers*". Havendo competição intrabancária, na ausência de conluio e de

suas taxas de juros caso queiram proteger sua participação no mercado e, na situação simétrica, bancos cujas taxas muito baixas subavaliam a qualidade dos tomadores de empréstimo precisarão contornar suas eventuais perdas elevando seus *mark-ups*. É de se esperar que esse duplo movimento ocorra simultaneamente em todos os mercados de crédito, guardadas as distinções qualitativas já mencionadas e que, ao menos no longo prazo, vigore um conjunto estável de taxas de juros, cobradas em comum por todos os bancos comerciais.

Esse mecanismo concorrencial intrabancário se assemelha à competição clássica da formação de um preço natural, ou do preço de produção único, para uma dada estrutura de mercado (sobre a qual falaremos mais adiante), dado a especificidade do setor bancário que *não pode ter sua oferta creditícia restrita pela sua capacidade produtiva setorial, uma vez que crédito bancário não constitui uma mercadoria, cuja produção exige meios de produção físicos para tanto*. No processo clássico competitivo *entre produtores de mercadorias*, é somente pela variação do capital empregado em cada ramo de produção ou do grau de utilização da capacidade instalada que as quantidades ofertadas tendem a se ajustar ao nível da demanda efetiva. O nivelamento das taxas de lucro entre diferentes mercados se faz com a expansão (retração) da capacidade produtiva setorial sempre que o preço de mercado for maior (menor) do que o preço de produção, dado a variável distributiva exógena e a técnica dominante (ver Ciccone, 2011).

No caso do setor bancário, como a expansão do crédito não depende da quantidade física de capital empregada no setor, o processo competitivo entre bancos comerciais deverá ser distinto, mesmo na presença de barreiras à entrada, pois a busca por uma maior participação no mercado está vinculada a uma maior participação na massa de lucros totais do setor. O resultado esperado é que a estrutura dos *mark-ups* seja a mesma para todos os bancos atuantes e a sua participação no volume total de crédito concedido seja também similar, a fim de se evitar uma dispersão muito grande de rentabilidade entre diferentes bancos de um mesmo porte. Rouseas (1985, p. 141) argumenta que as perdas de um banco comercial individual devido a má avaliação de risco ou erros administrativos na concessão de empréstimos não podem ser compensadas por uma elevação do seu *mark-up* acima do praticado pelos demais

---

marcos regulatórios mais restritos, os bancos comercial deveriam conjuntamente se tornar *price makers*

bancos, sob a pena de perda de participação no mercado. Apenas em casos nos quais há uma perda sistêmica, que abarca o conjunto dos bancos comerciais, é possível que haja uma eventual e transitória elevação dos *mark-ups*.<sup>8</sup>

Os estoques de crédito e a relação entre os bancos comerciais e o Banco Central podem ser representados por um simples balanço contábil. Vamos considerar que a relação entre os bancos comerciais e o Banco Central no sistema do tipo de *overdraft*,<sup>9</sup> cuja Tabela 2.1 (uma versão modificada do balanço em T encontrado em Lavoie. 2014, p. 206) resume o balanço patrimonial entre os bancos comerciais e o Banco Central. Neste sistema os bancos comerciais tem acesso ilimitado às divisas provida pelo Banco Central à taxa de redesconto *i*. A taxa de juros do redesconto serve como a taxa básica da economia, idêntica a que seria paga aos títulos da dívida pública de curto prazo caso introduzíssemos passivos do setor público no sistema. Desta forma, caso os bancos comerciais se endividem junto ao Banco Central para obterem as reservas requeridas pelo próprio Banco Central, os depósitos à vista que constituem o passivo dos bancos comerciais junto ao setor não-financeiro também serão remunerados a essa mesma taxa. Para que o setor bancário comercial consolidado consiga obter as reservas requeridas, a competição intrabancária levará a taxa de juros dos depósitos a convergir para a taxa básica da janela de redesconto. Em qualquer outra situação, tornar-se-ia mais barato obter as reservas junto ao Banco Central, e o setor bancário privado se encontraria com excesso de reservas não remuneradas. A taxa de juros básica, que será a mesma do acesso às reservas na linha do redesconto assim como a do depósitos à vista, é a taxa relevante para o custo de captação dos bancos, que apenas emprestarão se cobrirem esse custo das reservas.

---

<sup>8</sup>Rousseas (1985) argumenta que este foi o caso no início nos anos 1980 quando, após o choque de Volcker da taxa básica, os bancos norte-americanos ficaram expostos à crise da dívida dos países latino americano, graças ao fato de que parte de seus ativos era constituído destas mesmas dívidas

<sup>9</sup>Não iremos detalhar a formação da rentabilidade do setor bancário no sistema *asset-based*, pois de um modo geral os seus determinantes serão muito semelhantes. Conforme os bancos acumulem ativos líquidos na forma de títulos governamentais e concedam crédito privado, os depósitos à vista serão criados e o patrimônio líquido dos bancos irá diminuir. No balanço dos bancos os depósitos crescerão em seus passivos até um ponto inferior ao total do estoque de títulos públicos em posse do bancos. Na medida em que os depósitos não suplantem o volume total desses ativos, os bancos continuarão com um patrimônio líquido positivo e o sistema continuará a ser do tipo *asset-based*. Para uma análise mais pormenorizada, ver Lavoie (2014, pp. 209-2016),

Tabela 2.1: Balanço Consolidado entre os Bancos Comerciais e o Banco Central no sistema Overdraft

Bancos Comerciais Consolidados		Banco Central	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Empréstimos $B(1 + i_b)$	Depósitos $D(1 + i)$	Reservas adiantadas para os Bancos Comerciais	Notas em Poder do Público
Empréstimos $B(1 + i_b)$	Depósitos $D(1 + i_b)$		
Fundos próprios = $B(i_b - i)$	Reservas $R(1 + i)$		
– $Ri$			
– Empréstimos não pagos			

Como o lucro e a rentabilidade do setor bancário são formados? Segundo Parguez e Seccareccia (2002, p. 110), "*The rate of interest charged on credit advances, which is the primary source of bank profits, must be high enough to support an amount of bank equity equal to that generated by bank assets resulting from the monetary mark-up imposed on firms*". Conforme os bancos expandam seus balanços para atender a demanda por crédito, os ativos líquidos deverão se elevar pela exata diferença entre o montante saldado dos empréstimos contraídos pelas empresas não-financeira e o custo dos depósitos dado pela taxa de juros básica e pelo redesconto junto ao Banco Central. Essa diferença, expressa no balanço acima na forma de Fundos Próprios, define a rentabilidade do setor bancário. Esta será tanto maior quanto menores forem as reservas requeridas pela regulação do Banco Central e maior for o *mark-up* bancário, captado pela diferença entre  $i_b$  e  $i$ , a taxa de juros de empréstimo bancário e a taxa de juros básica, respectivamente.

Segundo os autores horizontalistas/circuitistas, os fundos próprios também podem ser definidos como o *equity* dos bancos, ou os lucros menos os custos de funcionamento dos bancos (incluindo a folha salarial dos trabalhadores empregados no setor) repassados aos acionistas, que são contabilizados como depósitos internos ao, e portanto como passivos do, setor bancário comercial consolidado (Parguez e Seccareccia 2002, p. 111). Note que, como cada banco cobra o mesmo *mark-up* para o mesmo segmento de risco do emprestador, a repar-

tição do total de crédito cedido será igualitária, ou próxima de, entre os bancos que operam no setor. Podemos concluir que a rentabilidade de bancos do mesmo porte, com mesma capacidade gerencial, de prestação de serviços financeiros e lastreados dentro do sistema bancário organizado pelo Banco Central, deverá ser muito parecida.

## 2.2.2 A definição da taxa de lucro dos bancos e o papel da competição clássica

Por sua vez, como a taxa de lucro do setor bancário deverá ser formada é algo pouco consolidado na literatura sraffiana. Para os autores que seguem a abordagem de Panico-Shaikh, o crédito é uma mercadoria como outra qualquer, cuja variação da produção depende dos meios de produção. Como argumentamos no capítulo anterior, essa definição da indústria bancária está em contradição com a moeda endógena.<sup>10</sup>

Há duas importantes contribuições para definir a taxa de lucro bancária no sistema de preços de produção Sraffiano que são compatíveis com a moeda endógena, a de Ciccarone (1998) e Dvoskin e Feldman (2020). Ao contrário dos autores mais próximos de Panico, em seus modelos a criação de crédito é um poder de criação *ex nihilo* sem contrapartida nos requerimentos físicos de mercadorias como insumos. No entanto, similarmente a proposta de Panico-Shaikh trabalhada no capítulo anterior, a taxa de juros de empréstimo é definida pela taxa lucro geral sobre os custos financeiros dos bancos. Embora por essa razão consideramos ambas as propostas insuficientes, vamos tomá-las como ponto de partida.

Para Ciccarone (1998, p.407-8, eq. 8), a taxa de lucro dos bancos é uma função imediata do *mark-up*, da razão entre os depósitos à vista e da composição do ativo dos bancos entre reservas e demais títulos. O *mark-up*, no entanto, é tido como uma variável exógena, e a única

---

<sup>10</sup>Uma possível exceção é Lapavitsas e Mendieta-Muñoz (2019). Nesse trabalho, no entanto, os autores apresentam um modelo para determinação da participação dos lucros financeiros no total de lucros a partir das contas nacionais dos EUA. Embora o modelo teórico apresentado pelos autores guarde muita semelhança com os determinantes da rentabilidade do setor bancário que apresentamos aqui, ainda assim para estes autores a taxa de lucro do setor bancário é nivelada com a taxa de lucro geral e está, portanto, sujeito às mesmas críticas a versão de Panico-Shaikh para a teoria monetária da distribuição.

imposição do modelo é que a taxa de juros de empréstimo seja maior do a taxa de juros que remunera os depósitos à vista. Quanto maior for esse *mark-up* maior será a taxa de lucro dos bancos e, via processo competitivo, maior será a taxa geral de lucro dos demais capitais: "*the intuition stressed here is that, if the rates of interest determine the rate of profits earned in the financial sector, and if this is linked by the competitive process to that earned in the production sectors, then the rates of interest can indeed regulate the rate of profits.*" (Ciccarone, 1998, p. 400).

Segundo ainda uma variante similar deste modelo, Dvoskin e Feldman (2020, pp. 10-11) propõem que a taxa de juros dos empréstimos bancários é determinada a partir da taxa de lucro sobre o capital próprio, da taxa de juros básica e do requerimento mínimo de reservas imposto pelo Banco Central. Formalmente, a função para a taxa de juros de empréstimo é dada por

$$i_b = e(1 + r) + i(d_l + 1) \quad (2.2)$$

De acordo com 2.2, a variável  $e$  expressa os Fundos Próprios sobre os depósitos à vista, ao passo que a variável  $d_l$  expressa a razão entre os depósitos à vista e as reservas obrigatórias, ambas vistas como variáveis regulatórias e de determinação política.<sup>11</sup> Como a taxa de lucro uniforme é a mesma para todos os setores, o *mark-up* bancário é encontrado como um resíduo que permite aos bancos obter a taxa de lucro normal do sistema de produção, dado pela diferença entre a taxa de juros dos empréstimos bancário e a taxa de juros básica:

$$i_b - i = \mu \quad (2.3)$$

Algumas objeções podem ser levantadas a essas duas formulações para a taxa de lucro

---

<sup>11</sup>No sistema proposto por Dvoskin e Feldman (2020), a taxa de juros de empréstimo entra no custo de produção das demais mercadorias e, portanto, influencia a taxa de lucro. Logo, a determinação da taxa de juros de empréstimo, da taxa de lucro e de todos os preços relativos é realizada simultaneamente. Como nessa subseção estamos focados apenas na determinação da taxa de lucro bancária, não estamos considerando essa interdependência.

bancária. Ciccarone (1998) trata a taxa de lucro geral como determinada unicamente pelo setor bancário, de acordo com o *mark-up* e as condições regulatórias vigentes. Esse resultado se assemelha ao modelo de preços de produção com um único bem básico no qual a taxa de lucro é determinada independentemente do custo de produção de todas as demais mercadorias (ver Dvoskin e Feldman, 2020, pp. 8-9). Isso se torna um problema ainda mais grave uma vez que esse mesmo *mark-up* é completamente exógeno (e não explicado no modelo). De fato, segundo essa versão a determinação do *mark-up* define o lucro líquido dos empresários (a diferença entre a taxa de lucro e a taxa de juros básica), o que é uma explicação mais limitada e ao mesmo tempo mais forte do que a do modelo de Pivetti.

Já no caso da versão de Dvoskin e Feldman (2020), a livre mobilidade de capital deverá levar os bancos a obterem uma taxa de lucro uniforme, encontrada nas indústrias produtoras de mercadorias, gerando como resultado que o *mark-up* sobre a taxa de juros básica passa a ser a variável endógena do setor bancário.<sup>12</sup> Essa taxa de lucro uniforme é aplicada sobre o *equity* dos bancos, e não sobre o valor do capital físico dos mesmos. Logo o *mark-up* é a variável que se ajusta a essa taxa de lucro, sem que seja levado em consideração a sua formação em conformidade com a avaliação de risco do tomador (que, se fosse inserida, tornaria o sistema sobredeterminado).<sup>13</sup>

No nosso entender, ambas as formulações enfraquecem a teoria monetária da distribuição. Para integrar a taxa de lucro dos bancos no sistema de preços de produção clássico-sraffiano, acreditamos que precisam ser levadas em consideração as seguintes peculiaridades do setor bancário capitalista:

1. A competição interbancária obriga a adoção de taxas de *mark-up* uniformes, à medida que haja uma convergência aos mais bem sucedidos métodos de avaliação de risco implementados e conhecidos no setor. Isso deve levar a uma repartição próxima de igualitária da massa de lucros geradas entre os bancos estabelecidos e a taxas de empréstimos

---

<sup>12</sup>Na versão de Panico original, isso gera o problema já mencionado de que o desconto de iliquidez deva coincidir com esse *mark-up*. Ver Cap. 1, subseção 1.2.3.

<sup>13</sup>Basta notar que, se os bancos avaliam um risco distinto do que o *mark-up* encontrado na equação 2.1, a taxa de lucro bancária diferiria da taxa de lucro em geral

independentes da quantidade de crédito gerada.

2. Como o setor bancário no agregado não possui limite físico para a criação de empréstimos, variações na demanda por crédito não exigem retração ou expansão do estoque de capital físico e de trabalhadores empregados no setor. Logo o processo competitivo entre bancos e os demais capitais, assim como o mecanismo da gravitação clássica, não são os mesmos quando estudamos os bancos capitalistas. Os custos de produção associados a uma taxa de lucro qualquer não tem função reguladora da taxa de juros dos bancos.
3. Como resultado, a taxa de lucro bancária deverá ser uma variável residual, definida para dados *mark-up*, custos físicos de produção e volume final de crédito concedido. A taxa de lucro geral serve como um piso para a taxa de lucro bancária, e esta última não será afetada pela entrada e criação de novos bancos.

Podemos precisar a taxa de lucro dos bancos voltando à equação original de Panico, expressa em 1.6 (também muito similar a equação de Zoela, 2022, encontrada em 1.19), reinterpretando-a de acordo com funcionamento da abordagem da moeda endógena. A receita líquida dos bancos com a criação de crédito para as empresas não financeiras é igual ao volume total de amortização dos empréstimos menos o custo dos depósitos à vista em seus passivos.<sup>14</sup> Como a acomodação da demanda por crédito leva a uma criação idêntica no passivo dos bancos na forma de depósitos à vista, essa receita será função imediata do *mark-up* bancário sobre a taxa básica, a que remunera os depósitos e que constitui o custo financeiro dos bancos:

---

<sup>14</sup>Nesse aspecto, a definição da taxa de lucro e do capital bancário apresentada nessa subseção não é compatível com os trabalhos recentes de Zoela (2023, pp.3-14). Para o autor, os depósitos à vista constituem um insumo e fazem parte do capital dos bancos. No entanto, o conceito apropriado de capital adiantado em uma indústria define, de acordo com a técnica dominante, a despesa obrigatória necessária para que um capital venha a operar no setor. Os depósitos à vista para os bancos evidentemente não desempenham o mesmo papel: uma vez que o banco esteja operando, os depósitos são criados por suas atividades normais e não indicam um custo de entrada para novos capitais bancários, embora sejam ainda um custo a diminuir a receita com os juros dos empréstimos. Logo, há pouco sentido na ideia de que os bancos devem receber uma taxa de lucro sobre os custos dos depósitos.

$$B\mu_b = B(i + \mu) - Di \quad (2.4)$$

O lucro dos bancos, por sua vez, decorre da diferença entre essa receita líquida e o custos de operação, o que inclui o capital adiantado nos meios de produção e o pagamento dos salários de seus funcionários. A função de custos dos bancos deverá ser dada por:

$$B\mu_b = (1 + r_b)\mathbf{K}_b\mathbf{p} + L_bw \quad (2.5)$$

Segundo 2.5, a receita líquida dos bancos é função direta total do empréstimos concedidos (e repagos) e do *mark-up* bancário. O vetor-linha  $\mathbf{K}_b$  é o volume físico total de meios de produção empregados pelos bancos,<sup>15</sup> e não o coeficiente técnico de produção, pois essas quantidades serão as mesmas para quaisquer níveis de empréstimos concedidos pelos bancos. O mesmo vale para o total de trabalho empregado pelos bancos  $L_b$ . Essa compreensão de que há uma independência entre as quantidades do lado esquerdo e direito da equação de custos dos bancos decorre da própria definição da moeda endógena. Isso nos permite definir a taxa de lucro bancária  $r_b$  como:

$$\frac{B\mu - (\mathbf{K}_b\mathbf{p} + l_bw)}{\mathbf{K}_b\mathbf{p}} = r_b \quad (2.6)$$

A taxa de lucro dos bancos será o resultado do tamanho total dos empréstimos cedidos, do *mark-up* cobrado por elas e da estrutura de custos dos bancos. Quanto maiores forem

---

<sup>15</sup>Não há nenhuma problema de incluir entre os elementos do vetor um escalar representante do capital mínimo de entrada exigido pela regulação, como o *equity* ou alguma outra medida regulatória. Esse custos financeiro em nada altera o resultado substancial da análise. No entanto, ao contrário do proposto por Zolea (2023, pp. 7-10), o *equity* não permite estabelecer uma 'técnica dominante de produção' para os bancos, posto que sua variação ao longo das atividades dos bancos é endógena à concessão e repagamentos do empréstimos. A regulação bancária, por sua vez, ao impor regras para a composição dos ativos dos bancos também não permite definir a 'técnica do dominante', pois é da natureza da moeda endógena que os bancos sejam capazes de gerar os ativos líquidos requeridos no próprio processo de criação de moeda bancária (c.f. Lavoie, 2014, pp. 198-200).

os primeiros, maior será a taxa de lucro auferida pelo setor bancário. A estabilidade dos custos não-financeiros e da taxa de juros básica a qual os depósitos à vista são remunerados permite concluir que essa taxa de lucro será um resultado residual do volume de crédito criado, determinando fora do sistema de preços de produção.

Contudo, qual é a relação entre a taxa de lucro bancária e a das demais indústrias capitalistas? Para os bancos continuarem a operar, e para que não haja uma migração de capitais para fora do setor, é necessário que sua taxa de lucro seja ao menos idêntica a que poderia ser obtida em qualquer outro ramo de produção. Podemos expressar isso por meio da seguinte equação:

$$r_b \geq r_{min} = r \quad (2.7)$$

Do ponto de vista dos demais capitais, haverá interesse em criar novos bancos a fim de competir com os já existentes sempre que for observado um diferencial positivo entre essas duas taxas. Supondo que os bancos tendem a repartir o mercado de crédito de forma igualitária, se há  $n$  bancos em operação no mercado, cada um obterá uma taxa de lucro que pode ser expressa por:

$$\frac{\frac{B\mu_b}{n} - \frac{\mathbf{K}_b\mathbf{p} - L_b w}{n}}{\frac{\mathbf{K}_b\mathbf{p}}{n}} = r_b \quad (2.8)$$

Vemos que a concentração (o número de bancos competindo entre si, expresso aqui por  $n$ ) não afeta diretamente a taxa de lucro do setor bancário. Quanto maior for o número de bancos concorrentes, maior será a repartição tanto do volume total de crédito ofertado quanto do estoque de capital total empregado pelo setor, o que para cada banco individual será dado por  $\mathbf{K}_b\mathbf{p}/n$ . Como os lucros e os custos de produção se diluem de forma equitativa por cada banco individual, é de se esperar que os diferenciais de taxas de lucro entre diferentes bancos sejam bastantes reduzidos. Desníveis de rentabilidade entre bancos poderiam ser

explicados por diferenciais de custos (expresso por uma repartição desigual do capital total empregado no setor entre diferentes bancos)<sup>16</sup> e pelas distintas participações no mercado. No entanto, a força da competição, mesmo para uma quantidade pequena de bancos, deverá exercer o efeito disciplinador sobre as parcelas de mercado, via o estabelecimento de taxas de empréstimos uniformes para cada segmento do mercado de crédito. Logo, para uma dada estrutura de *mark-ups*, não deverá ser esperada uma grande variabilidade de rentabilidade bancária.<sup>17</sup>

Se a taxa de lucro bancária resultante for maior do que a taxa de lucro normal obtida pelos capitais das empresas não-financeira haverá a pressão para criação de novos bancos. É claro, no entanto, de que no mundo real é praticamente impossível encontrar um exemplo de sistema bancário que opere de acordo com os princípios concorrenciais clássicos. A barreira à entrada regulatória, isto é, a outorga de direito pelo Banco Central do que é e quem pode ser um banco comercial, impede que diferenciais de rentabilidade entre bancos e o setor capitalista privado não-financeiro levem a criação de novos bancos. No entanto, novos bancos não deverão deprimir a rentabilidade do setor bancário, para uma dada demanda por crédito e uma estrutura de *mark-ups*. Desde que os *mark-ups* não carreguem um forte componente semi-monopolista, os marcos regulatórios da competição bancária pelo Banco Central afetam mais a estabilidade financeira do sistema do que os diferenciais de rentabilidade entre os bancos e as empresas não-financeiras.

Segundo a formulação proposta, quando consideramos apenas a concorrência e a formalização do setor bancário segundo as teorias da moeda endógena, não há nenhuma razão para que a taxa de lucro e a taxa juros de empréstimos bancários venham a obter o mesmo valor. Ambas se formam a partir da taxa básica de juros, porém para os bancos é aplicado um risco do emprestador e, para as empresas que operam com capital próprio, soma-se o lucro

---

<sup>16</sup>Essa situação seria observada se um banco individual empregar um volume de capital em termos de valor maior do que  $K_i p/n$ , o valor médio do estoque de capital empregado no setor.

<sup>17</sup>Esse resultado, vale notar, é similar à visão clássica-sraffiana do processo competitivo segundo a qual na presença de livre mobilidade de capital a quantidade de concorrentes em um ramo de produção não afeta a taxa de lucro setorial. No que diz respeito aos bancos, a hipótese fundamental para o nivelamento entre as taxas de lucro é a de que os *mark-ups* sejam formados a partir dos riscos do emprestador e não sejam influenciados pela quantidade de competidores no mercado bancário.

líquido do empresário. Não há nenhum motivo específico para que o lucro do empresário e o risco do prestador sejam iguais. Novamente, ao considerarmos que a taxa de lucro do capital produtivo não sinaliza em nada a formação da taxa de juros bancária, mesmo na presença de livre entrada no setor bancário, é possível que a depender do lucro do empresário ou do risco do prestador, essas taxas não guardem entre si qualquer relação.

Semelhante crítica pode ser encontrada em Toporowski (2020), para quem a taxa de juros bancária e a taxa de lucro só tenderiam a se equalizar em um sistema monetário do tipo de 'moeda-mercadoria' e que, sendo a moeda endógena, esse vínculo não pode ser estabelecido.<sup>18</sup> Em Smithin (2003, p. 121), por sua vez, é possível achar a seguinte justificativa para que as margens de lucro das empresas e os prêmios de risco do setor bancário não venham a se igualar pela competição:

*"The usual argument in favour of the equalization of some notion of a profit rate with an interest rate on money is the idea of 'capital arbitrage'. In other words, capital funds might be supposed to be allocated to growth in real assets, or growth in financial assets. depending on the highest rate of return. However, in a world in which there is a clear distinction to be made between monetary/financial activity and the deployment of physical assets, any such forces must presumably be weak as between financial investments of various kinds and the activity of actually organizing production".*

Essa proposta, portanto, permite introduzir explicitamente o setor bancário na versão da teoria monetária da distribuição de Pivetti, ao mesmo tempo que apresenta uma relação alternativa para a taxa de juros bancária e a taxa de lucro geral do capital presente na linha de pesquisa de Panico-Shaikh. Tanto a taxa de juros de empréstimos bancários quanto a taxa de lucro geral são formadas a partir da taxa de juros básicas, porém não há uma relação necessária entre elas. A taxa de lucro dos bancos, por sua vez, é uma variável residual, cujo valor só poderá ser estabelecido uma vez conhecido o volume total de crédito gerado pelo setor,

---

<sup>18</sup>Toporowski (2020, p. 4) diz *"The profits of the banks are the margin between deposit and lending rates of interest multiplied by the value of the balance sheet of every bank, after deducting the operating costs of each bank. Bank profits are therefore unrelated to the level of the rate of interest itself"*.

a estrutura da taxa de *mark-up* e seus custos de produção. Para demonstrar a generalidade da teoria de Pivetti, na próxima seção deste capítulo, mostraremos que nem a taxa de juros de empréstimos, nem a taxa de lucro dos bancos, entram na formação dos preços relativos, e por isso podemos estudá-las independentemente de como a produção é financiada.

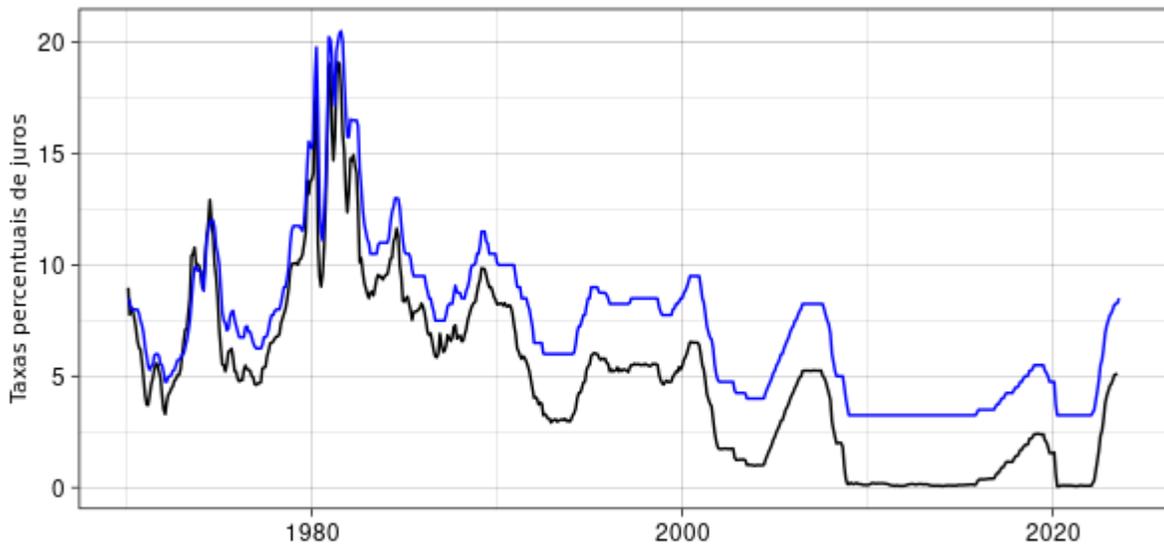
### **2.2.3 Fatos estilizados da taxa de lucro dos bancos e do processo de gravitação nos EUA**

Podemos observar algum amparo nos dados a essa proposta para a formação do *mark-up* bancário em Shaikh (2016, p. 463). Como há um movimento praticamente idêntico entre a taxa de juros de empréstimo da *Prime Rate* nos EUA e a taxa de juros básica *Federal Fund*, é possível concluir a taxa de *mark-up* apresenta grande estabilidade para qualquer nível taxa de juros básica. Essa duradoura estabilidade é um forte indicativo de que a taxa de empréstimo bancária não é regulada pela taxa de lucro em geral, e parece responder mais diretamente à taxa básica. Rouseas (1985, p. 138) também apresenta evidência similar para a estabilidade da taxa de *mark-up* bancária, em uma série que se prolonga do fim da Segunda Guerra até meados dos anos 1980.

Embora essa proposta de que não há uma tendência ao nivelamento entre as taxas de lucro bancária e as demais taxas de lucro a uma primeira vista pareça ser radical e contrária às formalizações de diferentes autores trabalhando dentro do paradigma clássico da competição, vale notar que é possível identificar alguma evidência no sentido de que essas taxas não tendem a se equalizar. Há ainda muito poucos trabalhos empíricos nesse campo, mas algumas referências podem ser interpretadas nesse sentido. Um dos autores com maior preocupação em construir e apresentar evidências empíricas nessa área é ainda Shaikh (2016, p. 462), cujos dados em oposição ao seu modelo teórico não parecem corroborar a hipótese de uma taxa de lucro uniforme entre o setor bancário e as demais indústrias.

Como visto no gráfico abaixo 2.2, os movimentos erráticos entre a taxa de lucro bancária e industrial não parecem apontar para o mecanismo clássico de gravitação e convergência en-

Figura 2.1: Evolução da Federal Fund Rate e da Prime Rate nos EUA.



Evolução da Federal Fund Rate (em preto) e da Prime Rate (em azul) nos EUA.  
Elaboração própria com dados fornecidos por Federal Reserve Bank of St. Louis.

tre essas taxas de retorno.<sup>19</sup> Outro trabalho que parece assinalar o descolamento permanente entre essas taxas de lucro é Bakir e Campbell (2013, p. 299), cujo resultado é apresentado no gráfico 2.3. Nesse caso, a maior volatilidade da taxa de lucro bancária é um indicativo também de que este setor não se comporta como uma indústria capitalista normal e não tende a ter sua taxa de retorno equalizada com a taxa de lucro geral. Resultado similar é apresentado em Duménil e Lévy (2004, pp. 96-99), cuja taxa de lucro do setor financeiro restrito (o que exclui o setor imobiliário, os fundos de pensões e o setor governamental financeiro) apresenta uma tendência de estar permanentemente abaixo da taxa de lucro do setor corporativo não-financeiro e, ao final dos anos 1980, torna-se permanente superior a esta última.<sup>20</sup>

Essa maior volatilidade da taxa de lucro dos bancos é algo previsto da última subseção,

<sup>19</sup>O mesmo não é encontrado nas evidências providas para a gravitação e nivelamento das taxas de lucro incrementais na indústria não-financeira, cuja evidência apresentada em Shaikh (2016, pp. 66-7) indica a confirmação no processo competitivo clássico.

<sup>20</sup>Duménil e Lévy (2004, pp. 98) não necessariamente corroborariam com essa nossa interpretação de sua série, pois qualificam que entre a taxa de lucro do setor financeiro restrito e a taxa de lucro industrial "*comparatively large and lasting fluctuations are observed, that is, the time frame appears longer than for other industries*".

Figura 2.2: Taxas de lucro bancárias e do capital em geral, retirado de Shaikh (2016, p. 462)

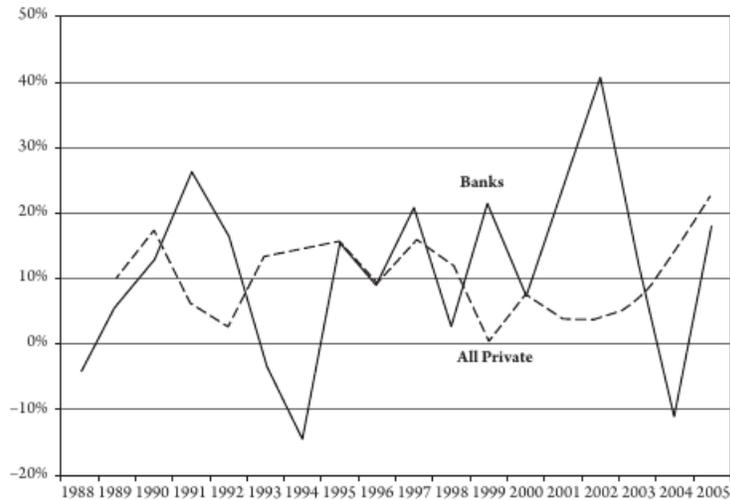


Figure 10.1 Incremental Rates of Profit, Banks versus All Private Industries, 1988–2005

Figura 2.3: Taxas de lucro financeira e não financeira para os EUA, retirado de Bakir e Campbell (2013, p. 299)

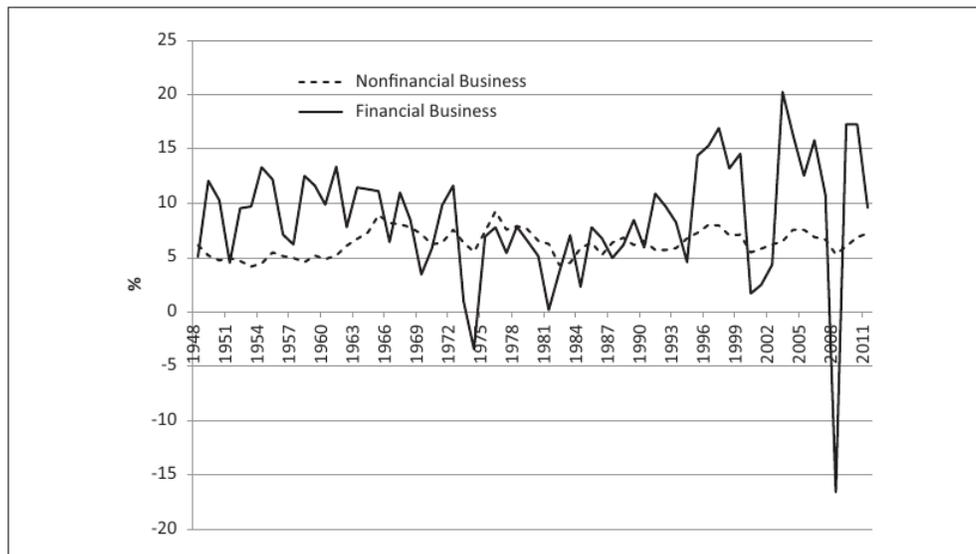


Figure 2. Financial Business and Nonfinancial Business Augmented Rates of Profit

pois de acordo com a equação 2.5, dada a estabilidade das taxas de *mark-up*, o principal fator por trás dos lucros dos bancos é a evolução da demanda por crédito bancário. A flutuação da criação de crédito é maior do que as variáveis responsáveis pela evolução da taxa de lucro (variáveis distributivas e técnica dominante), o que parece ser corroborado pelas evidências recolhidas nesta seção.

## 2.3 A estrutura financeira da produção e a repartição do excedente

No trabalho recente de Dvoskin e Feldman (2020) a respeito da introdução de variáveis monetárias e financeiras no sistema de preços de produção Sraffiano, é possível encontrar uma interpretação distinta da que apresentamos no capítulo anterior, segundo a qual existem duas teorias monetárias da distribuição alternativas e parcialmente incompatíveis entre si. Segundo esses autores, as abordagens de Panico e Pivetti são compreendidas como partes incompletas de uma possível teoria geral, cuja elaboração de uma síntese deve considerar o papel da taxa de juros tanto quanto custo financeiro real que define a técnica dominante, quanto o custo de oportunidade puro do capital. Nesta seção, apresentaremos uma breve revisão crítica destas tentativas e tentaremos responder à crítica de Dvoskin-Feldman de que a versão de Pivetti apenas é coerente quando todo capital é de origem própria. Mostraremos que de fato a estrutura de do capital é algo irrelevante para que a teoria de Pivetti (c.f. 1991, p. 21) e que esta tem um maior nível de generalidade do que normalmente se supõe.

Nesta seção do capítulo iremos demonstrar as implicações para a teoria do valor de se incorporar a estrutura do financiamento da produção como uma das variáveis exógenas. Se distintos graus de endividamento forem integrados ao sistema de preços de produção, o núcleo da abordagem do excedente, como definido por Garegnani (1984), é ampliado, não bastando mais o conhecimento apenas da técnica dominante e de uma variável distributiva exógena para chegarmos aos preços relativos e a variável distributiva residual. Iremos argumentar de que a noção de que os custos financeiros sejam parte da técnica dominante viola o

processo competitivo clássico e adiciona um nível de complexidade desnecessário à análise dos preços de produção. Em seguida, iremos propor uma via alternativa para o papel das diferentes estruturas de financiamento da produção, cuja importância torna-se o de repartir o excedente entre capitais de diversas origens, e não de determinar o tamanho do excedente, nem os preços relativos.

### 2.3.1 O grau de endividamento pode ser considerado parte da técnica dominante?

O modelo geral para o sistema de preços de produção, de acordo com o qual tanto a teoria de Panico quanto a de Pivetti seriam casos particulares, é formulada pela seguinte equação por Dvoskin e Feldman (2020)<sup>21</sup>:

$$lw + Ap + Ap(i(1 - \theta) + i_b\theta + \rho) = p \quad (2.9)$$

E a taxa de lucro é dada por:

$$r = i(1 - \theta) + i_b\theta + \rho \quad (2.10)$$

Segundo as equações 2.9 e 2.10, a taxa de lucro é formada pelo custo puro de oportunidade do capital  $i$  (a taxa básica de juros dos títulos soberanos), a taxa de juros dos empréstimos bancários  $i_b$  e o lucro líquido dos empresários  $\rho$ . A variável nova e chave dessa

---

<sup>21</sup>Para uma equação similar, ver Franke (1988) e Park (2002). Ambos os autores, por vias distintas, utilizam essa equação junto a um fechamento que faz uso da teoria do crescimento de Cambridge, e portanto, da determinação das quantidades por meio de alguma variação do princípio da demanda efetiva. Por violarem a separabilidade proposta por Garegnani (2017 [1990]) entre as teorias do valor e da distribuição e as teorias do nível de produto, essas variações da teoria monetária da distribuição estão fora do escopo crítico desse capítulo. Uma possível rota de crítica seria de que notar que, para esses autores, não há uma teoria *apenas* monetária da distribuição.

formulação é dada por  $\theta$  e pode ser compreendida como a razão entre capital de terceiros empregado e capital total necessário para financiar a produção, ou seja:

$$\theta = \frac{k^B}{Ap} \quad (2.11)$$

No qual,  $k^B$  é a parcela do capital do capital financiado junto aos bancos à taxa  $i_b$  e  $Ap$  é o capital total. Considerando que cada indústria possui uma estrutura de capital própria, resultante da média de alavancagem das empresas que operam no setor, é possível achar um grau de endividamento médio setorial para a indústria  $i$  segundo:

$$\theta_i = \frac{k_i^B}{\left(\sum_{j=1}^n a_{ij}p_j\right)} \quad (2.12)$$

Para ficar mais claro o significado do grau de endividamento setorial médio, podemos ainda desagregar os insumos que são financiados por meio de capital de terceiros. A equação 2.12 pode ser reescrita de seguinte forma:

$$\theta_i = \frac{(p_1a_{i1} + p_2a_{i2} + \dots + p_ya_{iy})}{\left(\sum_{j=1}^n a_{ij}p_j\right)} \quad (2.13)$$

Para fins de ilustração, em 2.13, considerando a indústria  $i$  os insumos de 1 a  $y$  são financiados mediante o crédito bancário e os demais insumos  $y + 1$  até  $n$  são adquiridos por meio de capital próprio. É claro que a escolha de quais insumos são financiados por capital próprio ou crédito bancário é arbitrária. Aqui nos importa somente que a participação percentual média do setor seja algo dado.<sup>22</sup> A formação do preço de produção do setor  $i$  será dada por:

---

<sup>22</sup>Por exemplo, parte do crédito agrícola pode ser destinada para financiar estoques da produção que de

$$(p_1 a_{i1} + \dots + p_y a_{iy})(1 + i_b + \rho) + (p_{y+1} a_{iy+1} + \dots + p_n a_{in})(1 + r) + l_i w = p_i \quad (2.14)$$

Segundo 2.14, o preço de produção é acrescido da taxa de juros de empréstimos e, nessa nossa versão, consideramos que os capitalistas produtivos obtém uma remuneração mínima sobre o capital de terceiros, expressa por  $\rho$ , o lucro líquido dos empresários.<sup>23</sup> É visível também por 2.14 que quanto maior for a proporção do capital de terceiros sobre o capital total e maior a diferença entre a taxa de juros de empréstimos bancários e a taxa de lucro normal, maior será a distância entre o preço de produção que vigoraria caso todo o capital do setor fosse próprio e o preço de produção vigente na presença de empresas endividadas.

Nos dois casos limites, quando todo capital é financiado por crédito bancário,<sup>24</sup> o preço de produção se torna:

$$(p_1 a_{i1} + p_2 a_{i2} + \dots + p_y a_{iy} + p_{y+1} a_{iy+1} + \dots + p_n a_{in})(1 + i_b + \rho) + l_i w = p_i \quad (2.15)$$

E quando todo capital é próprio, o preço de produção segue a formulação sraffiana usual sem considerações financeiras:

---

outra forma as empresas do setor não teriam condição de armazenar em tempo hábil para levá-las ao mercado. Nesse caso, a cesta de insumos comprados por capital de terceiros está dada. Para outros casos, é possível que o setor bancário defina o máximo de endividamento para empresas em um mesmo setor, e caberá a cada empresa decidir quais dos insumos serão adquiridos com crédito e quais com o capital próprio.

<sup>23</sup>Note que, se os capitalistas não obtivessem  $\rho$  sobre o capital de terceiros, o preço de produção com o grau de endividamento poderia ser menor do que o preço de produção normal, caso a taxa de juros de empréstimo fosse menor do que a taxa de lucro normal. Se essa situação prevalecesse, a competição levaria a uma convergência da taxa de lucro à taxa de juros dos empréstimos, o que implicaria a inexistência de capitalistas produtivos. Somado a isso, não é empiricamente observado uma taxa de empréstimo bancária sustentavelmente acima da taxa de lucro.

<sup>24</sup>Esse tipo de estrutura de capital, na qual o capital industrial é fundido com o bancário, poderia ser denominado de regime à la Hilferding

$$(p_1 a_{i1} + p_2 a_{i2} + \dots + p_y a_{yj} + p_{y+1} a_{iy+1} + \dots + p_n a_{in})(1 + r) + l_i w = p_i \quad (2.16)$$

Segundo Dvoskin e Feldman (2020), esse sistema de equação é capaz de abarcar distintos fechamentos teóricos para as variáveis taxa de juros básica, taxa de juros de empréstimo e taxa de lucro. No entanto, é possível notar que nesse sistema já estão presentes certos pressupostos não enunciados.

Por exemplo, quanto maior a alavancagem da indústria, calculada por meio do nível de endividamento médio da empresas que competem no setor, maior será  $\theta_i$  e, de acordo com a equação 2.10, maior será a parcela do excedente apropriada pelo setor bancário. No limite, se todo o capital é próprio e ou se a taxa de juros dos empréstimos dos bancos comerciais for idêntica à taxa de lucro, a teoria de Pivetti seria válida (isto é, caso  $\theta = 0$  e se  $i_b = r$ ).<sup>25</sup> Segundo os autores, na presença de algum grau de alavancagem ou de que a taxa de juros de empréstimos bancários difira da taxa básica, o custo real de financiamento irá se fazer pesar tanto sobre a divisão entre lucros e juros quanto sobre o nível da taxa de lucro e dos preços relativos.

Isso pode ser percebido pelo fato de que na equação 2.10, à medida que a taxa de juros de empréstimo sobe, maior terá que ser o preço de produção na indústria, e para um grau de endividamento geral, maior também será o nível de preços e a taxa de lucro, de forma a garantir que tanto a remuneração do capital bancário quanto do capital próprio sejam atendidas.<sup>26</sup> O canal do custo financeiro afeta diretamente a taxa de lucro por meio de  $i_b$  (pois torna-se necessário que essa venha a crescer para financiar o financiamento dos empréstimos) e  $i$  impacta  $r$  pelo custo de oportunidade.

Temos que, nesta proposta de síntese, a estrutura de financiamento e a relação entre as taxa de juros afetam os preços relativos e a taxa de lucro, em direta oposição à teoria de Pivetti, segundo a qual somente o custo de oportunidade determina a taxa de lucro e a

<sup>25</sup>Note que, como discutido na seção anterior, essa igualdade implica a equalização arbitrária entre o lucro líquido dos empresários e o *mark-up* dos bancos

<sup>26</sup>Reescrevendo 2.10, temos:  $r = i + \theta(i_b - i) + \rho$ , o que torna mais aparente essa relação

técnica dominante não é influenciada pelos custos financeiros do capital. Para esses autores, o fechamento de Panico apenas se distingue de Pivetti ao formalizar uma taxa de juros que, como vimos, é elaborada como um preço de produção da indústria bancária, a qual recebe a taxa de lucro idêntica ao do resto do sistema de produção via o processo competitivo clássico de livre mobilidade de capital. Embora Dvoskin e Feldman (2020) abandonem a noção de moeda-mercadoria, os autores encontram a taxa de juros a partir da taxa de lucro uniforme aplicada ao setor bancário, assim como nos trabalhos de Panico (1988) e Shaikh (2016) (ver crítica da seção anterior 2.2.2).

Essa proposta, no entanto, nos parece bastante insatisfatória, pois incorre em um problema principal já apontado no capítulo anterior: não há uma discussão de como e por que a técnica dominante é definida de acordo com as condições de financiamento (de qual forma a concorrência não expulsa as empresas cuja alavancagem é diferente de zero). As mesmas dificuldades da formulação de Panico são herdadas por esse nova proposta de síntese. As empresas endividadas conseguem repassar aos seus preços de produção seus custos de financiamento, se for observado um aumento da taxa de juros de empréstimo e/ou da participação do capital bancário, sem que sejam penalizadas pela demais empresas concorrentes que não utilizam de capital de terceiros e que, portanto, não são obrigadas a cobrar um preço de oferta mais elevado. Sem explicações adicionais, é de se esperar que haja uma convergência para um grau de alavancagem idêntico a zero, dando-se o prazo suficiente para que todas as empresas que somam à técnica dominante o custo financeiro sejam expulsas do mercado.<sup>27</sup>

A introdução do nível de endividamento como um componente da técnica dominante implicaria, por sua vez, uma justificativa para que todos serviços financeiros sejam compreendidos como uma forma de mercadorias básicas, pois agora estes passam a influenciar os preços relativos e o salário real (ou a taxa de lucro, para os clássicos). Para outros autores, como Barba e Vivo (2009), pelo contrário, o crescimento vertiginoso do valor adicionado do setor financeiro no nível total de atividade nas última décadas nos EUA pode ser compre-

---

<sup>27</sup>No próximo capítulo serão discutidas as circunstâncias nas quais podemos incluir os custos financeiros. Esse caminho não nos levará a uma teoria monetária da distribuição, mas a uma teoria das rendas financeiras.

endido como um deslocamento em direção a atividades improdutivas do ponto de vista da necessidade de reprodução material dos trabalhadores ou por contribuírem apenas com a circulação e realização das mercadorias.<sup>28</sup> No sistema de preços de produção, isso pode ser observado pelo fato de que um maior nível de endividamento equivale à adoção de uma técnica de produção inferior. Em resumo, não há uma discussão, ou distinção, entre parcela do capital financiada por crédito (expressa nas equações acima) e serviços financeiros considerados básicos. De qualquer forma, não é a a partir desses últimos que podemos construir uma teoria monetária da distribuição.

O que torna ainda mais complicada essa proposta é o fato de que, como a taxa de lucro geral cresce à medida que a estrutura de financiamento utiliza mais de crédito bancário, o aumento do nível de endividamento médio deverá levar a uma redução do salário real, mesmo que as taxas de juros permaneçam constantes. A razão por trás desse curioso efeito reside na necessidade de que uma maior taxa de lucro seja obtida para financiar custos crescentes financeiros, independentemente das mudanças na taxa de juros. No que se segue, vamos considerar uma via alternativa para a estrutura de capital sem que esta venha a definir a taxa de lucro e os preços relativos.

### **2.3.2 A repartição do excedente entre capital bancário e industrial sem que os preços relativos sejam influenciados**

Se considerarmos que as empresas endividadas não são capazes por meio da competição de redefinir a técnica dominante, elas não poderão repassar para o preço de oferta seus custos financeiros adicionados aos custos de produção, estes definidos pelos coeficientes técnicos adotados por todas as demais empresas que operam na indústria e que obtém a taxa de lucro normal. Como decorrência dessa impossibilidade, o custo financeiro das empresas endividadas deverá reduzir a taxa de lucro obtida pelos capitalistas produtivos no capital

---

<sup>28</sup>No entanto, não são todos os serviços de intermediação financeira que devem ser contabilizados como 'improdutivos'. Caso seja imprescindível financiar parte dos estoques acumulados por crédito, esse serviço entraria como um bem básico e seria justificada sua incorporação na técnica dominante. Embora Barba e Vivo (2009) discutam vários aspectos da natureza improdutiva do setor financeiro, até onde sabemos não existe uma definição precisa para tal.

emprestado, financiado via empréstimos bancários.<sup>29</sup> Definamos, portanto, a taxa de lucro líquida  $r_l$  como a parcela da taxa de lucro total que as empresas obtêm sobre o capital financiado por crédito bancário após o pagamento da taxa de juros de empréstimo  $i_b$ . Como tanto a taxa de lucro normal como a taxa de empréstimos baseiam-se da taxa de juros básica  $i$  estabelecida pelo Banco Central, a taxa de lucro líquida realizada pelas empresas sobre o capital emprestado será positivo desde que o lucro líquido do empresário seja maior o risco do emprestador cobrado peloa bancos comerciais. Temos, portanto que:

$$r_l = r - i_b = \rho - \mu_b \quad (2.17)$$

Ao contrário da formulação de Dvoskin e Feldman (2020), nem a taxa de lucro, nem os preços relativos aqui são dependentes da estrutura de capital e da taxa de juros de empréstimos, pois somente a divisão do excedente entre lucro bancário e taxa de lucro líquido é influenciada pela forma de financiamento da produção. Se for observado um aumento da taxa de juros de empréstimo devido a um maior *mark-up* bancário, esperar-se-ia uma redução da taxa de lucro líquida, e não da taxa de lucro normal. O aumento do custo financeiro se dá às custas da taxa de lucro líquida sobre o capital de terceiros das empresas endividadas. Vale notar que, como não explicitamos que a taxa de juros de empréstimo deva necessariamente ser menor do que a taxa de lucro, é possível ainda que a taxa de lucro líquida possa vir a ser negativa, embora tais situações deverão ser consideradas atípicas e não sustentáveis no longo prazo.<sup>30</sup> Novamente, é deixado em aberto as diversas possibilidades de combinação entre estrutura de capital, formas de financiamento e custos financeiros, as quais só poderão ser estudadas nos seus respectivos casos particulares.

Podemos agora lidar com uma contradição na análise de Marx (1977 [1894], cap. 23, p.

<sup>29</sup>Essa parece ser a sugestão de Pivetti (1991, pp. 21-2) de que, conhecido o custo de oportunidade do capital, "*then a firm which employed borrowed capital obtained at a higher rate would earn a lower than normal profit of enterprise*"

<sup>30</sup>Por exemplo, se parte do capital fixo do setor é financiado com empréstimos de longo prazo, o período de amortização será longo e eventualmente as empresas que incorrem nesse tipo de investimento deverão financiar parte desta parcela do capital com os lucros oriundos do capital próprio empregado (que é remunerado à taxa de lucro normal).

377) apontada por Pivetti (1987, p. 66).<sup>31</sup> Em Smith e Ricardo, a taxa de lucro é encontrada para uma técnica em uso e um salário real exógeno. A taxa de juros, por sua vez, guarda uma proporção estável em relação a taxa de lucro, movendo-se em função desta última. A diferença entre essas duas taxas é coberta pelo lucro líquido dos empresários, assumido como uma variável exógena e explicada pela iliquidez dos distintos empregos produtivos do capital e/ou pelos riscos associados aos mesmos.

Para Marx, no entanto, embora a taxa de lucro também seja uma variável endógena, a determinação independente da taxa de juros monetária obriga a necessária conclusão de que o lucro líquido dos empresários também é endógeno. Um aumento da taxa de juros não afeta a taxa de lucro, apenas comprime o excesso dos lucros sobre os juros (ver Hein, 2006, pp. 122-5). Para Pivetti (1987), o sistema de Marx torna-se sobredeterminado, uma vez que não há razões para que o lucro líquido dos empresários guarde qualquer conexão com a taxa de juros e seus movimentos. Como vimos no capítulo anterior, é a estabilidade do excesso dos lucros sobre os juros um dos pressupostos da teoria monetária da distribuição.

Como essa sobredeterminação pode ser examinada na reelaboração da teoria monetária da distribuição desenvolvida nessa seção? Uma vez que abandonemos a determinação residual da taxa de lucro,<sup>32</sup> a exogeneidade da taxa de juros básica, do lucro líquido dos empresários e do *mark-up* bancário servem ao propósito de definir a divisão do excedente apropriado pelo capital industrial e o financeiro para uma dada estrutura de financiamento da produção. A variável residual passa a ser a taxa de lucro líquida, encontrada pela diferença entre o lucro líquido dos empresários e o *mark-up* bancário. A repartição do excedente entre capital industrial e bancário é conflitiva, porém apenas sobre a parcela do capital emprestado.<sup>33</sup> A

---

<sup>31</sup>Note que, assim como em Marx (1977 [1894]), na nossa proposta teórica os preços de produção independem da estrutura de financiamento e da divisão do excedente entre lucros bancários e industriais. Isso só é possível pois Marx assume que há uma única taxa de juros - a de empréstimos bancários - e, para um dado um salário real, a repartição entre capital bancário e industrial é estabelecido (c.f. Panico, 1980; ver também Zolea, 2022, pp. 123-5). A remuneração do capitalista industrial sobre o capital de terceiros é o próprio lucro do empresário, visto pelos capitalistas como uma "trabalho de supervisão". Distinguir entre a taxa de juros básica e a de empréstimos nos leva a formular a noção de taxa de lucro líquido sobre capital de terceiros

<sup>32</sup>No capítulo 25 do volume III (e ao longo de todo o livro) Marx adota o procedimento clássico de que a taxa de lucro é a variável residual e a sua repartição com o capital bancário depende da taxa de juros (c. f. Pivetti 1991, pp. 66-9), o que evidentemente abandonamos aqui.

<sup>33</sup>Em termos da equação 2.17, como o lucro líquido dos empresários está dado, é sempre sobre a taxa de lucro

taxa de lucro normal, contudo, independe da forma como se dá essa repartição.

Considerando que a taxa de lucro normal é a mesma a despeito da parcela do capital sobre a qual se aplica, temos:

$$lw + \mathbf{Ap} + \mathbf{Ap}(r(1 - \theta) + r\theta) = lw + \mathbf{Ap}(1 + r) = \mathbf{p} \quad (2.18)$$

Como a estrutura de capital não influencia os preços relativos, a equação 2.10 torna-se supérflua. E qual é o papel do grau de endividamento médio de cada indústria, expressa pela variável  $\theta$ ? Como cada empresa só obtém a taxa de lucro normal sobre seu próprio capital e a taxa de lucro líquida sobre o capital financiado por crédito bancário, a taxa de lucro efetiva, expressa aqui por  $r_e$ , obtida pelo capital industrial, pode ser definida pela ponderação para um dado nível de endividamento entre a taxa de lucro geral e a taxa de lucro líquida:

$$r_e = r(1 - \theta) + r_l\theta \quad (2.19)$$

Quanto maior for o nível de endividamento médio da indústria, menor será a parcela apropriada pelo capital industrial. Decorre de 2.19 que, para uma empresa individual, a apropriação do excedente gerado no setor será tão maior quanto menor for seu nível de endividamento. Como não estamos postulando nenhuma regra geral sobre a composição inter e intra setorial das estruturas de capital das empresas que competem em um mesmo setor, é possível que coexistam diferentes proporções de apropriação do excedente para todas as empresas que utilizam da técnica dominante. No limite, uma empresa que se financie somente mediante o crédito bancário irá obter somente a taxa de lucro líquida e todo o restante do excedente se converterá em lucro do bancos.

Por sua vez, o lucro dos bancos por unidade de produto é dada por:

---

líquida que irá recair o maior custos dos empréstimos na presença de um aumento do *mark-up* bancário

$$P_b = i_b \theta = (\mu_b + i) \theta \quad (2.20)$$

No qual os lucros bancários são função do volume de empréstimos concedidos, que depende em nosso modelo apenas do nível médio de endividamento das empresas em cada setor. O volume total do excedente será repartido entre os lucros bancários e os lucros do capital industrial:

$$Apr = \underbrace{A p i_b \theta}_{\text{Receita dos bancos}} + \underbrace{A p \theta r_l + A p (1 - \theta) r}_{\text{Massa de lucro dos capitais industriais}} \quad (2.21)$$

É importante notar que, embora seja possível que se estabeleça um conflito entre o capital bancário e o industrial pela apropriação do excedente, não existe uma relação inversa entre a taxa de lucro normal e a taxa de juros básica, exatamente como nas propostas de Pivetti. Um aumento da taxa de juros básica deverá levar a uma maior margem de lucro real e uma maior razão entre os preços monetários e o salário nominal, em detrimento do salário real. Uma vez definido o tamanho do excedente pela taxa de juros básica, a sua repartição, que eventualmente pode se dar de forma conflituosa, é expressa pela diferença entre o lucro líquido dos empresários e o *mark-up* bancário, mas *mas apenas para as empresas que estejam endividadas junto aos bancos*. Esse conflito apenas pode ser auferido mediante o conhecimento dos determinantes da estrutura de capital em cada setor e das suas condições específicas de financiamento. Para todas as demais empresas que utilizam de capital próprio, essa disposição antagônica não se apresenta e, portanto, o resultado de que o conflito distributivo central se dá entre salário real e taxa de lucro, com esta determinada pela taxa de juros, mantém-se válido em sua plenitude.

### 2.3.3 O financiamento via ações

Podemos agora flexibilizar a hipótese de que a única forma de financiamento externo acessível para as empresas seja o crédito bancário e consideraremos o financiamento através de títulos ou ações emitidos pelas empresas diretamente e ofertados nos mercados de capitais (Pivetti, 1991, p. 23), seguindo um exemplo originalmente fornecido por Vianello (1988). Vamos considerar que parcela do capital empregado pela indústria produtora da mercadoria  $i$ , a parcela de capital de terceiros expressa por  $\theta_i$  é agora inteiramente financiada por meio da emissão de novos títulos ou ações. Em uma situação de equilíbrio original, no mercado de capitais o preço de cada ação deve deverá ser determinada da seguinte maneira:

$$i_a N p_a = r k_i^B \quad (2.22)$$

Segundo a qual  $i_a$  é a taxa de juros de cada uma das  $N$  ações emitidas pelas empresas do setor e  $p_a$  é o preço de cada ação. Todo o lucro por unidade de capital de terceiros empregada é redistribuída para os acionistas conforme o tamanho de sua participação acionária. Vamos considerar também que a taxa de juros obtida pelos acionistas baseia-se na taxa de juros básica somada um *mark-up* simples dado pelo prêmio de risco. Logo, temos:<sup>34</sup>

$$i_a = i + \mu_a \quad (2.23)$$

Vamos assumir que haja uma desigualdade entre as diferentes taxas de retorno do capital 2.22, isto é, que haja uma discrepância negativa entre a taxa de lucro obtida pelo emprego produtivo do capital e os juros pagos pelas ações das empresas que compõem um ramo da produção. Se essa diferença for suficientemente grande, de tal ordem que o lucro líquido dos

---

<sup>34</sup>Note que a taxa de juros de rendimento das ações se refere à taxa acordada no momento da subscrição de novas ações. Ela não diz respeito à taxa que deverá necessariamente ser paga pelos fluxos futuros de dividendos após essas ações se tornarem estoque de riqueza financeira.

empresários for menor do que o prêmio de risco das ações ( $\rho < \mu_a$ ), o custo de reposição do meios de produção na indústria (definidos por  $k_i^B$ ) serão maiores do que o valor financeiro do somatório das ações das empresas presentes no setor (expresso por  $Np_a$ ). Será esperado que nenhuma empresa terá razões para repor os meios de produção, pois o menor preço das ações encarece o custo de captação, jogando para cima do custo de reposição. Caso a taxa de juros das ações mantenha-se constante, somente através de um ajuste nas margens de lucro reais e da taxa de lucro é que o retorno sobre o capital produtivo empregado iguala-se ao retorno das ações.

Veamos o que deverá acontecer no caso inverso, quando a taxa de lucro for superior à taxa de juros. Neste caso, o preço das ações será superior ao custo de reposição do capital, o que favorece que haja uma nova rodada de financiamento em melhores condições para as empresas. Quanto maior for a diferença original entre a taxa de lucro e de juros das ações, maiores serão os preços destas e mais favorável são as possibilidades de obtenção financiamento por emissão de novas ações. Há um incentivo para que haja novos entrantes e/ou que as empresas já estabelecidas expandam sua capacidade, forçando pela competição e um transitório excesso de nova oferta uma queda dos preços nominais e, para um salário nominal dado, uma redução das margens reais de lucro. Essa situação só irá se estabilizar no ponto ao qual o preço das ações caírem em resposta a uma menor taxa de lucro e não houver mais incentivo para que se financie capacidade produtiva adicional por emissão de títulos.

Por sua vez, a variação da taxa de juros básica deverá continuar a governar a taxa de lucro. Se o Banco Central aumenta a taxa de juros básica, para um mesmo prêmio de risco das ações, o preço das ações deverão cair, tornando-as inferiores ao custo de reposição. Logo, as empresas não irão retornar a empregar o capital produtivamente em razão da dificuldade de obtenção do financiamento. Uma redução da taxa de juros básica, por seu turno, aumenta o preço das ações e melhora as condições de captação de financiamento por emissão de ações, forçando pelo exarcebamento da competição exposta no parágrafo anterior, a uma redução do nível de preços e da taxa de lucro. Como expressa Pivetti (1991, p 24):

*"a rise in prices for long-term government bonds - a fall in the 'pure' long-term rate of interest resulting from the pursuing of a cheap money policy - will be followed by a rise in prices of securities in general. But a higher quotation for existing equities implies that companies can raise capital by issuing shares on more favourable terms, in the words of Keynes, a high quotation for existing equities has 'the same effect as if (companies) could borrow at a low interest rate'"*

Para todos esses casos de ajuste da taxa de lucro à taxa de juros das ações, não há mudança seja na estrutura de custos das empresas, seja na taxa de retorno aplicada sobre o valor dos meios de produção empregados na indústria. A taxa de juros não opera como um custo financeiro real, em igualdade com os meios de produção físicos, nem afeta os preços de produção das mercadorias, apenas o preço das ações.

### 2.3.4 Uma fórmula geral para a partilha do excedente entre capitais de distintas fontes

Podemos agora propor uma equação final sobre a repartição do excedente entre os diferentes capitais que formam a estrutura de financiamento das empresas: o próprio, o de ações ou títulos e o do crédito bancário. Considerando que o excedente total obtido pelo capital em geral é determinado pela taxa de lucro, e que está depende da taxa de juros básica, temos:

$$Apr = Ap(i + \rho) = Ap[(i + \rho)(1 - \theta) + r_l\theta + (i_a(1 - \alpha) + i_b\alpha)\theta] \quad (2.24)$$

Segundo 2.24, temos uma fórmula geral para a repartição do excedente entre o capital próprio, o capital bancário e a remuneração das ações. Como já visto, a parcela do excedente obtido sobre o capital próprio é expressa por  $(i + \rho)(1 - \theta)$ , e depende do nível de endividamento. Somado a isso, temos o ganho excedente sobre o financiamento via empréstimos bancários, dado pela taxa de lucro líquida  $r_l$ , que será positiva na presença de um lucro líquido dos empresários maior que o *mark-up* bancário. É a taxa de lucro líquida a variável de ajuste endógeno que garante a validade da equação 2.24. Como o lucro líquido dos em-

presários tenderá a diferir do *mark-up* bancário, para que a estrutura do capital não afete os preços de produção e a taxa lucro, é a taxa de lucro líquida que irá se adaptar ao custo financeiro. Isso torna-se evidente ao considerarmos que a equação 2.17 fecha o sistema e, para todas as possíveis combinações de financiamento e de taxa de juros bancária, o tamanho total do excedente não é alterado. Por exemplo, um aumento do *mark-up* bancário eleva o custo financeiro, mas na exata mesma medida contrai a taxa de lucro líquido e não exige nenhuma variação da taxa de lucro normal aplicada sobre todo o capital.

Por vez, o capital de terceiros se divide em crédito bancário e financiamento por emissão de ações. Essa repartição é simbolizada pela variável  $\alpha$ :

$$\alpha = \frac{i_a N p_a}{k^B} \quad (2.25)$$

Quanto maior for  $\alpha$ , maior será a parcela montante de títulos emitidos pelas empresas que atuam na indústria sobre o volume total de capital de terceiros. Essa hipótese equivale dizer que as empresas possuem diferentes necessidades de capital de terceiros em relação ao capital próprio, mas que possuem igual acesso a distintos canais de financiamento desse financiamento externo. Se esses custos não forem idênticos, as empresas tenderão a migrar para o crédito bancário ou para o mercado de capitais, a depender do acesso a cada fonte de financiamento e a seu custo associado. Ao fim, a composição do capital externo impacta a redistribuição do excedente, porém não no seu tamanho, dado que a taxa de juros continua a ser independente do custo financeiro.

Se, contudo, não forem todas as empresas que conseguem empréstimos e financiamento via ações com a mesma facilidade, haverá um limite para o uso de somente uma fonte de financiamento e será esperado alguma heterogeneidade na composição do capital de terceiros.<sup>35</sup> Nesse caso, não será possível que as empresas adotem somente a captação de menores custos. Com os diferencial de custos financeiros, a equação para a taxa de lucro líquida de-

---

<sup>35</sup>Esse será o caso, por exemplo, de empresas que não cumprem critérios mínimos para terem capital aberto e participação na bolsa de valores.

verá ser alterada e ponderada pela taxa de juros de cada método de financiamento e sua participação do capital de terceiros total. Logo, a taxa de lucro líquida se torna:

$$r_l = r - i_a\alpha - i_b(1 - \alpha) \quad (2.26)$$

Com 2.26, para um valor do endividamento e para uma composição do capital de terceiros entre ações e crédito bancário, a equação 2.17 continua válida e a taxa de lucro líquida é sempre encontrada. Para uma empresa em particular, é sempre desejável privilegiar o autofinanciamento (e, com, isso absolver todo o excedente pelo capital próprio) e, caso isso não seja possível, adotar a fonte de financiamento de menor custo, ajustando a variável  $\alpha$ , na medida que o sistema financeiro dá liberdade a essa escolha. De qualquer modo, o resultado final continua sendo válido: nem os preços de produção dependem da estrutura do capital, nem a repartição do excedente entre os diferentes capitais afeta a taxa de lucro normal. Essa conclusão assegura a generalidade da teoria monetária da distribuição de Pivetti.

## 2.4 Conclusão

O presente capítulo buscou explorar dois elementos da teoria monetária da distribuição alvos de críticas por parte de autores que trabalham dentro da abordagem do excedente e são simpáticos aos argumentos originais de Pivetti. Os pontos elaborados no capítulo podem ser encontrados nos trabalhos originais de Pivetti, porém apenas embrionariamente desenvolvidos. Essas críticas foram brevemente apresentadas ao final do primeiro capítulo na parte referente a resenha dos trabalhos originais de Pivetti.

Em primeiro lugar, argumentamos que a teoria de Pivetti está plenamente inserida dentro da visão da moeda endógena, como expresso por Pivetti (2001), e o setor bancário é compreendido como parte da economia capitalista, ao contrário do sugerido por Dvoskin e Feldman (2020, p. 5), isto é, a criação de crédito por parte dos bancos visa a obtenção de lucros. Nos trabalhos originais de Pivetti, não há uma distinção entre a taxa de juros básica

dos títulos soberanos, que serve como o custo de oportunidade de capital, e a taxa de juros bancária, que serve como custo financeiro para o setor produtivo. Mostramos que essa taxa é, de acordo com os trabalhos da teoria da moeda endógena, formada por um *mark-up* simples sobre a taxa básica. Essa explicação para a taxa do setor bancário contradiz a proposta por diversos autores que trabalham o sistema de preços de produção sraffiano (Panico, 1985; 1988; Shaikh, 2016; Dvoskin e Feldman, 2020; Zoela, 2021; 2022), segundo a qual o capital bancário é remunerado pela taxa normal de lucro e os seus juros são formados como um preço de produção. Argumentamos que o que é definido como capital bancário, em oposição ao setor não-financeiro produtor de mercadorias, não sinaliza a capacidade produtiva de criação de crédito, uma vez que os bancos são capazes de atender a qualquer aumento da demanda por crédito sem ter como contrapartida um maior emprego de meios de produção físicos e trabalho. Decorre dessa percepção que os custos dos bancos e a sua taxa de lucro não exercem o papel de atrator da taxa de juros de empréstimos e conseqüentemente a taxa de lucro bancária deve ser vista como uma variável residual. Propomos que há uma convergência entre as taxas de *mark-ups* e uma repartição tendencialmente igualitária da concessão de crédito entre bancos de porte similar.

O segundo conjunto de críticas alega que a teoria monetária da distribuição exige que todo o capital seja de origem própria e se houver heterogeneidade na estrutura de financiamento não seria mais possível ter uma determinação pura do custo de oportunidade do capital pela taxa de juros (Dvoskin e Feldman, 2020, Schefold, 1993). Tentamos mostrar que a vigência da competição clássica impele todos os capitalistas que utilizam a técnica dominante a terem um preço de produção único, independentemente da sua estrutura de capital. A impossibilidade de que o endividamento venha a ser parte da técnica dominante inviabiliza a influência da estrutura do capital sobre os preços de produção e dos custos de financiamento sobre a taxa de lucro. Propomos aqui uma via alternativa: mostramos que para diferentes estruturas do capital, para uma dada taxa de juros básica e um lucro líquido do empresário, a estrutura de capital influencia a repartição do excedente total obtido entre o capital próprio (também chamado de industrial), bancário e financeiro. Quanto menor for o endividamento, menor também será a aquisição do excedente por parte dos capitalistas industriais. No mais,

na presença de um descolamento entre a taxa de lucro, a taxa de juros bancária e taxa de juros das ações, a variável de ajuste que nos permite essa conclusão é a taxa de lucro líquida, auferida pelas empresas sobre o capital de terceiros empregado. Essa será tão maior quanto menor for o custo de financiamento e mais fácil for o acesso às melhores fontes de captação de capital. Essa alternativa para considerar o papel da estrutura de capital no sistema de preços de produção confirma a generalidade da teoria de Pivetti.

## Capítulo 3

# Rendas financeiras como espécies de rendas diferenciais e absolutas da terra

### 3.1 Introdução

Segundo a reelaboração da teoria monetária da distribuição apresentada no último capítulo, as empresas dentro de uma mesma indústria que operam com capitais de terceiros, sejam eles financiados via crédito bancário ou nos mercados de capitais, terão seus preços de produção definidos pela técnica dominante sem consideração por suas distintas estruturas de capital. A composição proprietária desse capital influenciará apenas a repartição do excedente intra-indústria entre capital bancário, financeiro ou industrial. Essa proposta teórica assume que a competição clássica obriga o nivelamento dos preços de produção e não permite às empresas endividadas repassarem para os preços finais seus custos financeiros. No que diz respeito à evolução da taxa básica de juros e da distribuição funcional da renda, essa condição é suficiente para demonstrar a generalidade da teoria monetária da distribuição na versão de Pivetti, dadas todas as possíveis combinações entre capital próprio e de terceiros tanto em uma mesma indústria quanto no sistema de produção como um todo. Essa situação deverá prevalecer para os casos nos quais a livre mobilidade de capital seja atendida

No presente capítulo, realizaremos um exercício alternativo relativo às situações nas

quais a concorrência clássica não possui operação plena e os diferentes custos financeiros podem vir a influir sobre os preços de produção. Para esse caso, a barreira à entrada que nos interessa diz respeito à existência de diferentes métodos de produção definidos de acordo com distintos graus de endividamento coexistindo em uma mesma indústria, o que equivale a postular que os produtores que empregam os métodos mais onerosos não poderão replicar os custos financeiros das empresas mais bem colocadas no acesso ao financiamento externo. Sob a condição de que as empresas atuantes e as potenciais entrantes de menores custos financeiros que poderiam aborvem todo o mercado permitam a permanência de empresas com encargos de dívida maiores, essas últimas serão as que estabelecerão o preço de produção na indústria. Apresentaremos no capítulo a condição necessária para que isso ocorra.

Diferenciais de custos financeiros, por sua vez, permitirão o surgimento de rendas financeiras apropriadas pelas empresas de menores custos financeiros que, em razão dessa vantagem competitiva, poderão usufruir de maiores rendimentos definidos pela diferença entre o preço de produção vigente no mercado e seu preço de oferta. Quanto menor for seu endividamento em relação ao máximo observado de seus competidores, maiores serão essas rendas financeiras. As demais empresas, cujos custos de financiamento junto a terceiros forem maiores, auferirão rendas menores, embora todas as empresas devam continuar a receber a taxa de lucro normal. Esse tipo de renda é análogo a renda diferencial do tipo I ou extensiva de Ricardo, e por isso optamos por esse nome. Argumentaremos que essa renda financeira guarda uma analogia com a teoria da renda da terra, posto que a restrição de acesso às melhores condições de financiamento podem ocupar o lugar da escassez de terras de melhor qualidade no modelo de renda da terra extensiva ou do tipo I.

O modelo apresentado no capítulo deve ser encarado como uma tentativa de suplementar a teoria monetária da distribuição com a possibilidade de barreiras financeiras à entrada.<sup>1</sup> No entanto, gostaríamos de alertar aos leitores da sua natureza exploratória, pois apenas apresentamos a condição necessária para seu aparecimento, e não sua condição suficiente.

---

<sup>1</sup>Pivetti (1991, p. 177) argumenta que a repartição da renda entre salários e lucros deve ser definida antes que a influência das forças da competição (ou de sua ausência) venham a alterá-la, o que deverá ser estudado em um estágio posterior da análise. A sequência de capítulos na presente tese segue essa sugestão.

Para tanto, teríamos que estudar os fatores responsáveis por determinar as diferentes estruturas de financiamento e o papel regulador da competição nesse processo, o que está fora do escopo do presente trabalho.

O capítulo está estruturado da seguinte maneira: além dessa breve introdução, faremos um percurso pela história do pensamento econômico, primeiro reconsiderando a teoria da renda extensiva de Ricardo e sua formalização moderna após o livro de Sraffa (1960). Em seguida, adaptaremos o modelo de renda extensiva para definir a existência das rendas financeiras diferenciais e exploraremos as condições necessárias e suficientes segundo as quais o mecanismo competitivo clássico não previne surgimento dessas rendas. Na segunda parte do capítulo, apresentaremos a apreciação recente da consistência lógica e pertinência empírica da teoria da renda absoluta da terra de Marx. O nosso objetivo será o de avaliar a relevância da noção de renda absoluta independentemente das justificativas originais dadas por Marx. Por fim, apresentaremos um modelo de preços de produção no qual a renda da terra absoluta será determinada conjuntamente com a taxa de juros e os preços dos ativos financeiros em concordância com o processo clássico de nivelamento das taxas de retornos. Acreditamos que uma teoria da renda financeira se faz necessária para explicar o papel exercido pelo aumento do setor financeiro na economia norte-americanas sobre o padrão distributivo das últimas décadas.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>Em uma famosa passagem, Ricardo assinala o papel regressivo da renda da terra por meio de uma comparação com a renda que surgiria caso fosse posto em uso um maquinário tecnologicamente defasado ao lado de máquinas de maior eficiência: "*If the surplus produce which land affords in the form of rent be an advantage, it is desirable that, every year, the machinery newly constructed should be less efficient than the old, as that would undoubtedly give a greater exchangeable value to the goods manufactured, not only by that machinery but by all the other machinery in the kingdom; and a rent would be paid to all those who possessed the most productive machinery*" (Ricardo, 1951 [1821] pp. 75-6). Da perspectiva distributiva, o mesmo pode ser dito do conceito de renda financeira desenvolvido no capítulo.

## 3.2 As rendas financeiras diferenciais

### 3.2.1 A origem da renda da terra ricardiana e seus desdobramentos modernos

Dado que a teoria da renda da terra em Ricardo já fora sido exaustivamente debatida,<sup>3</sup> nosso objetivo nesta seção será o de apenas identificar seus elementos centrais. Renda da terra é definida por Ricardo (1951 [1821], cap. 2) como a parcela do valor do produto apropriada pelo proprietário de terra uma vez deduzidas todas as despesas referentes ao cultivo, incluso o montante de lucro obtido pela aplicação da taxa normal de lucro sobre o volume de capital empregado na agricultura. A renda da terra na formulação original de Ricardo exige que haja uma separação estrita entre as diferentes fontes de remuneração em uma economia capitalista, identificáveis de acordo com o papel exercido por cada classe social no processo de produção. Há dois tipos de renda da terra assinalados por Ricardo: a renda da terra extensiva e intensiva. Tal nomenclatura fora alterada pelos autores modernos na abordagem do excedente para renda diferenciais do tipo I e II, respectivamente.

Ricardo dedicou com mais afinco sua atenção à renda da taxa extensiva. Essa renda irá aparecer sempre que houver duas terras de diferentes fertilidade sendo utilizadas coexistivamente para a produção de uma mesma mercadoria homogênea (Sraffa, 1960, p. 74). Consideramos que em uma determinado país ou região exista um conjunto de terras hierarquizáveis segundo seus diferentes níveis de fertilidade. As terras mais férteis apresentam uma maior razão entre o valor do volume total de produção física e o capital adiantado, composto pelos meios de produção empregados e a despesa total de salários junto aos trabalhadores. O surgimento da renda da terra advém da incapacidade de um método de produção sozinho atender a toda a demanda pelo produto agrícola. Os proprietários de terra encontram-se em posição de requerer uma parcela do valor do produto junto aos capitalistas arrendatários tanto quanto maior for a procura por terras de maior fertilidade ou de melhores localização (implicando um menor custo de produção). Estas terras, embora sejam um recurso pro-

---

<sup>3</sup>Para uma resenha mais completa das teorias clássicas da renda da terra, ver Fioritti (2016, cap. 2)

duto renovável, não são reprodutíveis e, portanto, podem vir a se tornarem escassas no curso do crescimento da demanda. É, no entanto, o monopólio exercido sobre a terra pela classe proprietária fundiária que lhe dá o poder de barganhar pelo direito de se apropriar de parcela do valor do produto por meio da renda da terra.

O objetivo de Ricardo ao elaborar sua teoria da renda da terra extensiva, primeiro no seu famoso Ensaio de 1815 (Ricardo, 1951 [1815]) e em seguida nos Princípios de 1821, é duplo. Da perspectiva prática e da política econômica, a abolição da restrição ao comércio internacional de grãos na Inglaterra após as Guerras Napoleônicas era um meio de impedir a elevação da renda da terra e de seu efeito depressivo sobre a taxa de lucro<sup>4</sup> (com sua consequência também negativa sobre a acumulação de capital). No plano teórico, em oposição a Adam Smith, para quem os preços naturais são formados a partir da soma independente de salários, lucros e renda, Ricardo almejava demonstrar a ausência de influência da renda da terra sobre os preços naturais, definidos somente pela quantidade de trabalho incorporado direta e indiretamente. A solidez do argumento político pressupunha uma identificação precisa da determinação da renda da terra e sua evolução ao longo do tempo.

Ricardo desenvolveu sua teoria da renda da terra em dois estágios. No ensaio de 1815, Ricardo adota um modelo de dois setores, trigo e aço, sendo o primeiro a única mercadoria básica do sistema e definindo sozinho a taxa de lucro diretamente pela fertilidade da terra em uso - a diferença entre o volume físico da produção e o consumo necessário, ambos mensurados em toneladas de trigo. O nível de demanda efetiva pela mercadoria agrícola em questão levará a escolha da primeira terra a ser cultivada como a de maior fertilidade, pois esta pode ser concebida como a técnica de produção minimizadora de custos para um dado salário de real. Se esse nível de demanda efetiva é inteiramente atendido pela produção nessa terra, não há competição entre os capitalistas agrícolas por essas mesmas terras e os proprietários não obterão o poder de barganha para exigir uma renda. No entanto, à medida que haja um crescimento da demanda efetiva pelos artigos agrícolas e o volume da produção física da

---

<sup>4</sup>Gehrke (2013) nota que a proporção da renda da terra em relação ao volume total do produto social e do capital adiantado pode vir a cair mesmo com a incorporação de terras menos férteis. Essa possibilidade resulta do fato que não necessariamente as terras de menor fertilidade são responsáveis pela maior quantidade da oferta agrícola.

terra original deixar de ser o suficiente para atendê-la, terras de menor fertilidade passarão a ser cultivadas e haverá uma concorrência pelas terras mais produtivas. Em simultâneo, o preço relativo do trigo em relação ao do aço crescerá.

A incorporação dessa nova terra é análoga a uma regressão técnica ao reduzir a taxa de lucro normal na terra de pior qualidade para um dado salário exógeno. Para que a demanda efetiva seja atendida pela oferta setorial, a terra de maior fertilidade continua em operação simultaneamente à nova terra menos produtiva, porém agora sendo cobrado uma renda da terra positiva sobre o valor do produto, definido pelos custos de produção na segunda terra. A concorrência pelas terras de maior fertilidade dá à classe proprietária margem para cobrar a renda da terra que deverá ser aceita pelos capitalistas dispostos a arrendar a terra mais produtiva. Para um dado salário real, quanto mais terras passam a ser cultivadas, sempre em ordem de decrescente fertilidade, menor é a taxa de lucro e maior é a apropriação por parte dos proprietários de terra dos diferenciais entre o custo de produção nas terras mais férteis e o preço de produção do trigo na última e menos rentável terra em utilização.

Em resposta a crítica de Malthus ao Ensaio, segundo a qual mesmo a agricultura não é o único setor básico pois utiliza de insumos produzidos pela indústria, Ricardo nos seus Princípios abandonou o modelo de um único bem básico dos Ensaio e assumiu a versão do trabalho incorporado para a determinação dos preços relativos. Seguindo a teoria do valor trabalho, quanto maior a fertilidade do terra, maior será a distância entre a quantidade de trabalho total do excedente em termos de valores-trabalho e a quantidade de trabalho incorporado nas mercadorias que compõem a cesta de consumo dos trabalhadores e nos meios de produção empregados, ambos para Ricardo vistos como capital adiantado. Essa distância, da qual depende o excedente agrícola em valores-trabalho, é devida tão somente às características naturais e indestrutíveis do solo. Essas terras definem a técnica dominante e o valor-trabalho da mercadoria agrícola em questão.

De forma similar ao modelo de 1815, como o salário real dos trabalhadores está fixo (sua cesta de consumo é definida por um conjunto dado de mercadorias, principalmente agrícolas), sempre que os valores-trabalho na agricultura aumentarem, a taxa normal de lucro

cairá. O encarecimento da cesta de consumo do salário de subsistência recai sobre a parcela do excedente apropriada pelos capitalistas. A renda da terra, por sua vez, cresce em todas as terras de maior fertilidade em comparação com a última terra incorporada à produção, na qual não se paga renda. Quanto maior a distância em termos de produtividade entre uma terra específica em utilização e a terra menos produtiva isenta da renda, maior será a renda cobrada nela. É importante notar que, embora o encarecimento relativo das mercadorias agrícolas consumidas pelos trabalhadores tenha o peso principal na compressão da taxa de lucro, em nenhum momento Ricardo assume que a cesta de consumo do salário de subsistência se resume a elas. Como, no entanto, Ricardo se exime de apontar um sentido específico para o progresso técnico poupador de trabalho no setor industrial, nenhuma tendência para que esses preços relativos venham a reduzir a taxa de lucro normal é postulada.

Somada à renda extensiva, é possível no sistema ricardiano a aparição das chamadas rendas intensivas, ou rendas diferenciais do tipo II.<sup>5</sup> Embora este seja um caso menos estudado na literatura e que terá menos relevância para nossa discussão das rendas financeiras, podemos sucintamente resumi-la. É possível que após uma terra de uma qualidade homogênea esteja inteiramente cultivada, um distinto método de produção, definido por coeficientes técnicos de produção diversos e uma menor utilização de terra, passe a ser adotado no momento em que o primeiro método sozinho não seja capaz de atender a crescente demanda efetiva pelo produto agrícola. O segundo método era até então preterido por levar a uma taxa de lucro menor do que a normal, embora o volume final da produção seja maior do o primeiro método já em uso. Os proprietários de terra poderão cobrar uma renda da terra dos capitalistas que utilizam ambos os métodos em simultâneo. Dado o fato de que o primeiro método exige uma maior quantidade de terra de que o segundo, a renda da terra por hectare é tal que sua aplicação estabelece um preço de produção único pela mercadoria em questão e uma taxa de lucro uniforme em todo capital aplicado na terra de qualidade homogênea.

---

<sup>5</sup>Como é bem sabido, o objetivo original de Ricardo era demonstrar o fato de que a renda da terra não entra na formação dos preços relativos, sendo estes ainda plenamente definidos pelo trabalho incorporado. A demonstração de Ricardo é satisfatória no que diz respeito à renda extensiva, porém não para a renda intensiva. Mesmo na presença de duas ou mais terras em uso paralelo, com a terra menos fértil não pagando renda, basta existir a renda extensiva para os preços relativos difiram dos seus valores-trabalho (ver a respeito Fratini, 2012)

No que se segue, iremos apresentar a formalização da renda apresentada por Bibard (2004, cap. 17). Seja um sistema de produção sem produção conjunta composto por  $n$  mercadorias básicas, sendo que apenas uma entre ela exige a incorporação de terras para sua produção - o caso de existir apenas uma mercadoria agrícola, cujo preço no nosso sistema será  $p_1$ . Consideremos que a demanda efetiva esteja dada e seja tal que sejam necessárias o cultivo completo de  $m$  terras de diferentes qualidades. Levemos também em consideração que o salário real está dado. Podemos listar as  $m$  diferentes terras em ordem de sua lucratividade. As terras que, de acordo com os  $n - 1$  preços relativos encontrados simultaneamente ao preço da mercadoria agrícola, definem a maior taxa de lucro serão as primeiras inteiramente ocupadas e que pagarão a maior renda da terra. Todas as demais terras pagarão rendas da terra inferiores (pois, na ausência delas, a taxa de lucro obtida seria menor do que a da primeira terra), até encontrarmos a última terra, apenas parcialmente cultivada, na qual não se paga renda.

A  $m - 1$  terras primeiro ocupadas definem o seguinte sistema:

$$(1 + r) \left( \sum_{i=1}^n a_{ij}^{(k)} p_j \right) + w l_i^{(k)} + \psi^k \Lambda^{(k)} = p_1 \quad (3.1)$$

Segundo o qual,  $\psi^{(k)}$  é a renda da terra cobrada pela  $k$ -ésima terra, com  $k = 1, 2, \dots, m$ . Quanto mais próximo de  $m$  for  $k$ , maior será o  $\psi^{(k)}$  associado. As  $k$ 's terras se distinguem como métodos distintos para diferentes coeficientes técnicos para as demais mercadorias básicas, para o trabalho, para a terra e a renda a ela associado  $(a_{ij}^{(k)}, l_i^{(k)}, \Lambda^{(k)}, \psi^{(k)})$ , respectivamente). A terra que não cobra renda define o preço da mercadoria agrícola  $p_1$  de acordo com:

$$(1 + r) \left( \sum_{j=1}^n a_{ij}^{(m)} p_j \right) + w l_i^{(m)} = p_1 \quad (3.2)$$

Caso não houvesse renda da terra cobrada na  $k$ -ésima terra, teríamos a diferença entre o preço de produção  $p_1$  e  $p_k$  definindo o lucro excedente sobre a taxa de lucro normal, que seria dado exatamente por  $\psi^{(k)}\Lambda^{(k)}$  - a renda da terra na terra  $k$ . É importante notar que, como estão dadas os diferentes coeficientes unitários de terra para cada método, a renda corresponde é a variável residual encontrada.<sup>6</sup>

A partir de Sraffa (1960, cap. 11), e em especial depois de Kurz (1978), as teorias clássicas das rendas diferenciais puderam ser reformuladas coerentemente sem a necessidade de adotar a teoria do valor trabalho original de Ricardo nos Princípios. O resultado mais importante da teoria da renda da terra no sistema de preços sraffiano é a impossibilidade de listar os diferentes métodos de produção do maior para a de menor lucratividade de acordo somente com a ordem de rentabilidade do solo, i. e. do valor do volume físico de produção por acre que caracteriza os distintos métodos disponíveis.<sup>7</sup> Variações ao longo da curva de salários e taxa de lucro afetam os preços relativos em sentidos imprevisíveis, e portanto a terra a ser escolhida como a minimizadora de custos só poderá ser definida tendo-se como dadas uma das variáveis distributiva (ver também Bhering, 2017, pp. 23-32). Logo a ordem de uso das distintas terras não é independente da distribuição. Com isso, é impossível definir *a priori* qual será a terra de custo de produção mais elevado que não pagará renda da terra. Um desdobramento dessa impossibilidade é a desvinculação obrigatória entre a renda mais cara se encontrar na terra de maior fertilidade.

Feito esse resumo, o que de essencial da teoria clássica e sraffiana da renda da terra pode ser extraído e ter aplicação para a formulação de rendas financeiras? Vimos que as rendas emergem da impossibilidade de que um mesmo método venha a atender sozinho toda a demanda efetiva pela mercadoria. Na teoria da renda extensiva ou do tipo I, essa impossibilidade decorre do fato de que as terras de menores custos para uma dada distribuição são escassas (ver Sraffa, 1960, p. 75). Sempre que houver um obstáculo à difusão de uma técnica de maior lucratividade, seja por escassez de algum recurso por ela utilizada ou por alguma

---

<sup>6</sup>Para uma análise mais detalhada da escolha de técnicas na presença de renda da terra, ver Kurz e Salvadori (1995, pp. 280-8) e Petri (2021, pp. 889-94).

<sup>7</sup>Petri (2021, p. 890) chama de fertilidade a razão entre o volume físico e a quantidade de acres em uso por cada terra e de rentabilidade a renda pega pela quantidade de terra empregada.

barreira à entrada, o detentor desse recurso poderá exigir uma renda que não irá se dissipar somente com a competição. O preço de produção, todavia, continua a ser determinado pelo produtor com maiores custos sempre que o primeiro método não for suficiente para atender o nível da demanda efetiva. Se esse recurso for de acesso limitado ou restrito a um capitalista, o diferencial de custo será embolsado na forma de uma renda paga a si mesmo. Essa generalidade da teoria da renda é o que permite sua aplicação a campos distintos da formulação da escassez de terra original.<sup>8</sup>

### **3.2.2 Um modelo de rendas financeiras diferenciais do tipo I**

A hipótese com a qual iremos trabalhar inicialmente, como já mencionado na introdução do presente capítulo, é de que para a produção de uma mesma mercadoria é possível que duas ou mais empresas enfrentem condições distintas de financiamento. Para tanto, é necessário que pelo menos uma das empresas não consiga financiar toda sua produção com capital próprio e/ou com lucros retidos advindos da atividade passada. No capítulo anterior, havíamos explorado as circunstâncias de livre competição nas quais distintas estruturas de capitais afetam a repartição do excedente sem que os preços de produção sejam influenciados. Argumentamos que, no caso geral sem que seja justificado como e por que a livre competição clássica é violada, não é de se esperar que os custos financeiros definam a técnica dominante.

Por outro lado, na ausência do processo competitivo clássico, Dvoskin e Feldman (2020, p. 12) argumentam a possibilidade do surgimento desse tipo de renda:

---

<sup>8</sup>Para uma comparação entre a teoria da renda e a (antiga) economia industrial, ver Vieira (2018)

*"Competition need not necessarily eliminate those firms that, for instance, due to lack of reputation, or inability to employ the dominant technique due to their smaller size, can only gain access to credit under less favorable conditions. These firms will be generally charged with higher interest rates, and will therefore face higher financial costs. On the other hand, those firms that have internal funds, will be able to finance their investment at lower costs, given by the opportunity costs of those funds. It is even plausible that certain companies will be able to finance, at least part of their investment, at the normal market rate,  $i$ . In general terms, firms will employ a combination of all these forms of financing".*

Para definirmos com precisão teórica a formação dessas rendas, primeiro iremos considerar que as empresas em uma indústria, ou ao menos parte delas, conseguem repassar para o preço final seus custos financeiros. Em seguida, elaboraremos sob quais condições é possível que coexistam em um mesmo ramo de produção empresas com estruturas heterogêneas de capital e com distintos custos de produção e qual o papel desempenhado pelo setor bancário na forma de financiamentos desiguais para que as rendas financeiras venham a surgir.

Há dois novos 'recursos' da perspectiva da estrutura financeira que substituem a escassez da terra como fonte última do surgimento da rendas diferenciais do tipo I: o quanto da parcela do financiamento da produção é concedida e aceita a ser dada pelo setor bancário e a taxa de juros cobrada por esse volume de empréstimos. Como não serão todas as empresas que conseguem financiar o mesmo montante da produção às melhores taxas, essa desigualdade irá se refletir na formação das rendas.

A analogia entre a renda financeira e a renda da terra surge ao focalizarmos nos diferenciais de custo. Para tanto, podemos adaptar o sistema de equações em 3.1 e 3.2 e a definição da proporção do capital de terceiros no capital total na forma do grau de endividamento médio relativo a uma indústria  $i$ , exposto no capítulo anterior na equação 2.14 e reproduzido aqui por uma questão de conveniência:

$$\theta_i = \frac{k_i^B}{\left(\sum_{j=1}^n a_{ij}p_j\right)}$$

Na versão de Dvoskin e Feldman (2020) do sistema de preços de produção com finanças, a variável  $\theta$  expressa o grau médio de endividamento como um todo, sem discriminar acerca da média em cada indústria e, ainda mais importante, não explicitando os diferenciais de endividamento dentro de uma mesma indústria. Consideremos uma matriz diagonal  $\theta$  composta pelos níveis médios de endividamento na indústria, tal que  $d_{ij} = \theta_i$  para todo  $i = j$  e  $d_{ij} = 0$  quando  $i \neq j$  e seja também  $I$  matriz identidade, podemos chegar aos preços de produção na síntese proposta por Dvoskin-Feldman:

$$(\mathbf{I} - \boldsymbol{\theta})\mathbf{A}\mathbf{p}(1 + r) + \boldsymbol{\theta}\mathbf{A}\mathbf{p}(1 + i_b) + w\mathbf{l} = \mathbf{p} \quad (3.3)$$

Conhecendo-se a estrutura de capital, a técnica dominante e uma das variáveis distributivas, achamos os preços relativos e a variável distributiva residual, como no sistema de preços sraffiano convencional. Esse sistema, no entanto, não permite que encontremos as rendas financeiras, pois assume um grau médio de endividamento por indústria e chega ao preço de produção associado. Para encontrarmos as rendas financeiras extensivas, precisamos elencar as diferentes técnicas que coabitam uma mesma indústria, definidas em razão das suas distintas estruturas de financiamento. Em outras palavras, cada método em uso será definido pela proporção da participação de capital de terceiros sobre o capital próprio, junto aos coeficientes técnicos de produção, que assumiremos serem os mesmos para qualquer nível de endividamento observado.

Definamos essa variável  $\theta_i^{(k)}$  como a proporção de capital de terceiros  $k$  associado a o método dominante de produção da mercadoria  $i$ . Retomando a formação de preços do capítulo anterior segundo a equação 2.9, teremos que para uma indústria em particular o seguinte preço de produção:

$$(p_{i1}a_{i1} + \dots + p_{iy}a_{iy})(1 + i_b + \rho) + (p_{iy+1}a_{iy+1} + \dots + p_{in}a_{in})(1 + r) + l_i w = p_i^{(k)}$$

Podemos inferir já a partir de 2.9 que as empresas com maior grau de endividamento referente à estrutura financeira  $k$  (e expressos por  $\theta_i^{(k)}$ ) terão preços de produção  $p_i^{(k)}$ , devido ao fato de que a parcela do capital de terceiro é remunerada à taxa  $1 + i_b + \rho$ , maior do que a taxa de lucro pura. Esse preço será tanto maior quanto forem o tamanho da participação do crédito bancário no financiamento da produção e o *mark-up* bancário. Para estabelecermos com mais clareza essa relação, podemos reescrever a equação de preços para a mercadoria  $i$  na forma:

$$(1 + r) \left( \sum_{j=1}^n a_{ij} p_j \right) (1 - \theta_i^{(k)}) + (1 + i_b + \rho) \left( \sum_{j=1}^n a_{ij} p_j \right) \theta_i^{(k)} + w l_i = p_i^{(k)} \quad (3.4)$$

Conforme 3.4, o grau de endividamento  $\theta_i^{(k)}$  define, em conjunto com o método de produção, o preço de produção. Consideremos que as empresas na indústria possuem um conjunto finito  $m$  de possibilidade de estrutura de financiamento, que podem ser listadas de 1 a  $m$  pela ordem de seus custos financeiros. A estrutura de financiamento  $m$  define o método cujo custo financeiro é o mais elevado e o preço de produção, o mais caro. Esse método de produção encontrado pelo custo financeiro máximo podemos chamar por  $\theta_i^{max}$ . Para todos os demais métodos e para as empresas que os empregam, para as quais  $\theta_i^{(k)} < \theta_i^{max}$ , os preços de produção  $p_i^{(k)}$  serão mais baixos do que  $p_i^{max}$ . Conforme Dvoskin e Feldman (2020, p. 13) definem, a renda da empresa operando com o método de produção  $k$ , será dado por:

$$R_i^{(k)} = p_i^{max} - p_i^{(k)} \quad (3.5)$$

Entre os diferentes métodos de produção, teremos uma hierarquia de custos. Definamos como o custo do método dominante a estrutura de financiamento mais barata, encontrada em razão da menor nível de endividamento adotado na indústria. O tamanho da renda financeira será dado pela diferença entre custo do método de produção dominante e o custo de produção de todos os demais, que pode ser captada por:

$$R_i^{(k)} = (1 + r) \left( \sum_{j=1}^n a_{ij} p_j \right) (\theta_i^{(k)} - \theta_i^{max}) + (1 + i_b + \rho) \left( \sum_{j=1}^n a_{ij} p_j \right) (\theta_i^{max} - \theta_i^{(k)}) \quad (3.6)$$

Rearranjando 3.6, chegamos com precisão a todo o intervalo possível das rendas financeiras:

$$R_i^{(k)} = \underbrace{(i_b + \rho - r)}_{\text{Efeito Retorno}} \left( \sum_{j=1}^n a_{ij} p_i \right) \underbrace{(\theta_i^{max} - \theta_i^{(k)})}_{\text{Efeito Composição}} \quad (3.7)$$

Com 3.7, podemos desmembrar os fatores por trás das rendas financeiras. São dois os componentes principais: o peso dos descolamento dos retornos entre empréstimos bancários e o do capital produtivo e a distância entre o método de maior custo financeiro e o método em uso. Como indicado no primeiro colchete, o diferencial entre a taxa de juros dos empréstimos bancários e a taxa de lucro afeta positivamente a renda financeira. A interpretação é de que o custos de produção devem comportar o serviço da dívida, porém a parcela de capital própria por definição é isenta dessa forma de 'penalidade'. Logo para os capitalistas esse menor serviço da dívida torna-se uma remuneração adicional, acima da taxa de lucro normal, a que nós denominamos de renda financeira extensiva ou do tipo I. Para que essa renda seja positiva, é necessário que a taxa de juros de empréstimos bancários mais o lucro líquido dos empresários seja superior à taxa de lucro. Como a primeira é formada pela taxa de juros básica mais e o *mark-up* dos bancos e a segunda, pelo lucro líquido dos empresários mais a

taxa de juros longa dos títulos públicos, a condição para que essa renda financeira exista é dada por:

$$i_b + \rho = \mu + i + \rho > \rho + i_l = r \quad (3.8)$$

A equação 3.8 será observada sempre que o *mark-up* bancário seja superior ao *spread* dos títulos longos em relação a taxa de juros básica. Se chamarmos  $\mu_l$  de o *spread* dos títulos de longo prazo, a taxa de juros longa é definida por  $i_l = \mu_l + i$ , e condição de existência da renda financeira pode ser reescrita como:

$$i_b + \rho - r = \mu_b + i - i_l + \rho - \rho = \mu_b + i - i_l = \mu_b - \mu_l > 0 \quad (3.9)$$

Podemos, por sua vez, reescrever a equação das rendas financeiras a partir da teoria monetária da distribuição, isto é, explicitando a formação da taxa de lucro e da taxa de juros bancária com base na taxa de juros básica. Desta forma, como tanto a taxa de lucro quanto a taxa de juros de empréstimo são formadas pela taxa básica e o lucro líquido dos empresários incide sobre a parcela de capital de terceiros podemos reescrever a renda financeira da seguinte forma:

$$R_i^{(k)} = \underbrace{\mu_b - \mu_l}_{\text{Efeito Retorno}} \left( \sum_{j=1}^n a_{ij} p_j \right) \underbrace{(\theta_i^{max} - \theta_i^{(k)})}_{\text{Efeito Composição}} \quad (3.10)$$

O segundo elemento definidor da renda financeira é a composição da estrutura de financiamento, expresso por  $\theta_i^{max} - \theta_i^{(k)}$ . Para uma determinada empresa, quando menor for a parcela do capital de terceiros sobre o capital total em relação proporção máxima observada na mesma indústria, maior será sua renda financeira auferida. O resultado segue-se

de imediato da interpretação do parágrafo anterior: o custo financeiro das empresas mais endividadas força para cima o preço de produção da mercadoria e todos aqueles com menores serviços da dívida, devido a menor proporção de empréstimos bancários, conseguem embolsar esse diferencial de custos financeiros. É claro que, para todos aqueles operam com o grau máximo de endividamento no setor, não haverá renda financeira (embora seu capital próprio continuará a ser remunerado a taxa de lucro vigente). É esse método de produção que define o preço de produção único pela mercadoria em questão.

Resumidamente, as distâncias dos custos financeiros, resultantes do diferenciais de juros dos empréstimos bancários e lucros e do grau de endividamento observado, para uma empresa em relação ao custo financeiro máximo daqueles que operam no setor com as piores condições de financiamento, definem o quão grande será a renda financeira extensiva.

O excedente ganho sobre a taxa de lucro normal das empresas que operam com estruturas de capital mais vantajosas poderia ser considerado uma espécie de 'superlucro', ou mesmo dar ensejo a uma hierarquia de taxas de lucro. Se considerarmos o diferencial de custos como parte de um lucro adicional, o cálculo da taxa de lucro permitiria essa nomenclatura. No entanto, preferimos aqui apontar a analogia entre as rendas financeiras e da terra. Devido ao fato de que a competição não exerce um papel de dirimir esse excedente sobre os lucros normais, há uma grande semelhança com a origem ricardiana da renda terra, como apresentamos na última seção. Ainda, é necessário de ser feita uma qualificação: a renda da terra do tipo I é parte do valor do produto excedente apropriada pela classe proprietária por possuir o monopólio das escassas terras de maior qualidade. No caso das rendas financeiras, ao contrário, o custo financeiro adicional é transposto para o preço de produção e são as empresas em melhores condições de financiamento que absorvem esse excedente.<sup>9</sup>

No contexto da teoria monetária da distribuição, como a taxa de lucro está dada, o peso

---

<sup>9</sup>Para a teoria da renda da terra extensiva, a renda é dada por  $\psi^{(k)} \Lambda^{(k)}$ , para uma terra  $k$ , paga aos proprietários em detrimento dos capitalistas. Para um dado salário real, como pressupõe os clássicos e Marx, isso leva a uma queda da taxa de lucro. Para a renda financeira, no entanto, o custo financeiro é pago ao setor bancário pelas empresas que utilizam o método de produção  $\theta^{max}$  e, as demais empresas, ganham a renda  $R_i^{(k)}$  acima de seus lucros.

destas rendas irá se fazer sentir na diminuição do salário real. Segundo a equação 3.3, é possível observar esse resultado. No entanto, na direção oposta da interpretação tanto de Panico (1988) como de Dvoskin e Feldman (2020), o aumento do nível médio endividamento, seja em uma indústria ou no setor produtivo como um todo, por si só não define o salário real residual. O método com o nível de endividamento máximo define o preço de produção e os diferenciais de custos financeiros, as rendas financeiras. É a dispersão das diferentes estruturas de capital entre diferentes métodos que leva a redução do salário real.

Definidas as rendas financeiras diferenciais, podemos entender sua origem. Como dito no início desse capítulo, e em complementação à teoria monetária da distribuição de Pivetti, para que a heterogeneidade das estruturas de capital afete os preços de produção e ainda seja persistente, é necessário que a livre concorrência clássica seja violada. O surgimento dessas rendas financeiras deve ser compreendido como parte da interrupção do processo de gravitação dos preços de mercado em relação aos preços de produção (ver Garegnani, 1983 e Eatwell, 1982), pois agora a demanda efetiva pela mercadoria eleva seu preço de produção. A expansão da demanda eleva o preço de mercado e permite às empresas já atuantes auferir uma taxa de lucro acima da taxa normal, obtida em outras aplicações produtivas do capital. Segundo o processo normal de gravitação, seria de se esperar que houvesse migração de outros ramos de produção, cujo diferencial com a taxa de lucro na indústria produtora de  $i$  tornou-se negativo, nivelamento o preço de mercado junto ao preço de produção em consonância com a adaptação da capacidade produtiva setorial à demanda efetiva.

Pelo menos desde Marx (1977 [1894], ver cap. 27), acredita-se que o desenvolvimento do mercado de crédito facilitaria a gravitação, ao acelerar a migração de capitais entre distintos ramos. Para que as rendas financeiras existam, é necessário um mecanismo alternativo: no processo de ajustamento entre o crescimento setorial da oferta em vistas da expectativa da demanda futura, os capitais se encontram diante de uma situação de escassez de financiamento nas melhores condições, isto é, não são todos os capitalistas que conseguem migrar por meio do autofinanciamento para indústrias distintas das originais. O custo dos empréstimos aumenta o preço de produção dos produtores na margem (os últimos entrantes) e impede que o preço de mercado convirja em direção ao preço de produção vigente até o momento.

Ao contrário, é o preço de produção que se eleva em direção ao preço de mercado.<sup>10</sup>

A criação de novas empresas sem condições iguais de financiamento, mas ainda com acesso ao crédito bancário, segmenta o mercado e leva ao aparecimento dessas rendas. As empresas entrantes definem o capital regulador, compreendido por Shaikh (2016, pp. 265-7) como aquele cuja taxa de retorno remunera o novo investimento no setor. Esse capital regulador emprega o método que leva a equalização da taxa de lucro dos capitais entrantes de diferentes indústrias, mas que não necessariamente nivela o retorno do capital dentro de uma mesma indústria, visto que as empresas incumbentes recebem a taxa de lucro normal mais a renda financeira. Já o retorno dos capitais reguladores com piores condições de financiamento é menor do que ao das empresas já estabelecidas (pois sua renda financeira é zero), porém recebem a taxa de lucro normal do sistema (ver também Tsoulfidis e Tsaliki, 2019, pp. 331-7).<sup>11</sup> Esse resultado torna-se possível pelo maior preço de produção definido pela novo método de produção mais custoso em razão de incluir os encargos das dívidas.

Para que ocorra a obstrução do processo competitivo clássico, são necessárias três hipóteses fundamentais: as empresas incumbentes com melhores condições de financiamento não tem interesse em atender a todo o crescimento da demanda e, portanto, há espaço para novas empresas; não são todos os capitalistas que conseguem migrar intra-setorialmente sem incorrer em custos financeiros; e os bancos comerciais acomodam o financiamento de capacidade produtiva adicional para empresas já existentes ou novas a custos financeiros crescentes. É a partir dessa violação que surgem as rendas financeiras.

Vamos considerar em um estágio inicial que não são todas as empresas em uma mesma indústria que conseguem se financiar às melhores condições. Teremos que agora considerar

---

<sup>10</sup>Como veremos mais adiante, mecanismo similar foi proposto por Marx para explicar o surgimento das rendas absolutas da terra.

<sup>11</sup>Note, no entanto, que empregamos o conceito de capital regulador de forma mais ampla do que originalmente em Shaikh (2016, cap. 7) pois para o autor o capital regulador representa novos investimentos de capitais que passam a coexistir com métodos obsoletos de produção e, por isso, obtém uma remuneração maior do que a média da indústria (mas não necessariamente detém o método dominante, pois ainda é possível que outras empresas incumbentes tenham vantagens absolutas de custos). No caso das rendas financeiras, o capital regulador apresenta um método financeiro pior do que o atual em operação na indústria, porém ainda assim tem como retorno a taxa de lucro normal.

não só o sistema de preços como também os das quantidades, de forma a podermos definir a participação de cada método no produto agregado. Com o objetivo de simplificar o raciocínio, assumiremos que o método de produção possui retornos constantes de escala para os coeficientes técnicos de produção. Para a produção de uma mercadoria  $i$ , imaginemos que operem em simultâneo dois métodos de produção. O primeiro, cujo endividamento será igual a zero, recebe a renda financeira, ao passo que o segundo método define o preço de produção. Definamos os métodos da seguinte forma:

$$\text{Método I : } \theta^{(1)} = 0, \text{ com } \mathbf{a}_{ij} X_i^{(1)} = \mathbf{Q}_i^{(1)} \quad (3.11)$$

$$\text{Método II : } \theta^{(2)} > 0, \text{ com } \mathbf{a}_{ij} X_i^{(2)} = \mathbf{Q}_i^{(2)}$$

O vetor-linha  $\mathbf{a}_{ij}$  nos dá os coeficientes técnicos de produção referente às  $n$  mercadorias básicas. Note que, tanto para o método I quanto para o método II, esses coeficientes são os mesmos. A demanda final pela mercadoria  $i$  é expressa por  $X_i$  (um escalar) e é atendida em parte pela produção das empresas que empregam o método I,  $X_i^{(1)}$  e, pelas demais empresas.<sup>12</sup> A oferta agregada resultante do emprego simultâneos dos dois métodos atende a demanda agregada final:

$$X_i = X_i^{(1)} + X_i^{(2)} \quad (3.12)$$

O vetor  $\mathbf{Q}_i$  representa o volume físico total de todas as mercadorias necessárias para a produção de  $X_i$  quantidades de  $i$ , que é repartido entre os insumos físicos incorporados no método I,  $\mathbf{Q}_i^{(1)}$ , e no método II,  $\mathbf{Q}_i^{(2)}$ . A demanda induzida total pelos volume de insumos é dado por:

---

<sup>12</sup>Note que há  $n$  empresas na indústria, das quais  $s$  utilizam o método I e  $n - s$ , o método II. Nada impede, por exemplo, que uma única empresa represente cada um dos métodos. Ainda mais: nada impede que  $n - s$  seja maior do que  $s$ , e vice-versa.

$$Q_i = Q_i^{(1)} + Q_i^{(2)} \quad (3.13)$$

Simetricamente, iremos considerar que o volume total de trabalho empregado também depende da demanda final, e é representado por  $l_{li}X_i$ . A repartição da renda total na indústria, por sua vez, para uma demanda final dada e o emprego do volume de insumos, pode ser conhecida através de:

$$\begin{aligned} R^1 X_i^{(1)} + \mathbf{a}_{ij} X_i^{(1)} \mathbf{p}(1 + r) + \mathbf{a}_{ij} X_i^{(2)} \mathbf{p}(1 + r)(1 - \theta_i^{(2)}) \\ + \mathbf{a}_{ij} X_i^{(2)} \mathbf{p}(1 + i_b + \rho) \theta_i^{(2)} + w l_{li} X_i = p_i^{max} X_i \end{aligned} \quad (3.14)$$

Segundo 3.14, temos que a parcela da renda total da indústria apropriada pelas empresas que operam com o método I é dada por:  $R^1 X_i^{(1)} + \mathbf{a}_{ij} X_i^{(1)} \mathbf{p}(1 + r)$ . Perceba que  $R^1 X_i^{(1)}$  diz respeito a renda financeira obtida pela empresas que operam com o método I. Já para as empresas que empregam o método II, sua receita na indústria é dada por:  $\mathbf{a}_{ij} X_i^{(2)} \mathbf{p}(1 + r)(1 - \theta_i^{(2)}) + \mathbf{a}_{ij} X_i^{(2)} \mathbf{p} \theta_1^{(2)} \rho$ . A renda apropriada pelo setor bancário é definida em  $\mathbf{a}_{ij} X_i^{(2)} \mathbf{p}(1 + i_b) \theta_i^{(2)}$ , o que se soma à massa de salários  $w l_{li} X_i$  para termos a receita total da indústria. Os reguladores das participação de cada componente são o grau de endividamento  $\theta_i^{(2)}$  e a participação de cada método no cômputo total da oferta agregada. Como assumimos o fechamento da taxa de lucro dada, como já dito acima, o salário real é a variável endógena do sistema.

Até aqui assumimos um sistema de produção no qual as rendas financeiras já estão estabelecidas e poderiam, ao menos no ponto de vista teórico, serem encontradas pelas equações 3.7 e/ou 3.10. Vejamos sob quais condições é possível a emergência de novas rendas para, retroativamente, sabermos como essas rendas podem vir a aparecer pela primeira vez.

As empresas financeiramente dominantes poderiam a princípio atender a toda a demanda pela mercadoria  $i$  ajustando sua capacidade produtiva ao nível da demanda efetiva

e reproduzindo o seu estoque de capital sem que para isso fossem obrigadas a tomar crédito bancário. Mas, consideremos aqui que esse conjunto de empresas possui uma parcela no mercado desejado. Uma vez que haja uma expectativa de crescimento da demanda, essas empresas elaborarão planos de investimento, o que nesse caso equivale a estabelecer um vetor  $Q_i^E$ , com o objetivo de manter sua participação conjunta no mercado estável. No momento inicial, antes que a demanda venha a crescer, essa participação desejada é igual a observada é:<sup>13</sup>

$$\beta^1 = \frac{X_i^{(1)}}{X_i} \quad (3.15)$$

Essa meta de participação no mercado pode ser justificada pelos chamados *Penrose Effects*: à medida que a escala e tamanho das empresas cresce, seus custos administrativos crescem mais do que proporcionalmente, ou ainda os seus problemas administrativos definidos de forma ampla inviabilizam seu crescimento continuado.<sup>14</sup> De qualquer modo, apenas nos é necessário aqui que as empresas com as melhores condições de financiamento não almejem absorver todo o mercado no qual operam.

Tomemos como hipótese de que a expectativa de crescimento da demanda é formada por todas as empresas por um processo de expectativas adaptativas:

$$g_i^E = \frac{X_i^{E,t+1} - X_i^t}{X_i^t} = \frac{X_i^t - X_i^{t-1}}{X_i^{t-1}} \quad (3.16)$$

O quanto as empresas com melhores condições de financiamento esperam que seu mercado cresça,  $g_i^E$ , é função direta da taxa de crescimento observada no período anterior. Para

<sup>13</sup>Observe que, como o preço da mercadoria  $i$  é o mesmo no numerador e no denominador, temos a participação no mercado em termos físicos como em termos em valor deverá dar a mesma porcentagem

<sup>14</sup>Lavoie (2014, p.142) note que os *Penrose Effects* estão associados não a escala de operação estática, mas a taxa de crescimento das firmas: "*Growing firms must integrate new managers within the organization and train them to handle the complexities of the business. This settling-in is time consuming, in particular for existing management, and consequently it is costly to the firm*".

uma dada taxa de crescimento observada e um demanda corrente, sabemos qual será a taxa de crescimento esperada. O objetivo de participação estável nesse mercado dessas empresas será atendido ao estipular sua oferta agregada. Podemos encontrá-la na forma:

$$\beta^1 = \frac{X_i^{(1),t+1}}{X_i^{E,t+1}} \quad (3.17)$$

$$X_i^{(1),t+1} = \beta^1 X_i^{E,t+1}$$

Se as expectativas do crescimento da demanda se concretizarem, e se o volume total produzido pelas empresas que adotam o método I de fato for dado por  $X_i^{(1),t+1}$ , a sua parcela do mercado será alcançada. Com isso, sobra uma parcela da demanda não atendida, que será objeto de interesse ou das demais empresas que operam com o método II, ou de um conjunto novo de empresas entrantes. O regulador do ajuste da capacidade produtiva à demanda será a aceitação por parte dos bancos comerciais em acomodar a demanda crescente por crédito das empresas responsáveis por suprir o diferencial da produção dado por  $X_i^{E,t+1} - X_i^{(1),t+1}$ . Há duas situações que deverão prevaceler: primeiro, é possível que as empresas recorram aos bancos para financiar o volume da produção esperada,<sup>15</sup> dado que, mesmo antes do crescimento da demanda, essas empresas já requeriam financiamento externo para atender a produção.<sup>16</sup> Esse novo volume de empréstimos irá aumentar o nível de endividamento máximo e médio do setor e, com isso, seu preço de produção.

O novo nível de endividamento da indústria equivale, nos termos que estamos propondo, à adoção de um terceiro método de produção com  $\theta_i^{(3)}$  mais elavado do que o  $\theta_i^{(2)}$  original, antes do crescimento da demanda. Por consequência, à medida que esses novos empréstimos permitam financiar uma capacidade produtiva adicional na exata medida para atender o crescimento realizado da demanda, o maior custo financeiro irá elevar o preço de

<sup>15</sup>O volume total que deverá ser concedido para financiar o incremento de capacidade no setor será dado por  $Q_i^E p$ . Note que o vetor de volume físico dos insumos equivale a  $a_{ij}(X_i^{E,t+1} - X_i^{(1),t+1})$

<sup>16</sup>Expresso na equação 3.14 por  $a_{ij} X_i^{(2)} p(1 + i_b + \rho)\theta_i^2$

produção, tornando o preço máximo da mercadoria  $p_i$  em  $p_i^{(3)} > p_i^{(2)}$ . Para todas as empresas que continuam a empregar o método I e cujos custos de produção não cresceram, haverá uma expansão da sua renda financeira, de  $R^{(2)}$  para  $R^{(3)}$ .

É possível ainda que, pelo fato do endividamento dessas empresas terem aumentado, haja uma percepção de risco crescente por parte dos bancos, induzindo a uma elevação do *mark-up* bancário, em linha com o postulado pela teoria da moeda endógena: "*The higher the debt to equity ratio, the more risky the borrower, and hence the less likely the borrower will remain credit-worthy*" (Lavoie 1996, p. 285). Se há essa percepção por parte dos bancos, o efeito sobre a renda financeira será ainda mais amplificado. Em termos da equação 3.10, será ampliado o efeito retorno.<sup>17</sup> Formalmente, teremos que o *mark-up* é função do nível de endividamento médio das empresas, na forma de:

$$i_b = \mu(\theta_i) + i, \text{ com } \theta_i' > 0 \quad (3.18)$$

O segundo caso que necessita ser considerado é de que, na presença de um crescimento da demanda, as empresas estabelecidas que empregam o método II ou não conseguem o financiamento necessário ou se abstém de ampliar sua capacidade, em conformidade com o princípio dos *Penrose Effects* ou com outros objetivos que de igual forma inibam seu crescimento. Um possível exemplo seria uma aversão por parte dessas empresas em tomar uma nova leva de empréstimos, aumentar seu endividamento e se expor a um maior risco de que a produção não venha a ser realizada como venda. Nesse caso, não teríamos que esse conjunto de empresas almejem um parcela constante do mercado, mas sim apenas uma estabilidade de suas escalas de operação.

A expansão da demanda nessa circunstância deverá ser acompanhada pela criação de

---

<sup>17</sup>Como estamos assumindo aqui que não há capital fixo, apenas capital circulante, tanto a renovação dos antigos empréstimos como a contração dos novos serão realizados a nova e crescente taxa de juros bancária. Se os empréstimos tivessem maturações distintas (ou seja, novos empréstimos seriam contraídos enquanto os antigos financiamentos ainda vigorassem), o crescimento do *mark-up* médio indicaria o efeito retorno sobre as rendas financeiras.

novas empresas que atuarão na indústria. Novas empresas, no entanto, encontrarão condições de financiamento ainda mais deterioradas, pois o capital próprio em relação ao capital total pode não ser suficiente e não necessariamente podem ser capazes de atender aos critérios mínimo para obtenção de crédito, como a existência de colaterais ou comprovação de experiência gerencial exitosa. Será de se esperar que essas empresas terão um nível de endividamento maior do que as demais e/ou incorrerão em maiores juros de empréstimo. Desta forma, o mercado será dividido entre três métodos de produção, acrescido pelas empresas que adotam o terceiro método de produção, definido por um  $\theta^{(3)}$  mais elevado.

O resultado mais importante dessa estrutura financeira em uma indústria é o de elevar ainda mais o preço de produção, e dar às empresas que utilizam o método II o acesso a renda financeira. Isso seria visto da seguinte forma:

$$R^{(3)} > R^{(2)} > 0 \rightarrow \theta_i^{max} = \theta_i^{(3)} > \theta_i^{(2)}, \text{ e ainda:} \quad (3.19)$$

$$p_i^{max} = p_i^{(3)} > p_i^{(2)}$$

Conforme o mercado cresça, e as condições de financiamento piorem (obrigando a maiores juros bancários e/ou maior parcela do capital financiada junto a bancos), maior será o leque de renda financeiras, a depender exclusivamente da quantidade de métodos em operação simultânea em um mesma indústria.

Recursivamente, podemos agora justificar a hipótese inicial da análise do sistema de quantidades segundo a qual dois métodos de produção são empregados. Se um primeiro momento o método I deixa de conseguir atender a toda a demanda, o método II passaria a ser rentável sob duas condições: ou as empresas já estabelecidas já não conseguem financiar a produção adicional a partir dos lucros retidos e de capital próprio ou essas empresas possuem metas para um limite superior ao seu tamanho. Em síntese, segundo o modelo teórico

aqui proposto, podemos esperar a existência de rendas financeiras de acordo com a seguinte lista de hipóteses:

1. Indústrias nas quais a taxa de crescimento é muito elevada. Em mercados dinâmicos, a expectativa de elevação da demanda permite a criação de novas empresas financiadas em larga medida por capital de terceiros.
2. Empresas dominantes com condições favoráveis de financiamento. A existência de grande empresas com melhores condições de acesso ao mercado de crédito impõe uma barreira à entrada financeira às demais empresas, e torna os custos de produção financeiros assimétricos.
3. O sancionamento por parte dos setor bancário do financiamento de empresas que estejam dispostas a atenderem parte da demanda crescente a qual as empresas dominantes não tem interesse em cobrir.<sup>18</sup>

Por fim, há uma última questão a respeito do modelo elaborado nessa subseção. Em qual medida podemos assumir que a heterogeneidade das estrutura de capital é compatível com o método de longo período que caracteriza a abordagem do excedente? Se é verdade que em qualquer ponto do tempo podem e devem ser observados diferentes empresas operando com uma variedade de composições de financiamento, existe alguma tendência para que haja uma convergência para uma única fonte, como lucros retidos? Se for o caso, é de se esperar que no longo prazo em todas as indústrias mas mesmo dentro de uma mesma indústria os diferentes  $\theta$ 's cheguem a zero. O modelo teórico proposto aqui possui validade na medida que essa heterogeneidade tenha alguma persistência e as rendas não sejam transitórias. Contudo, o estudo sobre como essas estruturas variam ao longo do tempo e são moldadas pelas forças da competição, mesmo no plano teórico, está fora do escopo do presente trabalho.

---

<sup>18</sup>Embora não entre em contradição com a teoria clássica da competição, esse resultado contradiz a noção defendida por autores kaleckianos a respeito de como o grau de monopólio tem um papel da definição na remuneração geral do capital. De acordo com nosso modelo, uma maior quantidade de empresas em uma indústria pode ampliar as rendas financeiras, mas não definir a taxa geral de lucros. Para argumento original acerca do grau de monopólio, ver Kalecki (1991 [1954], pp. 209-38) e, para uma crítica, ver Pivetti (1991, p. 108-12)

### 3.3 A renda absoluta

Os escritos de Marx sobre a renda da terra se encontram em um conjunto de textos editados e publicados postumamente por Engels no volume III do *Capital* e por Kautsky no volume II do *Teorias da Mais-Valia* (Marx, 1968 [1862 – 1863], especialmente cap. IX, XI, XII e XIII) a partir de rascunhos inacabados deixados pelo autor.<sup>19</sup> Muitas vezes o caráter experimental, os longos exemplos numéricos e a falta de clareza quanto aos seus avanços analíticos em relação a Ricardo levaram comentadores de Marx a dirimir a importância das rendas diferenciais e absoluta no quadro geral da teoria do valor (c.f. Petri, 2021, p. 29; ver também Economakis, 2003). Contudo, a ênfase na natureza intrinsecamente capitalista dessas rendas, apesar de se originarem na decomposição de modos de produção pré-capitalistas, marca uma contribuição original em relação a Ricardo.

A teoria da renda absoluta da terra permite a Marx traçar uma correspondência imediata entre o preço dos ativos financeiros, da terra e da taxa de juros básica. Na presente seção do capítulo, resgataremos a renda absoluta da terra na sua concepção original e tentaremos demonstrar sua relevância para além das razões fornecidas por Marx. Segundo a teoria monetária da distribuição, a renda absoluta da terra pode emergir a partir da capitalização da preço da terra para uma dada taxa de juros. Para tanto, será necessário inverter a causalidade proposta de por Marx entre o preço da terra e a taxa de juros.

No que diz respeito às rendas extensivas, os comentários de Marx são complementares ao modelo de Ricardo, e podem ser encarados como um enriquecimento histórico das condições sob as quais essas rendas emergem (ver, por exemplo, Ramirez, 2009, pp. 73-8). Por exemplo, Marx nota que, somado a fertilidade natural do solo, a localização da terra também impacta seu custo de produção. A hipótese de um conjunto dado de terras pode ser substituída pela possibilidade de que ao longo do tempo novas terras sejam descobertas ou, em decorrência de uma melhora da infra-estrutura de transportes, tornem-se viáveis de serem cultivadas. Em paralelo, as inovações científicas no melhoramento do solo atuam como

---

<sup>19</sup>Fine (1979), p. 241) nota que os rascunhos sobre renda da terra foram escritos antes dos resultados gerais do volume I do *Capital* e da parte relativa à transformação dos valores em preços de produção.

progresso técnico e podem vir a retardar o decaimento da produtividade agrícola média. Uma mesma terra pode, por conta desses dois fatores, vir a alterar sua posição na ordem de cultivo.<sup>20</sup> Marx desenvolve a teoria de Ricardo ao considerar dinamicamente a influência do investimento e do progresso técnico sobre a ordem de fertilidade das terras (ver também Marx e Engels, 1982 [1851], pp. 258-63).

Quanto às rendas intensivas, Marx (1977 [1894], p. 676) observa que estas dependem da ocorrência primeira das rendas extensivas.<sup>21</sup> A possibilidade que diferentes investimentos de capital em uma terra de qualidade homogênea venham a ocorrer é a fonte dessas rendas extensivas. Marx demonstra que o surgimento dessas rendas pode se dar tanto com o aumento do preço de produção quanto com sua queda, a depender de como o crescimento da demanda é atendido por meio da incorporação de novas terras (incrementando a renda do tipo I ou do investimento de novos capitais nas terras já em uso). O conflito entre o arrendatário capitalista e o proprietário de terras se expressa através do período de arrendamento dessa terra: se os capitalistas obtêm um superlucro no investimento complementar da terra, os proprietários buscarão encurtar o prazo do contrato do aluguel e embolsar o excedente sobre os lucros na forma de renda extensiva.

No que se segue, vamos centrar atenção na contribuição de Marx mais original, e não menos controversa, da renda absoluta da terra. Nosso objetivo será de extrair possíveis implicações para a teoria da rendas financeiras.

---

<sup>20</sup>Nesse sentido, Marx (1977 [1894] p. 258) argumenta que a renda extensiva depende do diferencial da fertilidade do solo, mesmo quando há progresso técnico na agricultura, desde que o aumento geral da fertilidade não reduza essas diferenças: "*There is no doubt that, with the advance of civilisation, ever poorer types of soil are brought under cultivation. But equally, there is no doubt that, as a result of the progress of science and industry, these poorer types of soil are relatively good as against those previously regarded as good*".

<sup>21</sup>Tendo como exemplo o processo de colonização, o desenvolvimento histórico capitalista implica a tomada inicial de terras virgens ou pré-capitalistas a partir de um baixo volume de investimento, para só então em um estágio caracterizado por maior acumulação de capital, ser possível que métodos de produção com maior composição orgânica sejam aplicadas na agricultura

### 3.3.1 A definição original da renda absoluta da terra e as razões para sua emergência em Marx

O ponto de partida de Marx para a renda absoluta é a observação de que, sob o modo de produção capitalista, a propriedade privada do solo é o fundamento de qualquer produção agrícola (cf. Fine, 1979, pp. 247-9). Embora essa propriedade possa ter origem na dissolução de modos de produção anteriores (com exceção da produção capitalista implementada por empreendimentos coloniais), sua vigência no sistema capitalista capitalista faculta à classe proprietária o direito de se apropriar de parte do excedente, em contraposição aos capitalistas e trabalhadores. Se para Ricardo a origem da renda da terra é o diferencial de fertilidade, para Marx ela decorre da própria natureza privada da produção capitalista:

*"Landed property is based on the monopoly by certain persons over definite portions of the globe, as exclusive spheres of their private will to the exclusion of all others. With this in mind, the problem is to ascertain the economic value, that is, the realisation of this monopoly on the basis of capitalist production"* Marx (1977 [1894], p. 616)

O fato de que uma classe proprietária original - não constituída ou tornada capitalista - possuir o monopólio sobre certas terras a permite bloquear a expansão da produção agrícola e de modernização capitalista no campo, a menos que lhe seja paga a devida renda estabelecida em condições concorrenciais pelo recurso escasso ou monopolizado. Esse poder de obstrução sobre o desenvolvimento capitalista na agricultura é, para Marx, o mais importante impedimento ao impulso de produtividade no setor. Pois se os investimento em capital fixo na terra - o que inclui construções para estocagem, canais de irrigação, uso intensivo de fertilizantes, etc - aumentam a produtividade agrícola, os capitalistas não os realizarão se os prazos de arrendamento forem curtos e, devido a isso, não poderem usufruir em termos de superlucros transitórios os benefícios do aumento da produtividade.

Para os proprietário, por sua vez, o melhoramento da terra se traduz em rendas mais altas (na medida que contratos mais vantajosos possam ser renegociados junto aos capitalistas arrendatários) e no preço da própria terra, visto que esse nada mais é do que o valor presente

capitalizado das rendas futuras (o que Marx chamou de preço "irracional", pois terra não é uma mercadoria reprodutível sujeita a lei do valor<sup>22</sup>). A renda da terra para os proprietários aparece como uma propriedade natural da fertilidade do solo, e não como uma consequência do modo de produção segundo o qual o excedente é extraído dos produtores diretos.

Em um famoso exemplo, Marx ilustra o surgimento da renda diferencial do tipo extensiva no caso de que dois conjuntos de produtores tenham acessos diferenciados a fontes enérgicas oriundas da água (Ramirez, 2009, p. 76). Para os primeiros capitalistas, é necessário que seja construído um moinho de água na terra arrendada. Esse maior custo com capital fixo entra no preço de produção. Um segundo grupo de capitalistas arrenda uma terra com uma queda água natural, um recurso escasso que os leva a prescindir de ter que construir o mesmo moinho. Como o preço de produção é estabelecido pelo primeiro método, o diferencial de custo é cobrado pelo proprietário da queda de água junto aos capitalistas do segundo grupo. O proprietário enxerga sua renda como originada da sua contribuição para a produção do valor de troca. Se, no entanto, passa a ser empregado um método mais eficiente e que não depende mais dessa fonte energética, o preço de produção pode cair até o ponto que não haja mais diferenciais de custo e, portanto, a renda desse recurso seja exaurida. É evidente, segundo esse exemplo, que a renda se constitui em conformidade com as leis que regem os valores de troca, e não da contribuição dos recursos naturais para a produção dos valores de uso.

Essas observações de Marx servem como indicação para a existência de renda da terra mesmo no solo de pior fertilidade, pois trata-se da produção capitalista sob condições de propriedade privada do solo. A essa renda que deverá sempre existir, Marx designa o nome de renda absoluta da terra. No entanto, ao contrário das rendas diferenciais, o tamanho exato dessa renda e sua relação com a taxa de lucro e o salários reais é difícil de ser conhecida com precisão. Adam Smith, no também famoso exemplo da madeira norueguesa, argumenta que a renda extraída pelos detentores da floresta é uma renda de monopólio. Logo, é impossível

---

<sup>22</sup>Marx (1977 [1894], p. 623): *"Is is in fact the purchase price - not of the land, but the ground-rent yielded by it - calculated in accordance with the interest rate. But this capitalisation of rent assumes the existence of rent, while rent cannot inversely be derived and explained from its own capitalisation. Its existence, independent of its sale, is rather the starting-point for the inquiry"*

estabelecer uma relação teórica e geral de sua magnitude. Seu tamanho pode variar a depender das circunstâncias relativas a demanda pela mercadoria, expressa no poder de compra ou na disposição dos consumidores a pagarem o maior preço aspirado pelos monopolistas da madeira.

Marx, ao contrário da renda de monopólio, busca fundamentar uma lei de geral para a formação da renda absoluta por meio da distinção entre o valor trabalho das mercadorias agrícolas e seu correspondente preço de produção. O argumento original de Marx está assentado na transformação dos valores em preços de produção exposto na seção dois do livro III do *Capital* (ver Gehrke, 2013, p. 65). Embora essa discussão fuja do escopo do presente trabalho, podemos revisar rapidamente seu ponto principal. No sistema de valores-trabalho, para um dada taxa comum de exploração em todos os ramos (relação entre o excedente em termos de valor trabalho e o capital variável, também medido em trabalho socialmente necessário), os capitais aplicados nos setores com uma menor composição orgânica do capital serão aqueles que irão se beneficiar com uma maior taxa de lucro. A contradição aparente é resolvida via processo competitivo: a entrada de novos capitais nos setores cuja composição orgânica do capital for maior que a média força a queda dos preços de mercado em comparação com seus valores-trabalho e o inverso ocorre para os setores com a composição orgânica do capital menor do que a média. Para Marx, o resultado final é a formação de um preço de preço a partir de uma taxa de lucro uniforme (encontrada pela taxa de exploração comum e a composição orgânica do capital agregada em todas as indústrias) aplicada sobre os capitais constantes e variáveis de cada indústria.

A agricultura capitalista é uma atividade que se encontra, segundo Marx, operando com uma composição orgânica do capital abaixo da média. O baixo nível de investimento normalmente requerido para produção de gêneros agrícolas, somado ao relativo atraso na implementação de métodos de produção tecnologicamente mais avançados (devido em parte a própria base fundiária de origem pré-capitalista), explicam por que é de se esperar uma menor proporção de meios de produção em comparação com a quantidade de trabalho vivo executado no campo. A evidência, abundante à época de Marx, do descompasso entre a mecanização no campo e a intensividade de capital na indústria justifica essa conclusão, embora

ela seja de difícil generalização para os dias atuais.

A renda absoluta da terra surge na agricultura através do bloqueio ao processo competitivo clássico erigido pelos proprietários de terra ao não permitirem novos investimentos de capital no setor agrícola.<sup>23</sup> Esse impedimento é responsável pelo não nivelamento entre a taxa de lucro da agricultura e da indústria (ou demais setores) e, com isso, por constrangir a formação de um preço de produção para as mercadorias agrícolas distinto de seus valores-trabalho. O diferencial entre o valor-trabalho e o preço de produção formado de acordo com a taxa de lucro uniforme é a parcela exigida do excedente social na forma de pagamento da renda absoluta. A renda absoluta deverá existir nas novas terras a serem cultivadas assim como nas antigas já em cultivo, devido ao fato de que o diferencial entre as taxas de lucro continua a atrair novos capitais para a agricultura. O meio de barganha dos proprietários é o poder de restringir o investimento nessas terras e a induzir a competição dos capitalistas por todas as terras disponíveis:

*"The mere legal ownership of land does not create any ground-rent for the owner. But it does, indeed, give him the power to withdraw his land from exploitation until economic conditions permit him to utilise it in such manner as to yield him a surplus, be it used for actual agricultural or other production purposes, such as buildings, etc. He cannot increase or decrease the absolute magnitude of this sphere, but he can change the quantity of land paced on the market."*  
Marx (1977 [1894], p. 757).

E também:

---

<sup>23</sup>Marx (1977 [1894], p. 771): *"Given the same rate of surplus-value, or degree of labour exploitation, equally large capitals in various spheres of production produce different amounts of surplus-value, in accordance with their varying average composition. In industry these various masses of surplus-value are equalised into an average profit and distributed uniformly among the individual capitals as aliquot parts of the social capitals. Landed property hinders such an equalisation among capitals invested in land, whenever production requires land either for agriculture or extraction of raw materials, and takes hold portion of the surplus-value, which would otherwise take part in equalising to the general rate of profits. The rent, then, forms a portion of the value, or, more specifically, surplus-value, of commodities, and instead of falling into the lap of capitalists, who have extracted it from their labours, it falls to the share of the landlords, who extract it from capitalists".*

*"The landlord is always ready to draw a rent, i. e. to receive something for nothing. But capital requires certain conditions to fulfill his wish. Competition between pieces of land does not, therefore, depend upon the landlord desiring them to compete, but upon the capital existing which seeks to compete with other capitals in the new fields." Marx (1977 [1894], p. 771)*

Logo a renda absoluta deve coexistir com as rendas diferenciais do tipo I e II e seu mecanismo de formação é completamente independente dessas últimas. Não é o diferencial de fertilidade do solo, nem de produtividade entre volumes adicionais de capital empregados, as razões por trás da formação da renda absoluta (Marx, 1977 [1894], p. 755). Basta que o processo competitivo, em face das diferença entre a composição orgânica do capital entre a indústria a agricultura, seja interrompido pela retirada da oferta de terras por parte dos proprietários para que essa renda venha a se estabelecer. Sua determinação, no entanto, não é arbitrária, como no caso da renda de monopólio, mas depende da diferença entre o valor trabalho e o preço de produção, o qual incorpora a taxa de lucro uniforme. Quanto maior for essa diferença, isto é, maior for a distância entre a composição orgânica do capital na indústria e no resto da economia, maior será o espaço de conflito entre os proprietários de terra e os capitalistas por essa parcela do excedente. Os limites externos ao poder do proprietários em obter a renda absoluta máxima são dados pela competição com mercadorias estrangeiras (que podem definir um preço de mercado entre o valor-trabalho e o preço de produção) e a aplicação intensiva em terras já em uso (o que reforçaria o tamanho da renda diferencial do tipo II).

Há duas objeções comuns a teoria da renda absoluta da terra de Marx. A primeira diz respeito a hipótese historicamente contingente de que na agricultura a composição orgânica do capital seja menor do que no resto da economia. Nesse caso, a renda absoluta poderia desaparecer conforme o progresso técnico (no sentido de aumento de capital por trabalhador) na agricultura equipare-a com o indústria e o setor de serviços, ou pelo menos tenda a crescer a uma taxa similar a ambos. No termos de Marx, isso extingiria a maior taxa de lucro da agricultura e a terra deixaria de ser um recursos não-reprodutível a ser disputado pelos capitalistas.

A segunda crítica, de natureza teórica, diz respeito ao desdobramento do erro incorrido por Marx no "problema da transformação". Como é de conhecimento comum, os valores-trabalho são prescindíveis para se chegar aos preços de produção e a fórmula para a taxa de lucro geral proposta por Marx não é correta. O mecanismo concorrencial não cumpre a função de nivelar as taxas de lucro tendo com ponto de partida os valores-trabalho para só então se chegar aos preços de produção. Como consequência, os valores-trabalhos não podem servir como teto aos preços de mercado e a renda absoluta máxima não pode ser encontrada pela diferença entre a quantidade de trabalho e o seu preço de produção. No mais, é também incorreta a compreensão de que a convergência dos valores-trabalho para os preços de produção seguem um processo histórico e de que em algum momento hipotético as mercadorias agrícolas foram vendidas pelos seus valores-trabalho.

O resultado dessas interpretações é de que a teoria da renda absoluta ou possui validade histórica limitada (em razão do progresso técnico na agricultura) ou é logicamente incoerente (pois os valores trabalho não constituem um teto para os preços de mercado). A segunda conclusão levou diversos comentadores de Marx a argumentarem que a renda absoluta nada mais é do que uma renda de monopólio, cuja indeterminação é herdada da versão original de Smith. Marx parece insinuar isso em algumas passagens, ao notar que a diferença do preço de mercado para o preço de produção só pode ser conhecida uma vez que soubermos o poder de compra e a disposição em exercê-lo por parte dos consumidores. Contudo, o fato de que sob o modo de produção capitalista a terra é propriedade privada e seus donos dispõem do poder de, sob certas circunstâncias, exigir uma remuneração por seu uso, é e continua a ser relevante. No mais, a diferença fundamental entre a renda de monopólio e a renda absoluta reside na compreensão de que a segunda é fruto de uma barreira artificial criada à utilização de um recurso que não é por si só escasso e cuja oferta da mercadoria produzida com base nele poderia ser expandida mediante o pagamento da renda absoluta ao proprietário (Fratini, 2018, p. 21), ao passo que a primeira representa um recurso limitado fisicamente (embora a renda de monopólio só surja em razão da propriedade privada sobre ele).

### 3.3.2 Preços de ativos, taxa de juros e renda absoluta da terra

O passo seguinte de Marx é considerar a renda da terra recebida em propriedades não voltadas a atividades agrícolas, como no caso de terras urbanas destinadas a edifícios e moradia. Essa renda, ao contrário da renda absoluta, não pode ser explicada pelo diferencial entre valor e preços de produção e pela interrupção do processo competitivo clássico. A renda extraída do contrato da uso dessas terras também não deve ser confundida com a amortização do investimento do capital fixo nos prédios, o qual é remunerado pela taxa de lucro normal e diluída durante a vida útil dos edifícios. Essas rendas são indeterminadas tanto quanto as rendas de monopólio e a renda absoluta na agricultura.

As terras constituem parte do estoque de riqueza capitalista, embora seu preço seja definido como "irracional", pois não se trata de uma mercadoria reproduzível. A terra é comprada para obtenção da remuneração pura do capital assim como a de qualquer outro ativo financeiro cuja retorno é definido pelo seu juros pago (Marx, 1977 [1894], p. 762):

*"That it is only the title of a number of persons to the possession of the globe enabling them to appropriate to themselves as tribute a portion of the surplus labour of society and furthermore to a constantly increasing extent with the development of production, is concealed by the fact that the capitalised rent, i. e., precisely this capitalised tribute, appears as the price of land, which may therefore be sold like any other article of commerce. The buyer, therefore, does not feel that his title to the rent is obtained gratis, and without the labour, risk, and spirit of enterprise of the capitalist, but rather that he has paid for it with an equivalent. To the buyer, as previously indicated, the rent appears merely as interest on the capital with which he has purchased the land and consequently his title to the rent."*

Considerando o argumento original de Marx (e de Ricardo), as rendas futuras capitalizadas pela taxa de juros vigente constituem o preço das mesmas. Como para esses autores essas rendas são precisamente determinadas (renda tipo I e II para Ricardo e Marx, renda absoluta para Marx), ao se conhecer a taxa de juros, chega-se também ao preço da terra. A

arbitragem entre o que Marx chama de *bear interest capital* - isto é, o capital fictício remunerado ao juro puro - e uma certa quantia de terra é responsável por determinar a relação entre seus preços de demanda (Harvey, 2006 [1982], p. 347). Consideremos que o ativo financeiro seja ações que pagam um dividendo esperado. Para uma dada taxa de juro básica, a qual capitaliza e traz para o valor presente esse títulos, o preço de demanda pelo mesmo será dado por:

$$p_a = \frac{\sum_{t=1}^n dv_t}{i} \quad (3.20)$$

E a o preço da terra é dado por:

$$p_l = \frac{\sum_{t=1}^n \eta_t}{i} \quad (3.21)$$

Segundo 3.20,  $dv_t$ ,  $i$ , e  $p_a$  definem o dividendo pago pelo ativo, a taxa básica de juro e  $p_a$ , o preço do ativo, respectivamente. Já em 3.21,  $\eta$  é o valor da renda absoluta da terra e  $p_l$ , o preço da terra.

Para Marx, o preço relativo da terra em comparação com o da ação irá aumentar caso a renda da terra cresça durante o período de vigência dessa ação. É claro que uma variação da taxa de juro implica um movimento similar no preço de ambos. O mesmo raciocínio se aplica no caso de tratarmos não só de ações, mas também de títulos a juro fixos com mercados secundários. Nos três casos, um aumento da taxa de juro diminui o preço dos três ativos e implica uma perda de capital. No caso da terra, o preço pela mesma também pode crescer na presença de investimentos de capital fixo. De qualquer forma, a arbitragem entre a terra e os ativos financeiros é responsável pela formação de uma estrutura de preços compatível com os diferenciais de juro, dividendos e renda da terra. No que importa para Marx, como a taxa de juro é exógena e a renda absoluta definida pelos diferenciais na composição orgânica do capital, o preço da terra também está dado.

Como podemos considerar a relação entre os preços dos diferentes ativos quando, ao contrário de Marx, assumimos que a renda absoluta não esteja determinada? Vimos na subseção anterior que os argumentos de Marx para definição precisa da renda absoluta não se sustentam, apesar de que a razão para sua existência ser decorrência da propriedade privada capitalista. Podemos propor uma inversão da causalidade entre renda absoluta, equilíbrio do preço dos ativos e taxa de juros, partindo da última para a primeira. Se focarmos na variação da taxa de juros e na arbitragem de ativos, é possível que a renda absoluta torne-se residual pela necessidade de sua equalização com a taxa de retorno dos ativos financeiros. Esse ajuste pode ser feito via arbitragem pelo preço da terra. Com isso, a renda absoluta da terra é definida como resíduo da arbitragem entre os preços dos diferentes ativos. O preço da terra deverá se equiparar, para uma dada taxa de juros, ao preço das ações, que depende dos dividendos.

A equalização entre o preço das ações e da terra depende do dividendo por ações e da renda absoluta por acre (ou a unidade de terra relevante no mercado em questão). Conforme cada dólar investido por ação ou por acre terra deverá levar a mesma taxa de retorno, teremos que os preços de cada ação deverá se equalizar ao preço do acre ( $p_a = p_l$ ) e, com isso:

$$\sum_{t=1}^n dv_t = \sum_{t=1}^n \eta_t \quad (3.22)$$

Por sua vez, os dividendos pago pelas ações das empresas produtivas deverão estar relacionados com a taxa de lucro vigente no uso produtivo do capital e com eventuais ganhos de capital. No entanto, uma vez que os dividendos forem definidos (incluindo a taxa de retorno implícita dos ganhos de capital) e, para uma dada taxa de juros, o preço desses ativos também estejam definidos, a renda da terra absoluta estará por completo determinada pelo processo de arbitragem. Para isso, basta que haja um mercado de terras aberto que permita aos capitalistas uma forma de investimento financeiro alternativo a compra de ativos financeiros, como no caso mais simples no qual é possível obter uma taxa de retorno positiva por meio da compra de ações.

Uma renda absoluta positiva expressa o fato de que em uma economia capitalista a terra terá um preço positivo e, para o capitalista que a adquire, ela deverá apresentar uma taxa de retorno positiva, cuja arbitragem entre os demais títulos define a renda que incide sobre ela para aqueles que a arrendam - sejam outros capitalistas que utilizarão a terra produtivamente, ou seja o custo de oportunidade incorporado no preço de produção por parte das empresas que já possuem a terra e que poderiam arrendá-la à renda absoluta vigente. Embora seu preço seja 'irracional', a terra é, como define Marx, um *interest bear capital*, igual a qualquer outro ativo financeiro.

Se toda terra deverá pagar renda absoluta, afora as rendas diferenciais, essa obrigatoriamente deve compor os preços de produção. Não se trata desse caso de uma renda de monopólio, cujo valor (como vimos) depende das condições flutuantes da demanda efetiva. Também não se trata de uma renda absoluta explicada nos termos originais de Marx. Mas ainda assim se faz pesar sobre os custos de produção pela exigência de se tratar de um ativo com uma taxa de retorno exigida por sua utilização. Temos, portanto, que o preço de produção será mais alto quando a terra fizer parte do capital a ser valorizado e renda da terra servir uma função similar a de um dividendo para uma ação. Essa percepção nos leva a reescrever o sistema de preços de produção:

$$Ap(1 + r) + lw + \Lambda\eta = p \quad (3.23)$$

O vetor de terra por unidade de produto  $\Lambda$  e a renda absoluta uniforme cada unidade de terra  $\eta$  afetam a determinação do sistema de preços para uma dada taxa de lucro. Embora exógenas, à medida que se utilizem mais terras ou essa renda venha a crescer, o salário real, para um taxa de lucro, se contrairá. A relação inversa entre renda da terra e salário real torna mais complexo o conflito distributivo e dá um novo peso ao papel do setor financeiro em moldá-lo. Segundo a teoria de Pivetti com a qual trabalhamos, a queda da taxa de juros dá abertura ao crescimento dos salários reais apenas se houver uma concomitante redução da taxa de retorno dos ativos financeiros, e por consequência de seus preços e do preço da

terra. Consideramos que essas possibilidades tem sido até então pouco enfatizada em suas implicações analíticas dentro da abordagem sraffiana.

Mesmo na presença da competição, esse custo adicional passa a ser parte da técnica dominante, pois é inescapável para qualquer capitalista o pagamento dessa renda absoluta (mesmo como parte do custo de oportunidade da aquisição original da terra para fins produtivos). A renda absoluta adquire um significado mais importante do que na sua versão original: tanto atividades agrícolas quanto urbanas deverão incorporá-la. Isso resulta do fato que o mercado por terra está sujeito à taxa de retorno obtível com a compra de ativos financeiros. A única situação na qual essa renda (e seu efeito distributivo) desapareceria seria caso houvesse uma restrita regulação estatal inviabilizando a aquisição de terras para fins de investimento financeiro, o que não representa a tendência mundial da assim chamada 'financeirização'.

### 3.4 Conclusão

No presente capítulo, buscamos apresentar o conceito de rendas financeiras como forma de complementar a teoria monetária da distribuição de Pivetti. A renda da terra original da economia política clássica diz respeito ao poder dos proprietários de recursos escassos de se apropriarem de parte do produto social mediante o controle do acesso ao recurso que possuem. Ricardo e Marx explicavam o aparecimento dessa renda no caso de que terras de distintas fertilidades fossem utilizadas ao mesmo tempo. No caso da renda diferencial extensiva, à medida que a demanda efetiva pelas mercadorias agrícolas crescesse, novas terras de menor rentabilidade eram incorporadas e, como resultado, haveria uma redução da taxa de lucro e um aumento da renda da terra.

Por analogia à teoria ricardiana, em indústrias nas quais vigorem diferentes estruturas de financiamento da produção, as empresas com piores condições de financiamento, definidas pela maior participação de capital de terceiros sobre capital próprio e pela suas diferentes e maiores taxas de juros cobradas, definirão maiores preços de produção. As demais empre-

sas, cujos custos financeiros forem menores, receberão um excedente sobre a taxa de lucro normal, a que nos denominamos de rendas financeiras. Quanto maior for a distância entre o custo de produção e o custo financeiro das empresas em piores condições, maior será a renda financeira. O diferencial de custo financeiro cumpre o papel do diferencial de rentabilidade da terra.

As condições de financiamento podem representar uma espécie de recurso escasso se considerarmos que não são todas as empresas que precisam e que conseguem financiar parte da produção a taxas favoráveis. Quanto maior for a escala de operações e a quantidade de ativos já existentes, entre outros aspectos, melhores serão o acesso a crédito bancário ou ao financiamento acionário. Essas empresas serão as beneficiadas pelas rendas financeiras. A condição necessária para que as rendas financeiras emergjam representa uma violação do processo competitivo clássico, pois os custos de endividamento constituem uma forma de barreira à entrada. Argumentamos que, sempre que as empresas já estabelecidas não acomodem o crescimento da demanda setorial com investimentos próprios, haverá espaço para que novos capitais migrem para o setor com estruturas financeiras mais dispendiosas. Essas últimas empresas serão a que definirão o preço de produção de todas as demais. Se essa situação for observada, as rendas financeiras serão encontradas.

Por fim, notamos também que a renda absoluta da terra de Marx pode também ser empregada para explicar a parcela da renda nacional apropriada pelas classes proprietárias. Uma vez que nós não adotemos mais as razões apresentadas por Marx para o surgimento da renda da terra (diferentes composições orgânicas do capital e a transformação dos valores-trabalho em preços de produção), é possível explicá-la pela arbitragem com os ativos financeiros. Para um dado fluxo de rendimentos e uma taxa de juros que o capitalize, o preço desse ativo deverá coincidir com o preço da terra, haja em vista que a terra serve como parte do investimento capitalista como forma de *interest bearing-capital*. A variável de ajuste que permite esse nivelamento é a renda absoluta da terra. A conexão entre a inflação de ativos, o aumento do preço da terra e o crescimento expressivo dos alugueis e da renda da terra como proporção da renda nacional sinaliza a pertinência da renda da terra como fator explicativo da distribuição funcional de renda nas últimas décadas.

## Capítulo 4

# Financeirização, inflação de ativos e o novo custo de oportunidade do capital nos EUA após 1982: uma análise baseada na teoria monetária da distribuição

### 4.1 Introdução

A partir de meados da década de 1980, as taxas de juros, desde a taxa básica até a dos títulos públicos de mais longa duração e dos rendimentos das ações privadas de baixo risco, apresentaram tendência declinantes na economia norte-americana (Capraro, Panico e Torres-González, 2021). De 2001 em diante, a orientação de uma política monetária de juros baixos (chegando até mesmo a patamares negativos por curtos períodos) e alta introdução de liquidez é reforçada, o que somada às operações de resgates das instituições financeiras na crise de 2008 e ao *Quantitative Easing*, proveram condições de nivelamento da estrutura a termo das taxa de juros em valores muito baixos. Segundo a teoria monetária da distribuição, na ausência de variações no lucro líquido dos empresários, a tendência das parcelas distributivas é governada pela evolução da política monetária e da taxa de juros de longo prazo de ativos sem risco. Por consequência, é previsto pela teoria que uma queda nas taxa reais de juros deve ser acompanhada por uma redução simultânea da taxa de lucro e, por consequência,

por uma elevação da participação dos salários na renda.

No entanto, a experiência das últimas quatro décadas nos países capitalistas centrais não se encaixa nesse quadro proposto, o que gera um impasse na explicação dos fatos estilizados da repartição da renda nacional entre salários e lucros, fenômeno reconhecido pelo próprio Pivetti (2014, p. 4). Principalmente após a divulgação dos trabalhos de Piketty (2014) e Milanovic (2016), nessas mesmas décadas é de conhecimento comum a expansão significativa das desigualdades de renda (e de riqueza), e em especial o crescimento expressivo do rendimento do capital auferido pelo 1% mais rico da distribuição. A proeminência política desse fenômeno e a maior sofisticação estatística em constatá-lo foram responsáveis por obrigar o debate a respeito dos determinantes da distribuição funcional da renda (e, implicitamente, sobre as relações de poder e economia) a ser levado a sério mesmo por economistas neoclássicos que até então deliberadamente o ignoravam ou o consideravam inócuo.

O objetivo desse capítulo final será o de propor uma explicação compatível com a teoria monetária da distribuição para lidar com esses fatos estilizados. Para tanto, realizaremos uma análise pormenorizada das transformações ocorridas no setor financeiro de 1982 adiante e das razões por trás do rompimento do elo teórico entre as taxas de juros e a taxa de lucro como previsto pela livre competição. A literatura heterodoxa da assim chamada "financeirização" prevê elementos destas transformações que podem ser incorporados à teoria que até agora tratamos. Não será nosso objetivo uma nova conceitualização da 'financeirização', nem uma revisão exaustiva do debate acerca dela. Procuraremos reconstruir os elementos centrais que, de acordo com a teoria elaborada na tese, nos permita elencar os principais canais de transmissão pelos quais o novo papel do setor financeiro exerce influência sobre o padrão distributivo observado.

O cerne do argumento desenvolvido segue uma sugestão apresentada recentemente por Stirati (2018, p. 13) e Pivetti (2019, p. 177-8), segundo a qual os altos rendimentos providos pelo setor financeiro, tanto para investidores individuais quanto para as empresas envolvidas no setor, alteraram a norma responsável por estabelecer a remuneração mínima exigida pelo emprego produtivo do capital no setor não-financeiro. Conforme a expansão dos ganhos

de capital modificou a estrutura de retorno das economias capitalistas avançadas, é possível que a taxa de juros dos títulos públicos de longa duração tenha deixado de ser o custo de oportunidade do capital que baliza a decisão de formação de preços por parte das empresas, substituída por uma combinação de novas taxa originadas no setor financeiro privado:<sup>1</sup>

*"In the light of the recent experience of advanced capitalism, one might be led to believe that the 'void' left in normal profit margins by the long-term rate of interest could perhaps be filled by some rate of return on speculative financial investment, i.e. by persistently higher stock prices/ earnings ratios which would thus become the new opportunity cost of capital employed in production."*(Pivetti, (2019 , p. 177-8)

A estrutura do capítulo é composta por uma primeira parte que sumariza uma longa parte histórica a respeito da origem da financeirização, dando especial ênfase aos fatos estilizados mais importante de natureza quantitativa. Embora não estejamos evidenciando nenhum fato particularmente novo dentro da vasta literatura que trata da financeirização, o capítulo constrói um fio narrativo a acerca da relação entre o fim da inflação oriunda do conflito distributivo ao longo dos anos 1970, o choque de Volcker e sua consequência para a reestruturação do setor financeiro e sua desregulamentação, o crescimento dos níveis de endividamento familiar e corporativo e a inflação de ativos, cujo surgimento é destacado como o desenvolvimento mais expressivo da ampliação da importância do setor financeiro. Ao longo do argumento, o encadeamento dos fatos selecionado é organizado de acordo com as variáveis que, segundo a teoria monetária da distribuição, podem vir a exercer influência sobre a taxa de lucro e a distribuição funcional da renda.

A segunda parte do capítulo lida com as interpretações teóricas desses fatos estilizados. Nas duas primeiras subseções, o foco é centrado nos argumentos teóricos de autores kalecki-anos e sraffianos a respeito da relação entre financeirização e distribuição. Argumentaremos que, embora retratem aspectos importantes da evolução do mercado de trabalho e das con-

---

<sup>1</sup>O autor salienta também no complemento da citação de que o retorno de tais ativos especulativos só poderia ser tomado como custo de oportunidade transitariamente, dado que somente em situações de contínua redução da taxa de juros básica os preços desses ativos cresceriam. Uma vez encontrado o piso mínimo das taxas básicas, seria de se esperar um estouro da bolha financeira subsequente.

dições nas quais o conflito distributivo é realizado, essas contribuições não são capazes de sinalizar como variáveis financeiras afetam de maneira particular a rentabilidade do capital.

Em seguida, nas duas últimas subseções, exploramos duas hipóteses teóricas que se candidatam a possíveis explicações para o paradoxo dos juros baixos e lucros altos. A primeira diz respeito à possibilidade de que uma mudança da preferência pela liquidez tenha influenciado os *spreads* e os prêmios de risco entre diferentes ativos. Para tanto, revisamos brevemente os argumentos teóricos por trás da abordagem da preferência pela liquidez como uma teoria dos *spreads* e em seguida apresentamos uma decomposição empírica desses *spreads* para a economia norte-americana. Como veremos, os *spreads* apresentam um comportamento pouco volátil, o que nos permite concluir que o prêmio de risco dos ativos de uma forma geral não apresenta uma tendência de crescimento (ou também de queda).

Por fim, concluímos o capítulo apresentando a hipótese de que, a partir dos anos 1990, houve uma mudança no custo de oportunidade do capital nos EUA ocasionada pela taxa implícita de retorno das ações resultante dos ganhos de capital advindos da inflação de ativos. Para tanto, a série empírica provida por Shaikh denominada de *The Real Rate of Return of Equity*, construída levando em considerações esses ganhos de capital, provê um movimento similar ao da taxa de lucro como calculada empiricamente por vários autores. O argumento, no entanto, exige que invertamos a interpretação de Shaikh de que os preços dos ativos respondam às mudanças nas taxas de lucro; ao contrário, pela teoria monetária da distribuição de Pivetti, os ganhos de capital compõem a variável exógena e é a taxa de lucro do capital produtivo que se adequa a ela.

## 4.2 A assim chamada financeirização e o padrão distributivo norte-americano após 1982

### 4.2.1 Do conflito distributivo nos anos 70 ao choque de Volcker

A história referente ao término da chamada "*Golden Age*" do capitalismo dos países centrais no pós-Segunda Guerra já foi contada diversas vezes e não é nosso foco revisitar toda essa literatura para os EUA.<sup>2</sup> Vejamos rapidamente quais foram as tendências distributivas e inflacionárias que antecederam a inflexão monetarista de 1979 (Lara, 2008, p. 136-43).

Do fim dos anos 60 até 79, o mundo capitalista assistiu a um recrudescimento da militância sindical, uma redução do crescimento da produtividade e uma contração das margens reais de lucro. Em simultâneo, o aumento dos salários nominais e os choques do preço do petróleo foram responsáveis, na primeira metade da década de 70, por acelerar a taxa de inflação. A partir de 1971, com o fim do sistema de Bretton Woods e a adoção das taxas de câmbio flexíveis, os movimentos especulativos das commodities, em parte como reação ao crescimento do preço das mercadorias industriais no final dos anos 60 (porém em proporção maior do que essas últimas), ampliaram a flutuação do preço das matérias-primas e influíram no maior peso destas para a inflação de custos nos EUA (Kaldor, 1989, p. 545-7 e Serrano, 2004, pp. 196-9). Após o choque do petróleo operado pela OPEP em 1973 (com a finalidade de estabelecer termos de troca mais favoráveis para os países exportadores), o preço do petróleo e das demais matérias-primas ocasionaram a reação do crescimento dos salários nominais na evolução da inflação de custos. Como resultado, a inflação acelerou de 3,5% para 8,7% entre 71-2 e 73-4, ao passo que o crescimento dos salários nominais manteve-se estável entre 6% e 8%. A reação interna dos EUA de manter sua política energética, tendo em vista evitar a desaceleração da economia e a sua demanda interna induzida por petróleo, acaba por acirrar ainda mais o conflito distributivo e a elevar a inflação das mercadorias industriais, cujos produtores buscaram proteger suas margens de lucro e reestabelecer os termos de troca vigentes antes do choque da OPEP.

---

<sup>2</sup>Para tal, ver Bowles, Gordon e Weisskopf (1983) e Serrano (2004).

Durante todo o período, a inflação impôs taxas de juros reais muito baixas, e mesmo negativas para alguns desses anos, uma vez que houve pouca ou nenhuma variação da taxa nominal de juros. O crescimento do salário real, por sua vez, também flutuou em decorrência da diferença entre as variações do salário nominal e da taxa de inflação. Conforme houve uma leve desaceleração da inflação em 1975 (reduzida de 12,3% para 6,4%), só então a taxa de juros real assim como o crescimento do salário real encontraram-se em valores timidamente positivos, o que permite concluir que o primeiro choque do petróleo tenha sido absorvido por ambas as variáveis. A resposta do FED ao fim da inflação 'rastejante'<sup>3</sup> com a explosão salarial em 1968-72 e a aceleração decorrente do primeiro choque de petróleo em 1973 não fora a aplicação de medidas monetaristas drásticas. O impasse distributivo se estendeu até o final da década sem que se pudesse ser indicado um desfecho favorável ao capital ou ao trabalho.

A relutância do governo Nixon e Ford em implementarem uma política monetária designada para promover o desemprego deliberado ilustra como o monetarismo não era uma doutrina por completo difundida dentro de ambos os partidos norte-americanos e nos órgãos governamentais responsáveis pela política econômica. A primeira reação do FED de elevar a taxa básica em 69-70 não deve ser vista como uma antecessora da virada monetarista no fim da década, pois à época a preocupação com a estabilidade do sistema financeiro prevalecia sobre a urgência de controlar a inflação. Por exemplo, a falência da *Penn Central Transportation* em 1970, atribuída à restrição monetária do FED, recomendou cautela em novos aumentos da taxa de juros, dado os possíveis efeitos colaterais negativos de variações abruptas da taxa de juros básica e da decorrente mudança na estrutura de retorno dos ativos financeiros (Panitich e Gindi, 2012, p. 139). A prioridade da política monetária em garantir a estabilidade do sistema financeiro foi reafirmada por meio do compromisso do FED em

---

<sup>3</sup>O termo inflação rastejante foi cunhado por Kaldor (1976, pp. 708-9) para descrever a inflação dos países centrais entre 1953 e 1967. Durante o período, a baixa porém persistente inflação decorria do crescimento causado dos salários nominais e da produtividade nos setores mais dinâmicos, parte do compromisso distributivo do pós-guerra. Esse crescimento sinalizava para os assalariados em setores menos dinâmicos o quanto seus salários teriam de se elevar para que fosse mantido os diferenciais de rendimentos. Como para esses trabalhadores a extensão dos ganhos salariais não era acompanhada por um aumento similar da produtividade, o resultado final era uma pressão inflacionária dos salários nominais sobre as margens de lucro nos setores menos dinâmicos.

operar como prestador de última instância às empresas financeiras e não-financeiras, com a finalidade de garantir liquidez e reduzir o risco sistêmico, mesmo que às custas do controle dos agregados monetários.

Chama a atenção quanto à opinião prevalecente do governo norte-americano na época o posicionamento de Alan Greenspan em 1974, então chefe do *Council of Economic Adviser*, que corrobora a postura do FED de não realizar uma reação agressiva à aceleração da inflação e de aceitar o aumento do nível de preços, uma vez que, caso atuasse na direção contrária, poderia produzir uma severa recessão. A fragilidade da economia norte-americana quanto à política monetária era identificada por Greenspan no peso das hipotecas imobiliárias na composição do estoque de ativos financeiros dos bancos de investimento e no provável descasamento entre a maturação dos passivos e seu custo de financiamento acarretado por uma elevação repentina e substancial da taxa básica (a própria *Penn Central* atuava no mercado hipotecário). Em face de uma situação de estresse no mercado, o FED seria obrigado a atuar abrindo uma janela de empréstimos para as empresas financeiras em dificuldade e anularia o efeito desejado inicial da política monetária restritiva (Panitch e Gindin, 2012, p. 139).

Outro exemplo da relação entre a política monetária e seu papel no conflito distributivo nos anos 70 é a postura do *Bundesbank* na Alemanha (Goodman, 1992, p. 71). Em 1974, a Confederação Sindical Alemã (DBG) pressionou por uma negociação a nível nacional para obter aumentos dos salários nominais de 15% para 20%, o dobro da inflação esperada. O presidente do Banco Central, Helmut Schmit, alertou que tamanho crescimento colocaria empregos em risco e recomendou que houvesse um acordo entre o governo e os sindicatos para que o aumento ficasse abaixo de dois dígitos. Ao fim das negociações, o presidente Willy Bradt concedeu 12% de aumentos nominais, sancionando um crescimento real de 5% em face da inflação de 7% para o mesmo ano. Apesar da retórica agressiva contra a barganha salarial, considerada excessiva e deletéria para a inflação, o *Bundesbank* não direcionou uma política monetária ainda mais restritiva e os juros reais mantiveram-se estáveis.<sup>4</sup> Não obs-

---

<sup>4</sup>Vale notar que, embora as taxas de juros reais na Alemanha se mantiveram altas durante toda a década, não foi observado um movimento de elevá-las até o choque de 79, mesmo em face do redescrudimento do conflito distributivo descrito no parágrafo.

tante esse resultado, o sistema de barganha coletivo vigente do pós-guerra até 1974 entre os trabalhadores, grandes empresas e o governo não mais contaria com a colaboração do *Bundesbank*, antevendo a reorientação global da política monetária do EUA nos anos seguintes.

O 'golpe de Volcker', ocorrida ainda durante o governo democrata de Carter<sup>5</sup> expressa o ato definitivo que imprimiu ao conflito distributivo um resultado favorável ao capital e, indiretamente, aplacou a contestação internacional ao padrão dólar flexível. Todos os demais países foram forçados a elevarem em conjunto suas taxas de juros internas sob a pena de incorrem em crises cambiais e fugas abruptas de capitais. Mesmo com o salto do desemprego de 5% em 1979 para 10% em 1982, o FED manteve a taxa real de juros pelo menos acima de 5% até 1985, assegurando sua adesão à redução da inflação a despeito do custo em termos da recessão e do desemprego mundiais subsequentes. Em face da relativa persistência da inflação logo após o choque, o próprio Volcker viria a admitir que o êxito da política anti-inflacionária foi facilitada pelo enfraquecimento do mercado de trabalho e do ataque promovido pelo governo Reagan às organizações sindicais e movimentos grevistas que resistiam ao novo padrão distributivo (Glyn, 2006, p. 27; Serrano, 2004, p.203).

A preservação relativa do salário real não se repetiria com o segundo choque do petróleo em 1979. O crescimento do preço do barril de petróleo acumulado fora de 182%, levando a taxa de inflação ao valores de 13,3% e 12,5%, entre 1979 e 1980, respectivamente. Contudo, a reação mais tímida dos salários nominais imprimiu perdas reais de 5,4% e 4,4% para esses mesmos anos, no sentido oposto ao movimento da taxa real de juros, que saltou do valor negativo de -0,63% em 1979, para sua máxima histórica de 11,05% em 1982. Além da desaceleração do crescimento dos salários nominais, o movimento de revalorização do dólar barateou as commodities e contribuiu para a redução da inflação advinda das matérias-primas importadas. Já em 1983, podemos concluir que o controle da inflação, que caiu para meros

---

<sup>5</sup>O próprio Carter era inicialmente contrário a uma política monetária que implicasse um alto desemprego. Durante a campanha de 1976, em um discurso para a AFL-CIO, Carter havia acusado o governo Ford de promover deliberadamente "os males do desemprego para combater a inflação" (Panitch e Gindin 2012, p. 169). No entanto, ao final do seu mandato em 1979, o próprio Carter expressou sua opinião de que o dólar passava por uma "crise de confiança", decorrente de sua desvalorização após a tentativa frustrada de coordenar internacionalmente políticas expansivas junto ao G7 (Panitch e Gindin 2012, p. 167), o que sinaliza a virada monetarista.

3%, e a desaceleração dos salários nominais permitiram o restabelecimento das margens de lucro reais e da taxa de lucro em concordância com a nova e muito mais elevada taxa real de juros resultante do choque de Volcker (Lara, 2008, p. 143).<sup>6</sup>

#### **4.2.2 A estagnação salarial e o descolamento entre as taxas de juros e de lucro**

O efeito distributivo mais imediato do choque de Volcker foi o crescimento da renda dos rentistas, definida por Epstein e Jayadev (2005, p. 68) como o excedente operacional das instituições financeiras mais o pagamento de juros para o setor não-governamental. Nos Estados Unidos, a parcela real da renda dos rentistas pulou de 3,99% para 22,11% do PIB, diretamente ligado ao crescimento das taxas de juros nominais e da queda da inflação, cujo alto nível foi prejudicial para a remuneração dos ativos financeiros em um contexto de baixas taxas de juros nominais. Como Lara (2008 p.160) nota, o fato de que a parcela dos lucros não financeiros na renda nacional ter sido preservada com o crescimento da renda dos rentistas sinaliza a não rivalidade entre esses dois tipos de renda e, portanto, entre a taxa de lucro e de juros. De fato, foi a parcela salarial na renda que, logo no início dos anos 80, foi contraída pelo maior peso da taxa de juros.

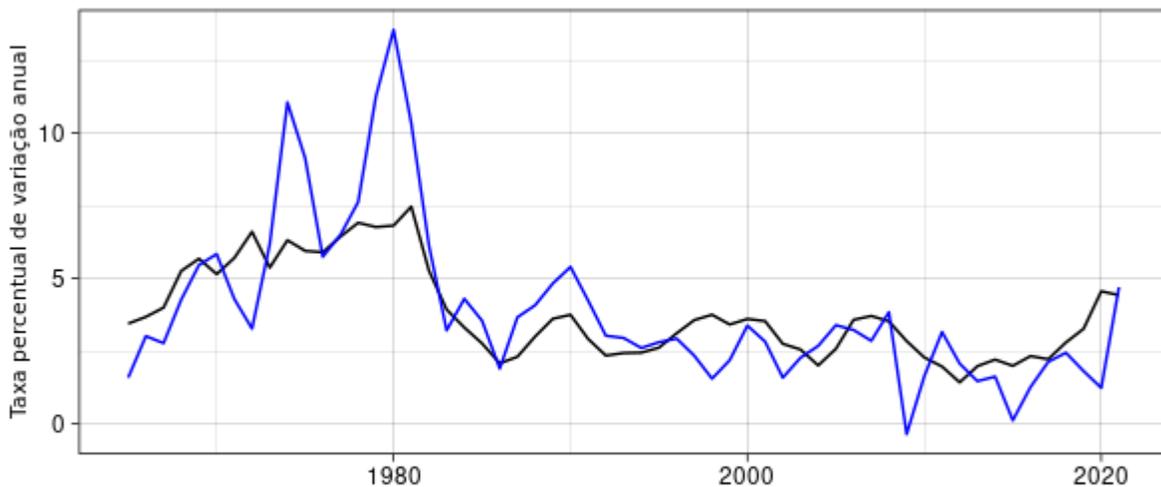
A mais notória e persistente consequência da política monetária restritiva do final dos 1970 anos para a distribuição funcional da renda foi a desaceleração do crescimento dos salários nominais junto à queda da taxa de inflação. A taxa média de crescimento dos salários nominais caiu de 6,3% nos anos 70 para 3,4% anuais entre 1980 e 1986, com a média de 3,2% para todo os anos 90. A tendência de um baixo crescimento dos salários nominais se observa para todo o período até a pandemia de 2020. Pollin (2002) considera que, em especial a partir dos anos 90, houve uma quebra estrutura na curva de Phillips, devido ao fato de que

---

<sup>6</sup>Foi a permanência das taxas de juros reais altas o que alterou o quadro do conflito distributivo da década de 70, pois o repasse dos custos nominais aos preços finais tornou-se maior e, portanto, as margens reais de lucro passaram a ser melhor protegidas contra a evolução dos salários nominais e do preço das matérias-primas (Lara, 2008, p. 144-53), dado o novo maior custo de oportunidade do capital. O movimento das altas taxas de juros do início dos anos 80 reforçou a capacidade de reação dos capitalistas às aspirações dos trabalhadores por maiores salários reais iniciada com o abandono do padrão dólar-ouro em 1971.

a inflação e o crescimento dos salários nominais apresentaram uma forte estabilidade para distintos níveis de desemprego, expresso no formato da curva de Phillips achatada para todo o período. A virtualmente inexistente pressão de custos salariais reflete a retração do poder de barganha dos trabalhadores enquanto consequência de longo prazo tanto do choque do Volcker quanto da redução do crescimento da demanda agregada e do baixo crescimento a ela associado. Alan Greenspan constatou no meio dos anos 90 que o trabalho do FED em assegurar uma baixa inflação tornou-se mais fácil graças a situação dos "traumatized workers" e sua incapacidade de perseguir maiores níveis salariais (Pollin, 2002, p. 3, 2003, pp. 50-6; ver também Uchitelle, 1997).<sup>7</sup>

Figura 4.1: Crescimento dos salários nominais e taxa de inflação.



Crescimento dos salários nominais em preto e da taxa de inflação em azul.  
 Elaboração própria com base na série Average Hourly Earnings of Production and  
 Nonsupervisory Employees, Total Private Consumer Price Index for All Urban Consumers:  
 All Items in U.S. City Average do U.S. Bureau of Labor Statistics.

A redução simultânea do crescimento dos salários nominais e da taxa de inflação pode ser constatada no gráfico 4.1. O fato de que, logo em seguida à recessão de 80-82, houve

<sup>7</sup>Perry e Cline (2016) apresentam um modelo econométrico baseado em vetores auto-regressivos segundo o qual a contenção da inflação durante o período da Grande Moderação (1982-2006) é explicada pelo tímido crescimento dos salários nominais e pela redução dos preços em dólares dos bens importados, em oposição às explicações convencionais baseadas na 'sorte' referente a não incidência de choques de petróleo e da adoção de boas práticas na política monetária, como a regra de Taylor.

uma significativa corrosão do poder de barganha dos trabalhadores ajuda a interpretar a moderação da inflação sob a perspectiva teórica da inflação de custos oriunda do conflito distributivo. Entre 1979 e 1990, o crescimento médio dos salários nominais foi da ordem de 3,7% anuais, ao passo que a inflação também anual média foi de 5% , o que expressa uma leve porém contínua deterioração dos salários reais. A quase ausência de inflação entre 1980 e 2019 permite concluir que as taxas nominais e reais de juros praticamente coincidiram durante o período. Nesse situação, a crítica original de Serrano (1993) a Pivetti (1991), de acordo com a qual se os trabalhadores conseguem pressionar por aumentos nominais que ocasionam uma taxa de inflação positiva, a taxa real de juros poderia se encontrar abaixo da taxa nominal e a distribuição funcional torna-se-ia endógena, não se aplica para o caso norte-americano pós-1982.

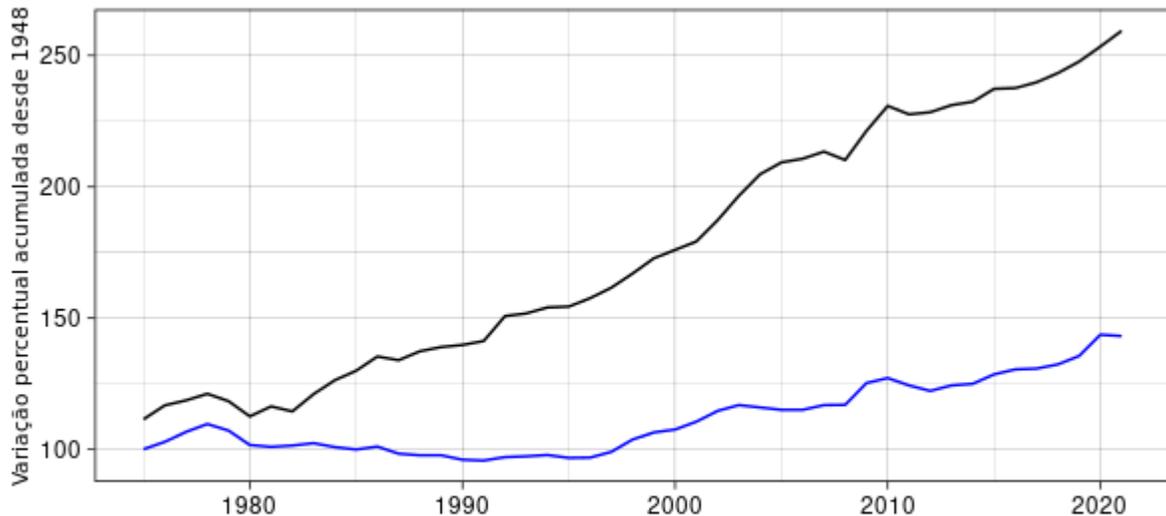
Conforme a produtividade do trabalho voltou se expandir, a estagnação do salário real médio se reverteu em um contínuo processo de aumento da participação do capital na renda nacional e de concentração da distribuição funcional de renda. De em 1982 em diante, salvo os atípicos anos de 1995 e 2015, o salário real médio cresceu abaixo do crescimento da produtividade do trabalho (ver também Taylor, 2020, pp. 5-6).<sup>8</sup> O descolamento entre essas duas séries exprime a força da erosão do poder de barganha dos trabalhadores assalariados e da repressão salarial. Podemos observar essa grande divergência por meio de um gráfico muito conhecido, como 4.2, no qual o crescimento da produtividade do trabalho acumulado desde 1948 é contrastado com o crescimento também acumulado do salário real durante o mesmo período. Até o final dos anos de 1970 essas duas séries caminhavam juntas, e o marco de sua separação é o choque de Volcker. Esse fato estilizado talvez seja o mais importante (e mais documentado) do ponto de vista distributivo de período da financeirização e/ou do pós-Fordismo (Pollin, 2003 p. 43; Stockhammer, 2008, p. 187; Barba e Pivetti, 2009, p. 122; Hein, 2012 p. 8; Palley, 2013, p. 26).

A contrapartida desta grande divergência é o aumento da participação das rendas de ca-

---

<sup>8</sup>Vale notar que, embora a parcela salarial seja em geral anti-cíclica (devido à existência de custos salariais com a gerência das empresas que não são reduzidos diante de uma recessão, os chamados *overhead labor* e da produtividade do trabalho também ser anti-cíclica), a tendência da queda da participação salarial é independente das flutuações de curto prazo do produto

Figura 4.2: Crescimento acumulado desde 1948 da produtividade do trabalho e do salário real médio.

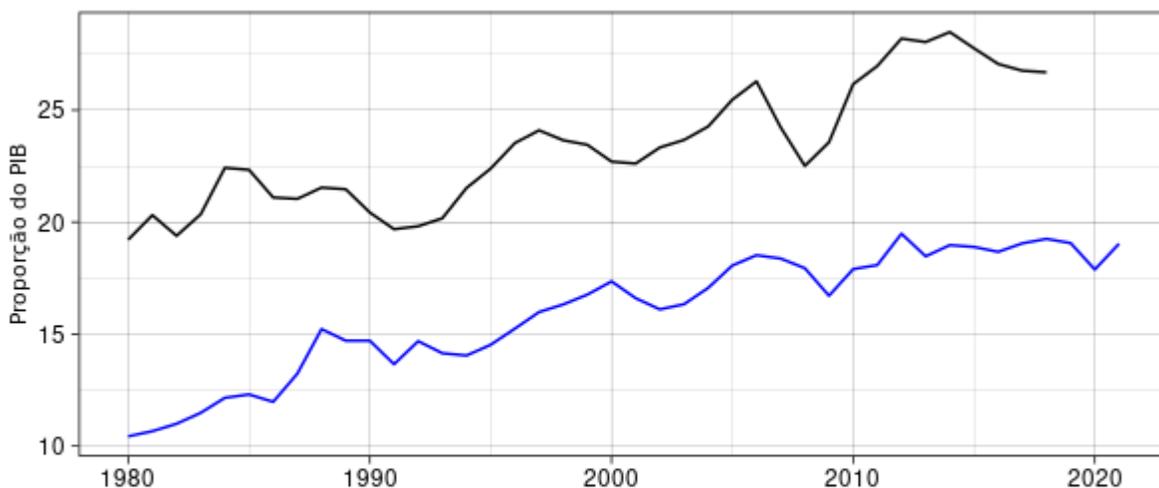


Crescimento acumulado desde 1948 da produtividade do trabalho em preto e do salário real médio em azul (ambos em horas). Dados do Economic Policy Institute, Washington. Elaboração própria.

pital, que passaram a absorver majoritariamente e acumulativamente os ganhos de produtividade do trabalho, observado por meio do gráfico 4.3. Entre os diferentes métodos empíricos para mensurar a participação do capital na renda, optamos aqui por calculá-lo como Excedente Operacional Líquido sobre Renda Nacional Líquida, com dados providos por Bengtsson e Waldenström (2018) a partir das Contas Nacionais dos EUA. Considerar apenas os valores líquidos permite retirar a parcela do produto relativa a depreciação do capital e, com isso, chegar ao quanto as rendas de capital absorvem do excedente de fato. No caso do setor capitalista não-corporativo, composto por empresas com poucos empregados ou operando com auto-emprego, a parcela dos lucros no valor adicionado é imputada implicitamente pela subtração do rendimento médio salarial do setor corporativo multiplicado pelas horas trabalhadas no setor. Independente dessa forma de mensuração, a orientação de crescimento da parcela do capital na renda é nítida. Não só a participação do capital na renda nacional sobe de 20% para 27,5%, como também a participação do 1% mais na renda nacional total acompanha esse movimento, o que evidencia a importância da remuneração do capital na

composição desta classe de renda.

Figura 4.3: Participação líquida do capital na renda e participação 1% mais rico na renda nacional em azul.



Participação líquida do capital no PIB em preto, série de Bengtsson e Waldenström (2018), apêndice online, calculados com dados do U.S. Bureau of Economic Analysis. Participação 1% mais rico na renda nacional em azul, série do World Inequality Database. Ambos elaboração própria.

A participação do capital na renda pode ainda ser decomposta entre setor não-corporativo, corporativo não-financeiro e financeiro (Glyn, 2009, pp. 110-1). Essa decomposição ilustra o peso da mudança estrutural sobre a distribuição funcional de renda, uma vez que o setor corporativo não-financeiro não apresenta uma tendência significativa de aumento da participação da renda do capital no seu valor adicionado em comparação com setor não-corporativo e o corporativo financeiro. É no setor financeiro em que encontramos a maior retração da participação da compensação dos empregados, cuja crescente maior participação no valor adicionado empurra para baixo a participação salarial agregada. Embora tanto as empresas não-financeiras quanto as financeiras apresentem uma queda na participação dos salários na década de 1990, a diferença de mais de 10% entre elas impacta a maior importância do setor financeiro no aumento direto da participação do capital na renda.

A imagem da evolução da distribuição funcional da renda pós-choque de Volcker torna-

se mais complicada ao levarmos em consideração o fato de que a renda salarial dos 10% e 1% mais ricos concentraram quase todo o crescimento dos salários reais e que estes, por se tratarem de remuneração da alta administração e dos CEOs na forma de opções em ações e bônus, podem melhor serem tratadas como parte da renda do capital. A participação dos salários nos 1% mais alto na massa salarial total pulou de 1,57% em 1980 para 3,57% em 2002 (ver Piketty e Saez, 2007, tabela 5B.2). Se retiramos o 1% mais rico da renda salarial, a contração da participação dos salários é muito mais pronunciada, chegando a ficar abaixo dos 30% após anos 2000 (ver Glyn, 2009, pp. 113). A distorção causada na distribuição funcional da renda pela contabilização desses 'salários' na renda do trabalho pode ser intuída pelo fato de que, no mesmo período, a remuneração da alta administração e CEOs nos demais países da OCDE não fora tão pronunciada, e a queda da participação dos salários, mais robustas, do que no EUA quando olhamos a participação total dos salários.

Em um trabalho recente, Taylor (2020, cap. 1) sintetiza o padrão distributivo nos EUA como composto por três grandes classes caracterizadas pelas fontes mais importantes de renda: o 1% mais rico, a classe média entre os 61% e 91% da distribuição, e os 60% mais pobres. O 1% representa a classe cuja maior parte da renda se origina em remuneração de capital, e embora ainda parte importante da renda seja de compensação salarial, esta compreende bônus e opções em ações,<sup>9</sup> de forma que é possível que a proporção dos salários na renda dos 1% mais ricos esteja superestimada. No entanto, foram somente os salários dos 1% que apresentam tendência de crescimento e que puxaram para cima a média salarial.<sup>10</sup> Fora isso, essa classe é responsável pela maior taxa de poupança entre as famílias e, por consequência, é ela quem possui boa parte do estoque de riqueza, entre imóveis, ações e outros ativos financeiros. Os ganhos de capital destes ativos compõem um fluxo importante e crescente no período, apesar de ter uma menor importância dos que as rendas do trabalho e capital.

---

<sup>9</sup>Taylor (2020, p. 19) a define do seguinte modo: *'It is not quite accurate to call the top 1 percent "capitalists" or "rentiers" in the traditional senses of the words, but they are not far removed. Their rapid income growth mostly came from financial transfers and management, not from work on production or direct provision of useful services'*

<sup>10</sup>Em 1979, a participação dos salários dos 10% mais ricos na massa salarial total foi de 51,09%, e em 2002 essa mesma variável chegou a 67,06% (Piketty e Saez, 2007, pp. 215-6).

Já no que diz respeito às duas demais classes, a classe média representa o que seria a classe trabalhadora tradicional, cuja maior parte da renda advém dos salários, e somente uma parte diminuta da sua renda tem como fonte juros, dividendos e rendas de propriedade, com os ganhos de capital compondo uma pequena fração das rendas. Essa classe média fora a parcela da população cujos rendimentos médios reais permaneceram próximos de estagnados - ganhos reais de 1% ao ano - e cuja participação na renda nacional assistiu-se reduzir. A 'Razão de Palma'<sup>11</sup> era em 1984 de 4,5% e em 2014 esse mesmo índice atingiu o patamar de 13%, o que permite concluir que houve um relativo esmagamento da classe média tradicional, cuja redução do seu peso tem papel importante do aumento geral das desigualdade. Para os 60% mais pobres, a principal fonte de renda também advém do trabalho, porém nas faixas salariais mais baixas e parte importante de sua renda (em torno de 50% em 2016) depende de transferências governamentais.

Do ponto de vista da teoria monetária da distribuição, essa tendências distributivas vão na contramão do previsto, uma vez que as quedas contínuas das taxas de juros básicas e dos títulos de longo prazo deveriam ter pressionado para baixo, ou ao menos ter mantido estável, as rendas de capital devido à redução esperada da taxa de retorno do capital em geral, em especial do produtivo, como reconhecido por Stirati (2018, p. 18-9) e Pivetti (2014, p. 4). Conforme a taxa de juros real caísse e houvesse um aumento da produtividade do trabalho, seria esperado que os salários reais crescessem acima da produtividade e a participação do capital na renda e as margens reais de lucro se retraíssem (ver Pivetti, 1991, p. 107), o exato oposto do observado.<sup>12</sup>

Podemos apresentar essa divergência por meio do gráfico 4.4. Embora não haja um consenso entre autores clássicos-marxianos a respeito de como definir a taxa de lucro empiricamente relevante, podemos apresentar algumas destas taxas de lucro e observar que,

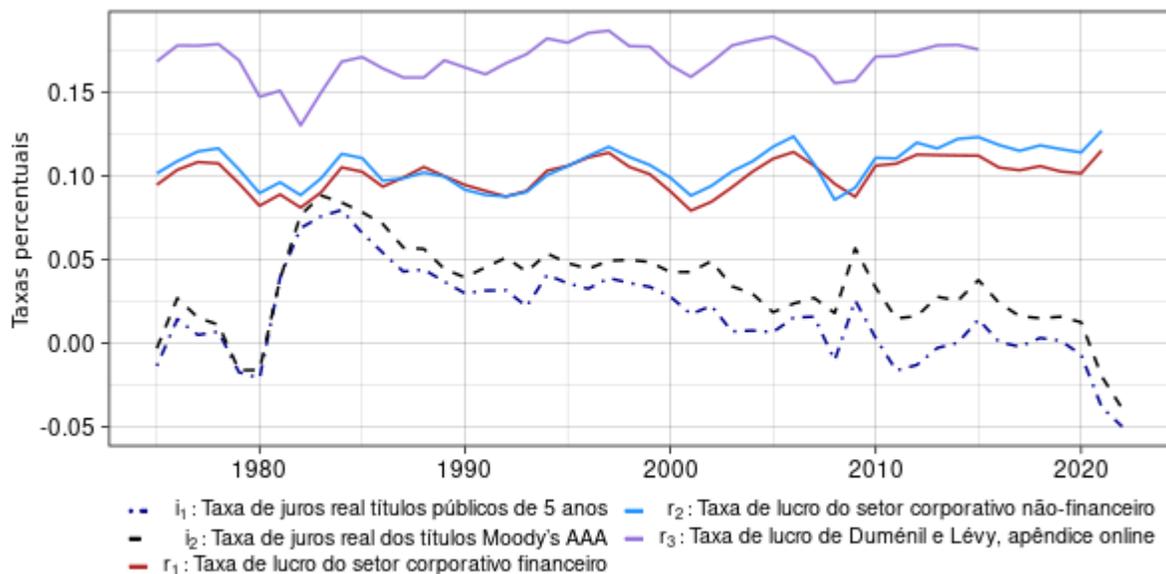
---

<sup>11</sup>A 'Razão de Palma' é definida por Palma (2011) como a razão entre a parcela da renda dos 10% mais ricos e a parcela dos 40% mais pobres. Palma utiliza desse dado por perceber que as métricas usuais da distribuição de renda subestimam o aumento da concentração pois o centro da distribuição de renda tende a se apropriar de uma parcela relativamente constante da renda nacional. Segundo o autor, a 'Razão de Palma' é mais informativa quanto aos movimentos de concentração.

<sup>12</sup>Ver também as equações 1.23 e 1.24 no capítulo 1 para a conexão entre produtividade do trabalho e participação dos salários na renda.

independente de como a definamos, esse descolamento continua a estar presente.

Figura 4.4: Divergência entre taxas de juros observadas e diferentes taxas de lucro empíricas.



Dados retirados no FRED, St. Louis, do US Bureau of Economic Analysis e de Duménil e Lévy (2016), apêndice online. Elaboração própria.

É necessário, contudo, levar em consideração de que essas taxas de lucros empíricas não correspondem ao exato conceito teórico da taxa de lucro normal como definido pela abordagem do excedente, posto que esta última é encontrada ao grau de utilização considerado normal da capacidade produtiva.<sup>13</sup> Como a economia norte-americano apresenta uma tendência de queda no grau de utilização realizado para todo esse intervalo de tempo,<sup>14</sup> as mensurações empíricas não contemplam a taxa normal de lucro como definida pela teoria. Tampouco pode-se dizer que esta taxa de lucro empírica é calculada de acordo com a técnica dominante e que esta esteja isenta de contabilizar rendas diferenciais e/ou de monopólio.

Feita essa ressalva, podemos tentar avaliar o movimento amplo dessas taxas como mé-

<sup>13</sup>Formalmente, a taxa de lucro normal é definida pela seguinte fórmula:  $r = \pi v^{-1} u_n$ , na qual  $v^{-1}$  é o inverso da relação capital-produto (taxa máxima de lucro),  $\pi e u_n$  a participação dos lucros na renda nacional e o grau de utilização normal. Essa equação é normalmente chamada de 'decomposição de Weisskopf'.

<sup>14</sup>Ver a esse respeito Haluska, Summa e Serrano, (2023).

todo indireto de inferir a taxa de lucro normal, a despeito que não tenhamos o valor preciso da evolução desta taxa. Entre os autores mais conhecidos na literatura empírica sobre a taxa de lucro estão Duménil e Lévy (2002, p.442), cuja taxa de lucro pode ser observada pela variável  $r_3$ , definida pela razão entre ao Produto Doméstico Nacional menos a Compensação Salarial e o Estoque Líquido de Ativos Fixos, como definidos pelas Contas Nacionais nos EUA (NIPA).<sup>15</sup> O movimento desta taxa é o de recuperação após a tendência de retração continuada entre o período final da Golden Age, porém mantém-se em patamares ainda muito inferiores às taxas lucros observadas no imediato pós-Guerra (Duménil e Lévy, 2002, p.439; Wolff, 2003, p.491).

Embora sejam raros os trabalhos empíricos que lidam com a teoria monetária da distribuição, uma importante contribuição econométrica é provida por Valle Baeza e Mendieta Muñoz (2012). Neste trabalho, os autores encontram, a partir de séries para as taxas de juros curta e longa e para as taxas de lucro empíricas empregadas por Duménil e Lévy e Shaikh entre os anos 1869-2009, de que a taxa de lucro serve como um teto para as taxas de juros e de que os movimentos da taxa real de juros de longo prazo antecedem e causam unidirecionalmente as variações nas taxas de lucro, de acordo como o teste de causalidade de Granger, embora a correlação entre a taxa real curta e a taxa de lucro seja negativa (c.f. Valle Baeza e Mendieta Muñoz, 2012, p. 173 e pp. 176-7). No entanto, como esse teste não faz uma separação por período, a divergência aqui apontada nos anos seguintes a 1982 está diluída no intervalo muito mais longo no qual o estudo é realizado.

No gráfico 4.4, temos três diferentes séries para distintas mensurações da taxa de lucro empírica, expressas por  $r_3$ ,  $r_2$  e  $r_1$ ; a série  $r_3$  nos dá a taxa de lucro como encontrada em Duménil e Lévy, (2016), ao passo que as  $r_2$  e  $r_1$  nos dão a taxa de lucro do setor corporativo

---

<sup>15</sup>Essa definição da taxa de lucro também é adotada por Wolff (2003, p.480). Outra definição muito relevante é apresentada por Shaikh (2016, pp. 248-249), de acordo com a qual a taxa de lucro é mensurada pela Excedente Operacional Líquido dividido pelo Estoque de Capital Bruto mais os Estoques. Ambas as definições são muito parecidas. No entanto, de acordo com a taxa de lucro considerada relevante por Shaikh, deve-se subtrair os Pagamentos Monetários Líquidos, associados aos custos de juros. Por ser mais controversa e talvez menos alinhada com a definição da taxa de lucro geral de Marx (1977 [1894], parte I, cap. 2), para quem essa taxa deve ser encontrada antes da repartição do excedente entre lucros, juros e renda da terra, preferimos não apresentar essa taxa como definida por Shaikh. Contudo, sua tendência é praticamente idêntica às demais taxa de lucro desta seção

financeiro e não-financeiro, respectivamente. Essas taxas foram calculadas enquanto a razão entre o Excedente Operacional Líquido e o Estoque Líquido de Capital, a partir dos dados da NIPA. Já as séries  $i_2$  e  $i_1$  apresentam a evolução da taxa de juros ajustada pela inflação (série CPI) dos títulos privados listados pela Moody's AAA e os títulos do Tesouro norte-americano de 5 anos de maturação.<sup>16</sup> O mais chamativo dessa divergências entre as três séries superiores e a duas inferiores é a resiliência da taxa de lucro em face de um longo processo de queda de todo espectro das taxas de juros.

Logo após o choque de Volcker e sua máxima histórica real em 1982, as taxas reais de juros básica e longas apresentam tendência de queda: são estabilizadas em valores entre 2,5% e 5,0% na década de 1990, caem mais substancialmente para níveis próximos de zero como reação da política monetária à crise das 'empresas.com' em 2001, e após a crise financeira de 2007/08 e do *Quantitative Easing* passam a apresentar valores negativos de forma sistemática até o retorno da inflação ao fim da pandemia iniciada em 2020. Stirati (2018, p. 18-9) assinala o fato de que as maiores taxas reais de juros médias pós-1979 em comparação com as taxas reais do decênio anterior estão de acordo com o previsto pela teoria monetária da distribuição, uma vez que houve uma recuperação da taxa de lucro após o término da recessão em 1982. Segundo a autora, apenas dos anos 2000 em diante é possível identificar uma divergência significativa entre as duas séries.

Independente do ponto escolhido para datar o início do distancimento entre as taxas de juros reais e as taxas de lucro empíricas, a remuneração geral do capital produtivo não apresenta nenhuma redução significativa. Há uma recuperação em termos das perdas resultantes do acirramento do conflito distributivo e uma sutil inclinação positiva, em orientação oposta à evolução das taxas de juros e da política monetária em geral. Esse duplo movimento impõe um severo questionamento à validade da teoria monetária da distribuição, em suas diversas elaborações, seja a de Pivetti ou mesmo a de Panico (1988).

Esse 'puzzle' é reconhecido também por autores neoclássicos (Caballero, Farhi e Gourin-

---

<sup>16</sup>Escolhemos essas taxas pois Pivetti (1991, p. 21) sugere que o custo de oportunidade do capital é dado por: "the rate on long-term government securities, followed by the rate of interest on loans of the best companies (prime or Aaa long-term corporate bond yields, in the case of the United States)"

chas, 2017, p. 615; Eggertsson, Robbins e Wold, 2021, pp. 522-6),<sup>17</sup> pois para esses autores seria esperado que a taxa de juros refletisse a produtividade marginal do capital, fator por trás da remuneração do capital produtivo. De certa forma, esse descolamento apresenta uma dificuldade para todas as teorias, desde a teoria neoclássica às pós-keynesianas e sraffianas,<sup>18</sup> pois para elas a arbitragem entre diferentes ativos, sejam financeiros ou de bens de capital, deveria garantir uma proporção estável entre suas diferentes taxas de retorno, cujas diferenças seriam explicadas pelas teorias em particular (como preferência pela liquidez ou prêmio de risco). O fato dessas proporções não se mostrarem estáveis e, ao contrário, variarem de acordo com uma nítida direção de afastamento constitui um problema empírico para todas as teorias de juros e lucros.

### 4.2.3 A crise bancária e a reestruturação do setor financeiro

Menos noticiada, porém de suma importância para o argumento que se desenvolverá no capítulo, é o efeito que a política monetária do Volcker desempenhou no dismantelamento da arquitetura financeira herdada do *New Deal*. Os dois marcos regulatório centrais do sistema originado em meio a Grande Depressão e da crise financeira da década de 30 foram o estabelecimento do teto para a taxa de juros pagas pelos bancos comerciais junto aos depósitos de poupança (chamado de *Regulation Q*) e a compartimentalização do mercado bancário entre distintos bancos, como a especialização das instituições de poupança e empréstimos operando apenas no mercado hipotecário, bancos comerciais voltados para o crédito às empresas produtivas e uniões de crédito para os consumidores (Wolfson, 1994, p. 135). A segmentação desses mercados permitiu minimizar riscos de falências acarretadas pela competição bancária excessiva por depósitos (por isso a restrição nas taxas pagas pelos

---

<sup>17</sup>Em sua análise (neoclássica) da evolução da diferença entre taxa de lucro e de juros, Caballero, Farhi e Gourinchas (2017) decompõem a taxa de retorno do capital privado em rendas advindas do poder de mercado, progresso técnico enviesado para o capital e de automação e prêmio de risco. Para quase todas hipóteses a respeito dos demais parâmetros da função de produção e para a maior parte dos intervalos de tempo selecionados, o prêmio de risco figura como a mais importante (ver Caballero, Farhi e Gourinchas, 2017, tabela na p. 618). Em termos da teoria de Pivetti, essa conclusão se assemelha a dizer que o 'lucro líquido do empresário' aumentou, o que constitui uma explicação tautológica, como comenta Eatwell (2022, p. 8).

<sup>18</sup>Para ser mais preciso, as teorias pós-keynesianas baseadas no modelo de crescimento de Cambridge e Sraffianas com salário real exógeno estão isentas desta inadequação empírica.

bancos) entre instituições financeiras de distintas finalidades.

O poder regulatório e de prestador em última instância do FED foi reforçado por meio *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) em 1933, cujo principal objetivo foi o de reestabelecer a confiança do sistema bancário e impedir a ocorrência de novas corridas bancárias. Ao definir quais instituições detêm permissão de receber depósitos de clientes, seja poupança ou à vista, o FED pôde garantir o valor do ativos de agentes não-financeiros em casos de crise financeiras e expandir a segurança sistêmica do setor. As instituições financeiras, embora contrárias inicialmente a parte das reformas (como a separação de bancos comerciais e de investimento promovido pela legislação *Glass-Steagall* de 1933), puderam usufruir de uma alta rentabilidade advinda da propagação do mercado hipotecário no pós-guerra. Esse segmento do mercado, por sua vez, era favorecido pela estabilidade da taxa de juros e seus diferenciais de longo prazo, assim como pela confiança de que não haveria uma repentina alteração das condições competitivas.

O desmonte da estrutura de regulação do sistema financeiro advinda do *New Deal* se sucedeu quase de imediato ao choque de juros de Volcker. O primeiro e mais importante ato de desregulamentação fora o *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (DIDMCA) de 1980, cujo objetivo foi o de remover a *Regulation Q* e o teto aos juros que os bancos podiam pagar pelos depósitos e cobrar junto aos tomadores de crédito.<sup>19</sup> Essa medida foi originalmente implementada com o objetivo de impedir que a repentina variação da taxa de juros básica impactasse a estabilidade das instituições de *Saving & Loans* responsáveis pelo financiamento hipotecário, tais como haviam ocorrido nas elevações anteriores da taxa de juros básica ao longo da década de 70. Seu impacto mais importante foi o de elevar o custo de captação dos bancos comerciais, pois os depósitos à vista e outros passivos passaram a ser remunerados sem mais o antigo teto e com isso os custos financeiros dos bancos se elevaram, pressionando para cima as taxas de juros de empréstimos (ver também Davidson,

---

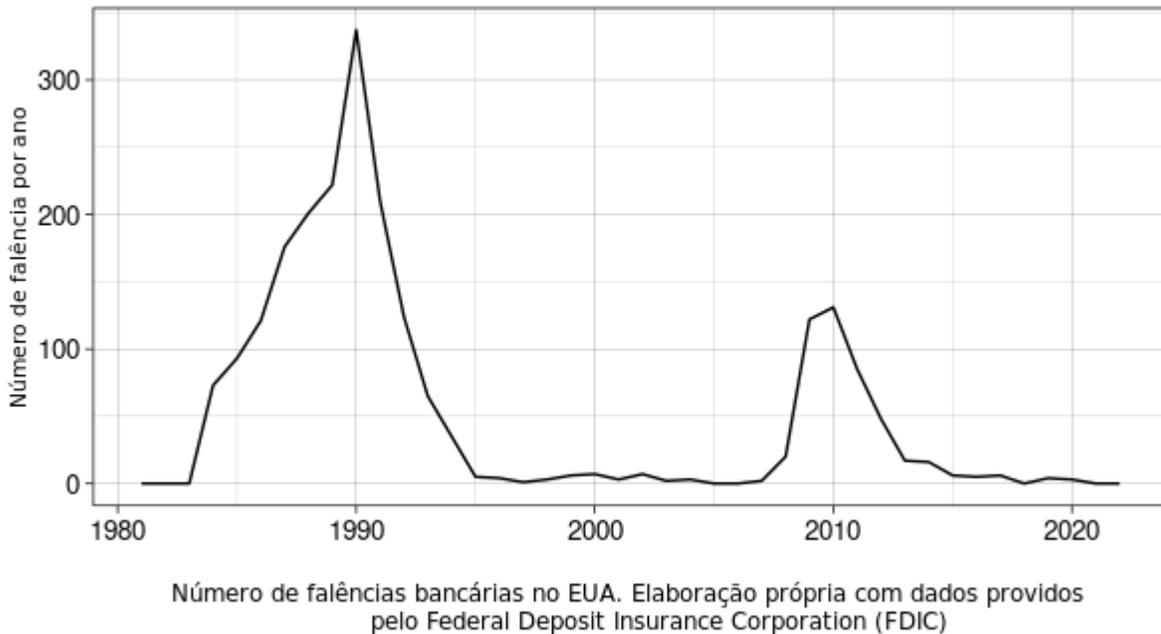
<sup>19</sup>Em paralelo ao que ocorria no mercado norte-americano, Steindl e Bhaduri (1983, p. 15) notam que para os bancos transnacionais europeus, e principalmente para os ingleses, o apoio dado às políticas de altas taxas de juros dependeu em parte do fato que esses mesmos bancos haviam obtido condições de se financiarem em mercados internacionais, como o de petrodólares. Recorrer aos mercados internacionais permitiu a esses bancos contornar os custos internos de maiores taxas de juros ao mesmo tempo que se beneficiaram com as taxas de juros mais altas cobradas em seus empréstimos.

1986, p. 18). A segunda importante reforma fora o *Garn-St. Act* de 1982, destinado a retirar as barreiras para que bancos comprassem bancos entre diferentes estados, assim como as restrições estatutárias ao empréstimos hipotecários por bancos nacionais. Somado a isso, aboliu-se o limite de crédito conferido por bancos (Tregenna, 2009 p. 611).

O ímpeto para a desregulamentação foi um subproduto da crise financeira derivada do próprio choque original de Volcker. Não obstante a introdução do mercado de derivativos e uma maior complexidade de instrumentos financeiros já na segunda metade da década de 70, a crise bancária abateu o setor e levou a falências em massa as instituições de *Savings & Loans*. Em parte por isso, o início da desregulamentação e abandono do "Regulation Q" encontram aliados não só nos grandes bancos, mas também entre pequenos investidores, como a *American Association of Retired Persons*, cujos rendimentos foram negativamente afetados pelas taxas de juros reais negativas resultantes da inflação de dois dígitos (Panitch e Gindin 2012, p. 170). Para debelar essa crise, o DIDMCA permitiu introduzir um novo marco regulatório, segundo a qual todas as instituições financeiras deveriam manter reservas juntos ao FED. Por meio da sua maior capacidade de vigiliância obtida de acordo com o FDIC, o FED pôde promover resgates diretos às instituições que apresentassem riscos sistêmicos e ter maior controle sobre os efeitos colaterais da política monetária sobre a estabilidade do setor financeiro.

A garantia da estabilidade foi conquistada às custas de um radical aumento do grau de concentração e de integração dos mercados financeiros. Entre 1979 e 1994, 36% de todos os bancos comerciais haviam falido e o mercado hipotecário foi transformado por dezenas de falência de pequenas e médias instituições de S& L das quais dependia todo financiamento hipotecário no sistema montado no pós-Guerra. A dimensão da crise bancária da primeira metade dos anos 80 pode ser constatada pelo gráfico 4.5. Para restringir o contágio dessa crise ao mercado imobiliário, fora aprovado o *Secondary Mortgage Market Enhancement Act* de 1984 (SMMEA) com apoio dos grandes bancos de investimento de *Wall Street*, outro grande marco da desregulamentação da época. Segundo a nova legislação, todas instituições financeiras poderiam agora atuar no mercado secundário e emitir *securities* com base em hipotecas.

Figura 4.5: Número de falências bancárias no EUA.



A crise bancária que se seguiu ao choque de Volcker pode ser observada pela queda da rentabilidade da indústria bancária logo no início dos anos 80 e continuada até 1986. Nos anos 70 a ROA (*Return on Assets*) agregada dos bancos norte-americanos obteve a média de 1,1%, e sua queda contínua da rentabilidade só foi recuperada no início dos anos 90,<sup>20</sup> conforme é possível de ser constatado no gráfico 4.6. Em especial, é notório que os anos 80 representam um período de baixa rentabilidade, mesmo após a redução da taxa de juros e a recuperação do preço dos ativos financeiros e imobiliários. O fato de que a indústria bancária não fora diretamente beneficiada no período é indicado pela tendência de redução da razão preços/rendimentos dos bancos em relação à mesma razão das empresas listadas no *Standard's & Poor's 500*, o que para os 25 principais bancos dos EUA significou que "*the market value of capital decreased relative to, and fell below, its book value, suggesting that to investors, the franchise value of large banks was declining*" (FDIC, 1997a, p. 7). Essa queda da rentabilidade bancária, em um contexto de recuperação das taxas de lucro em todos os demais setores,

<sup>20</sup>O mesmo pode ser dito para a outra medida usual de rentabilidade bancária, a ROE, *Return on Equity*, como demonstra Tregenna (2009, p. 614)

pode ser visto como uma das fontes de pressão para a desregulamentação de todo o setor financeiro e o início da financeirização.

Figura 4.6: *Return on Assets* dos bancos Norte Americanos.



Return on Assets dos bancos Norte Americanos. Razão entre a receita líquida dos bancos e o total de ativos. Elaboração própria com dados do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

A desregulamentação encontra um capítulo fundamental na reestruturação do mercado hipotecário (ver, Tooze, 2018, pp. 43-51). O sistema de financiamento hipotecário dos pós-guerra foi assentado em empresas apoiadas pelo governo, entre as quais a mais importante fora a *Fannie Mae*, criada em 1938. O seu papel original foi o de comprar no mercado secundário hipotecas emitidas pelos bancos comerciais e sustentar baixos custos de financiamento para o consumidor inicial, uma vez que o valor de seus ativos era garantido pelo Tesouro Norte-Americano. Embora tendo sido privatizada em 1968, seus ativos continuaram serem considerados tão seguros quanto a dívida pública ao final dos anos setenta. Essa posição privilegiada, contudo, não poupou essas empresas tanto da inflação pré-aumento dos juros, quanto do posterior efeito negativo da alta dos juros: primeiro com uma redução dos valores reais do ativos hipotecários ao longo dos anos setenta, seguido pelo fato que o teto de juros ao qual tais instituições poderiam se financiar inviabilizaram a captação de novos recursos

nos seus balanços em face da nova e mais elevada taxa básica de juros.

O seu esquema de atuação no mercado imobiliário, segundo o qual há uma separação entre o financiamento original e o destino desse ativo (chamado de *originate and distribute*), deu origem a um novo modelo adotado por todas as demais atuantes no mercado hipotecário (e incentivada pela SMMEA) para escapar da crise do início dos anos 80 e manter uma alta rentabilidade: a chamada "securitização". Diferentemente do modelo da *Fannie Mae* de financiamento via emissão de títulos, a "securitização" inaugurou a venda direta da hipotecas para investidores de acordo com um novo ativo criado a partir de um conjunto de hipotecas e do qual se poderia vender apenas participações, cujo nome fora dado de *mortgage-backed securities* (MBS). Esse novo instrumento financeiro permitiu reduzir a exposição ao risco de tais empréstimos para as instituições que a emitiram e as proteger de variações abruptas das taxas de juros, tal como haviam recém experimentado. A possibilidade de revenda desses ativos facilitou para as instituições responsáveis pelo empréstimo hipotecário passarem a vender em mercados secundários e recuperar parte das perdas incorridas na presença de um aumento da taxa de juros.

O passo seguinte foi a criação dos *collateralized mortgage obligation* (CMO), que permitiu categorizar as MBS entre diferentes perfis de risco, associados cada qual a uma diferente taxa de retorno e estimados pelo novo papel da agências de risco como *Moody's Investors* e a *Standard's & Poor's*. Como o julgamento do risco de cada ativo envolvia o conhecimento das estatísticas relevantes da tipo de empréstimos concebido (em contraste com a ação das empresas, cujo risco e valor depende da avaliação subjetiva e imprecisa dos seus lucros futuros), o volume desses novos ativos podiam ser avaliados mediante modelos estatístico gerais e dispensava a necessidade de acompanhamento mais minucioso dos seus chamados fundamentos. Para os novos bancos de investimento que prosperaram com a 'securitização', novos instrumentos financeiros permitiram a oferta de um maior e novo conjunto de serviços, relativos a cada etapada do antigo *originate and distribute*, e com isso a cobrança de novas taxas e fontes de lucros a cada novo ativo criado e vendido.

A transformação na prática da "securitização" e o surgimento dos mercados de derivati-

vos cumpriram um papel essencial na alavancagem dos bancos nas últimas décadas. Originalmente, a "securitização" consistia na emissão de uma "*mortgage associated asset*" associado a um empréstimo hipotecário realizado pelo banco com a finalidade de mitigar o risco por meio da compatibilização dos prazos de vencimento do passivo, não sobrecarregando os bancos emissores com depósitos à vista de curta maturação. Essa prática era comum ao sistema hipotecário norte-americano no pós-guerra e foi exitosa em manter taxas de juros baixas e estáveis para o consumidor final.

Contudo, a partir de meados dos anos 80 com o modelo de *originate and distribute*, a "securitização" se modificou de administração do passivo para a administração ativos: o objetivo dos bancos passou a ser de realizar o empréstimo original e transmiti-lo para outras instituições financeiras (ver Lavoie, 2012, p. 227). Um ativo relativo a um empréstimo bancário, e que envolve uma transação com o agente externo ao setor financeiro, tornou-se capaz de gerar um múltiplo de ativos interno ao setor financeiro na forma de "*Collateralized Debt Obligation*" (CDO) ou "*Credit Default Swaps*" (CDS), entre outros contratos de mitigação de risco. A desconexão entre o risco dos empréstimos e o banco de origem também permitiu contornar as restrições de segurança de alavancagem e aumentar o volume de crédito original concedido a agentes não-financeiros - no caso dos EUA, no mercado hipotecário. Enquanto o preço das casas subiam, e com ela o valor dos colaterais das famílias, e os bancos diminuíam o monitoramento dos riscos e as exigências dos candidatos a empréstimos, a expansão no volume total de ativos passou a se retroalimentar, até o ponto do estouro da crise de 2008. Como resultado em 2010, os ativos relacionados e derivados das hipotecas correspondiam a 24% do total de ativos, contra 4.4% em 1985 (Barba e Vivo, 2012, p. 1489).

O crescimento da rentabilidade e dos lucros do setor financeiro foi expressivo nesse novo modelo. À medida que o volume total de ativos criados e transacionados se elevava a taxas vultuosas, toda a cadeia de transmissão dos derivativos garantiu às instituições envolvidas obter lucros contábeis com novas comissões, tarifas e custos de subscrição. Não só o preço dos derivativos repercutia positivamente nos lucros financeiros, como também para cada múltiplo do ativo original uma nova leva de receitas era gerada por esses serviços. Posto que o custo de intermediação por unidade de serviço permaneceu baixo durante todo o período,

o aumento do valor adicionado do setor financeiro e de seus lucros pode ser explicado por esse volume de transação de novos ativos dentro da circulação financeira. Embora boa parte dos derivativos terminasse no balanço dos bancos de origem, a liquidez generalizada, salvo momentos em crise, favoreceu a mitigação do risco a bancos individuais, ao passo que a alimentava ao nível sistêmico (Crotty, 2017 [2009], pp. 142-3).

Todas essas mudanças institucionais e regulatórias definiram o marco inicial a partir do qual novos instrumentos financeiros puderam ser criados e comercializados sem que houvesse perda substantiva de liquidez para seus detentores. Somado a isso, o papel crescente de prestador de última instância do FED garantiu, principalmente em contexto de crises, o valor desses mesmos ativos e a (na maior parte dos casos, correta) expectativa de que o crescimento desses preços se sustentaria ao longo do tempo. De 1985 em diante, a nova estrutura do setor financeiro jogou um peso fundamental na sustentação da demanda agregada e, no que mais importa em nosso tema, no padrão distributivo norte-americano.

#### **4.2.4 O crescimento dos níveis de endividamento e o começo da inflação de ativos**

O primeiro fato macroeconômico estilizado mais marcante dos anos 80 em diante é o crescimento do nível de endividamento familiar. Barba e Pivetti (2009) argumentam que esse crescimento foi ocasionado pela estagnação dos rendimentos reais dos 90% mais pobres da população em face do aumento expressivo da renda dos 10% mais ricos, de forma que a dívida fora o meio pelo qual os padrões de consumo puderam se manter estáveis (e eventualmente mesmo crescer) mesmo em um contexto de salários reais represados. Os maiores níveis de endividamento, por sua vez, se encontram junto aos menores quintis da distribuição pessoal da renda, justamente entre as parcelas da população cuja renda cresceu menos do que proporcionalmente do que ao quintil superior e aos 10%.

Segundo essa interpretação, as mudanças nas condições de liquidez e de oferta de crédito às parcelas mais pobres da população constituiu uma substituição de salários por dívi-

	Crédito ao consumidor	Hipoteca imobiliária	Outros	Débito total
1980	17.8	46.2	8.1	72.1
1985	19.6	46.5	9.9	76.0
1990	19.2	58.3	9.1	86.7
1995	21.6	61.6	10.3	93.6
2000	24.2	66.7	11.7	102.8
2005	24.5	97.5	11.1	134.1
2006	25.1	102.3	12.3	139.7

Tabela 4.1: Crescimento do endividamento das famílias como proporção da renda disponível. Retirado de Barba e Pivetti (2009, p. 115)

das. Uma importante fonte de crescimento do consumo autônomo decorreria do refinanciamento hipotecário na presença de um crescimento do preço dos imóveis, o que permite às famílias extraírem a diferença entre o valor de suas casas e o preço de oferta de casas novas. Caso esse ganho advindo do refinanciamento fosse utilizado para reduzir o nível de dívida agregada, essa tendência de expansão do endividamento seria dirimida. Porém, como o destino desse ganho de capital imobiliário fora usado para financiar consumo corrente das famílias, os níveis de endividamento familiar mantiveram taxas constantes de elevação. Barba e Pivetti (2009, p. 116) estimam que entre 1965 e 1979, a "*mortgage equity withdrawal*", ou MEW, foi da ordem de 1,4% da renda disponível, subindo para 2,3% entre 1984 e 1994 e, em seguida, alcançando o valor de 4.2% até 2006.<sup>21</sup>

Apesar de muito difundida entre autores heterodoxos, a interpretação de que o crescimento dos níveis de endividamento destinou-se a substituir salários por dívidas é contestada por Josh Mason (2018).<sup>22</sup> Segundo o autor, com exceção do breve período entre 2002-7, quando de fato é possível constatar um crescimento do consumo puxado pelos ganhos de capital e pela possibilidade de refinanciamento imobiliário em virtude da bolha especulativa

<sup>21</sup>MEW, *mortgage equity withdrawal*, é definido por Barba e Pivetti (2009, p. 116) como a parcela dos ganhos de capital em ativos imobiliários que é destinado para financiamento do consumo corrente das famílias, dado pela diferença o crescimento líquido em hipotecas imobiliárias e o valor de novas casas vendidas durante o período.

<sup>22</sup>Para um resumo crítico dessa visão ver Castilho (2020, cap. 4).

no mercado imobiliário, o consumo agregado familiar mostrou-se estável e pouco influenciado pelos níveis de endividamento, mesmo em face dos valores relativamente elevados do MEW. Três argumentos centrais permitem questionar a pertinência da conexão entre mudança distributiva e crescimento da razão dívida/renda disponível.

Em primeiro lugar, a análise da mudança do passivo bruto das famílias esconde o fato de que o endividamento é voltado para a aquisição de bens de consumo duráveis carros e reparos de forma geral, empréstimos estudantis e investimento residencial e não o financiamento de consumo corrente. Somado a isso, Josh Mason (2018) também argumenta que a razão dívida/renda disponíveis tem sua tendência governada nos anos seguintes ao choque de Volcker pela diferença entre as mais altas taxas de juros médias vigentes do que pela contração de novos empréstimos. Por fim, embora essa mesma razão apareça ser maior entre os percentis mais baixos da distribuição de renda, o grosso do volume de dívida fora contraída pelas camadas mais ricas da população, em vistas que são elas quem possuem ativos duráveis.

De qualquer forma, ainda que esteja fora do escopo do presente argumento a conexão entre distribuição e níveis de endividamento, podemos resumir que a reestruturação e desregulamentação dos mercados imobiliários e financeiros e a criação de novos ativos financeiros permitiram sustentar níveis crescentes de endividamento e, indiretamente, os preços de casas e ativos imobiliários em geral (ver também Barba e Pivetti, 2011).

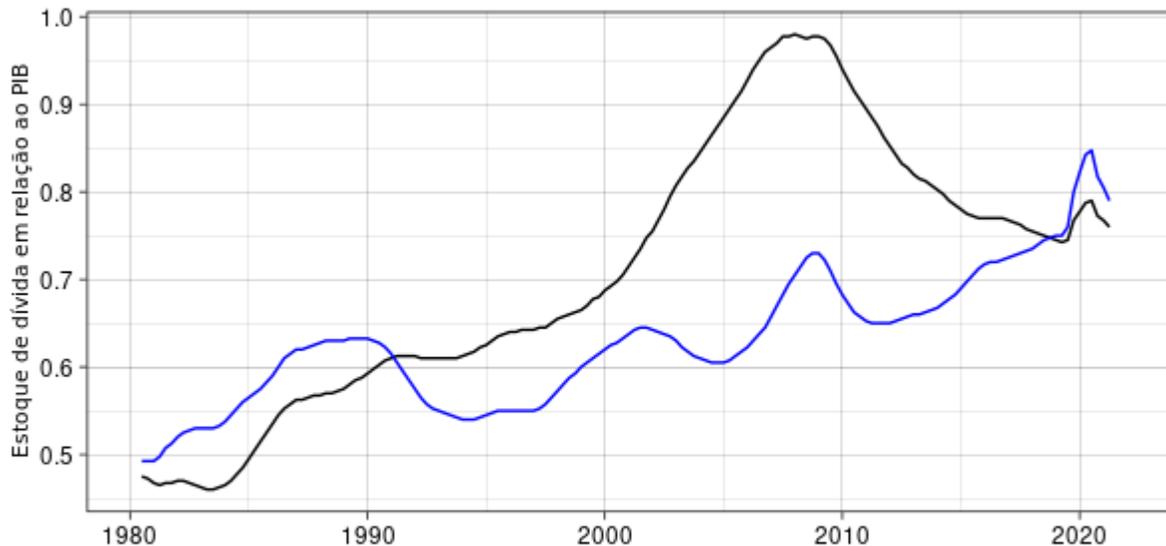
O gráfico 4.7 traça o panorama do crescimento dos níveis de endividamento entre as famílias e as empresas não-financeiras enquanto proporção do PIB. O total da dívida das empresas financeiras como proporção do PIB apresentou um leve crescimento entre 1980 e 1997 (de 50% para 55%), ao passo que nesse mesmo período a proporção da dívida das famílias saiu de 48% para 65%. Quanto ao pesos dessas dívidas pelas empresas não-financeiras, a razão entre os pagamentos totais de juros sobre a massa de lucros caiu de 32.2% para 26.2% entre 1979 e 2007, e na década seguinte, essa razão flutou entre 19% e 23% (Palley, 2013, p. 29).<sup>23</sup> Com exceção dos anos 1980, quando essa razão chegou a ser de 61.2% em 1989,

---

<sup>23</sup>Esse dado de Palley (2013) é calculado como "*Net interest Payment*" dividido pelo "*Non-Farm Proprietors's*

a tendência tem sido a da queda relativa do custo do juros sobre os lucros das empresas não-financeiras, o que reflete a redução das taxas básicas já no meio dos anos de 1980.

Figura 4.7: Proporção do endividamento em relação ao PIB: famílias e setor corporativo não-financeiro.



Proporção Endividamento em relação ao PIB: famílias em preto, empresas não-financeiras em azul  
Elaboração própria com dados providos pelo Board of Governor of the Federal Reserve.

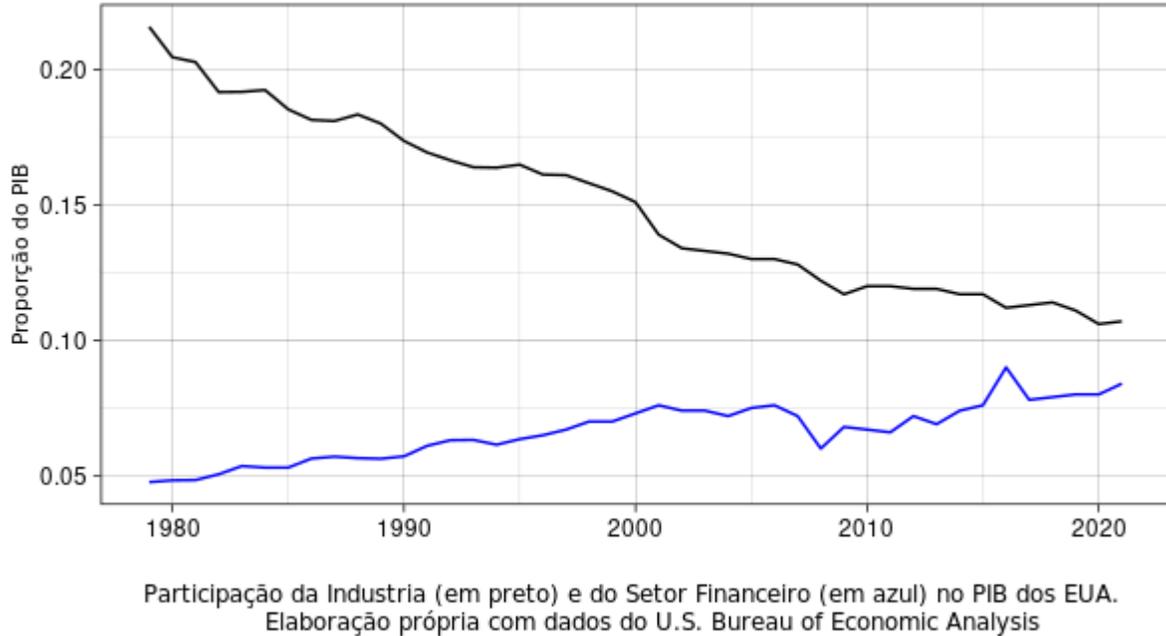
Pelo lado da oferta, a contrapartida da expansão do endividamento privado generalizado foi a maior participação do valor adicionado do setor financeiro em comparação com os demais setores, em especial com a indústria. Conforme o gráfico 4.8 nos mostra, a participação do setor financeiro subiu de 15% em 1979 para 20,4% em 2007, em contraposição à queda expressiva da participação da manufatura.<sup>24</sup> Enquanto o setor imobiliário, informação e recreação obtiveram uma tímida maior participação, apenas os setores educacionais e de saúde apresentaram crescimento similar (ver Barba e Vivo, 2012, p. 1486). Essa tendência se mantém mesmo após a crise financeira de 2008 e, em 2019, o setor financeiro corresponde

*Income*" mais "*Corporate Profits Before Taxes*", ou seja, essa medida capta o pagamento de juros tanto de grandes empresas quanto de pequenas empresas com poucos funcionários ou apenas auto-empregados.

<sup>24</sup>Note que esse dado diz respeito somente às empresas financeiras, e não às demais indústrias que compõem o FIRE ("*Finance, Insurance, Real Estate*"). Considerando o FIRE como um todo, sua participação no PIB chegou a 20,4% em 2007 (Palley, 2013, p. 25).

à 18% do valor adicionado total.

Figura 4.8: Participação da Indústria e do Setor Financeiro no PIB dos EUA.



Philippon (2015, p. 1411) reporta que o crescimento do setor financeiro no valor adicionado total está diretamente associado a maior quantidade de ativos retidos pelo setor como proporção do PIB, o que espelha o crescimento do nível de endividamento das famílias e das empresas não-financeiras. A correspondência imediata entre o aumento do estoque de ativos do setor financeiro e seu valor adicionado implica que o custo unitário cobrado pelas instituições financeiras por unidade de dólar dos serviços financeiros manteve-se estável ao longo de todo período. Mesmo o custo desagregado relativos aos tipos distintos de ativos mostra uma baixa variação do serviço financeiro para o consumidor final. Isso equivale a concluir que seja para o monitoramento dos riscos dos empréstimos às famílias, para a provisão de liquidez, gerenciamento dos estoques de dívida ou ainda para as taxas relativas à emissão de novas ações de empresas não-financeiras (entre demais serviços), o custo tem-se mantido estável para uma longa série do tempo (c.f. Philippon, 2015, pp. 1424-5).

Essa evidência aponta para a estabilidade dos *mark-up* bancários sobre a taxa de juros

básica, como advoga a abordagem da moeda endógena, e não está relacionado com o tipo de serviço realizado e seu custo de produção em termos de insumos físicos e folha salarial, pois mesmo nos anos 1990, um período de relativa estabilidade das taxas de juros, com a queda da receita advinda dos juros sobre o valor adicionado total (Philippon, 2015, pp. 1419), o custo financeiro não se alterou. Essa razão fora estável dos anos 1970 até 1991 na casa dos 7%, e dali em diante declinou continuamente até chegar em 4% em 2009. É possível interpretar esse movimento como resultado da queda das taxas de juros no final dos anos 80 (*Prime Rate* foi de 10% em 1990 para 8,0% ao final de 2007). Não obstante essa queda, os *mark-ups* (inferidos indiretamente pelos custos dos serviços financeiros) mantiveram-se constantes.

A mudança estrutural favorável ao setor financeiro se reflete também no crescimento dos lucros financeiros relativo aos lucros das empresas não-financeiras, cuja razão em torno de 13% nos anos 70 chegou ao seu pico máximo de 38.6% em 2003.<sup>25</sup> Se nos anos 1980 essa participação mostrou-se estável, houve um expressivo crescimento nos anos 90, quando essa proporção passou dos 20%, e uma expansão ainda mais forte nos anos 2000, embora sua volatilidade grande nos anos anteriores à crise financeira, momentos nos quais a proporção dos lucros financeiros se contraíram ao valor de 21,9% em 2007. Entre a crise financeira e a pandemia de 2019, a proporção mostrou-se novamente estável, apesar de se encontrar em um patamar mais reduzido em comparação com a década anterior.

1980-5	1986-99	2000-7	2008-29
15.5	22.3	29.4	26.4

Tabela 4.2: Proporção média do lucros financeiros sobre os lucros totais, para empresas domésticas. Lucros corporativos com valoração dos inventários. Elaboração própria com dados do U.S. Bureau of Economic Analysis

<sup>25</sup>É importante notar que o crescimento dos lucros financeiros não implica uma redução da taxa de lucro do setor não-financeiro, como fazem Argitis e Pitelis (2001) A maior participação dos lucros financeiros nos lucros totais indica apenas o peso da mudança estrutural, e não um susposto conflito entre capital financeiro e industrial.

O crescimento dos lucros financeiros e o retorno à alta rentabilidade dos bancos comerciais a partir do início dos anos 90 aparenta estar em contradição com a maior competição entre empresas financeiras, o que deveria ter sido verificado após a desregulamentação do setor e as menores barreiras a entradas em segmentos específicos de mercado. A origem desse lucro pode ser explicada pela diversificação das atividades bancárias com a securitização e com os mercados de derivativos. Essas inovações financeiras conduziram a uma diminuição da receita das empresas financeiras oriundas do pagamento de juros, e podem ajudar a explicar como a contínua queda das taxas de juros não inibiu o aumento dos lucros financeiros. A aparente contradição entre os lucros financeiros se expandirem conjuntamente com a maior flexibilidade de atuação de instituições de origem distintas foi denominada de 'paradoxo de Volcker' por Crotty (2017 [2008], p. 111), pois em um simpósio do FDIC realizado em 1997 Paul Volcker alegou que:

*"It strikes me that when one looks at the banking system, never before in our lifetime has the industry been under so much competitive pressure with declining market share in many areas and a feeling of intense strain, yet at the same time, the industry never has been so profitable with so much apparent strength. How do I reconcile those two observations?"* (FDIC, 1997b, p. 118)

Crotty (2017 [2008]) enumera três razões principais por trás desse paradoxo. A primeira diz respeito a maior participação do setor financeiro como um todo, decorrência da maior demanda por serviços financeiros e do maior volume de fluxo de fundos para as empresas financeiras (como, por exemplo, por uma atuação mais agressiva em busca de altos retornos dos fundos mútuos e de pensões.). O segundo motivo diz respeito à concentração bancária resultante da crise dos anos 80. Mesmo em face da desregulamentação, embora tenha sido observado uma redução das taxas em alguns serviços financeiros como na corretagem das *securities*, diversos segmentos dos mercados estiveram protegidos da concorrência potencial.<sup>26</sup> No caso dos bancos de investimento como *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley*, as taxas associa-

---

<sup>26</sup>Segundo dados de 2022 do *Bank of International Settlements* (BIS), os quatro principais bancos de investimento nos EUA têm controle sobre 97% do mercado de derivativos.

das aos serviços de M& A e de IPO<sup>27</sup> não atingidas e permaneceram estáveis, em torno de 2% dos ativos e 20% dos lucros nos anos anteriores à crise de 2008. Conforme um maior volume de derivativos foram criados e transacionados, maior foi a massa de lucros resultante.

No entanto, a mais importante nova origem de lucros financeiros encontra-se na administração de ativos focada em uma maior exposição ao risco e na dependência de uma receita mais volátil não advinda de juros. À medida que os ativos do setor financeiro passaram a comportar mais derivativos não mais relacionados com o mercado imobiliário, os bancos comerciais e de investimento se tornaram menos líquidos. Essa situação foi agravada pelo fato de que parte desses ativos eram mantidos juntos a *Special Purpose Entities* (SPE),<sup>28</sup> de forma a permitir aos bancos contornar às restrições de capital e se alavancarem. As SPE, contudo, eram o destino inicial dos ativos derivativos e, a fim de se evitar o congestionamento do mercado, os bancos de origem provinham linhas de crédito especial em situação de estresse financeiro. Essa separação formal entre origem e distribuição dos derivativos maquiava o risco ao qual os bancos mantiveram-se expostos. De fato, à época da crise de 2008, boa parte desses derivativos ainda mantinha-se em posse dos bancos.

Apesar de as tarifas resultantes da subscrição de novos ativos e seu gerenciamento ocasionassem apenas lucros contábeis, uma vez que eles decorriam da alavancagem de instituições pertencentes do setor financeiro, esse diferencial incrementava os Fundos Próprios (as "*equities*") nos balanços dos próprios bancos comerciais e os permitia fugir da regulações financeiras que impunham requerimentos mínimos de capital. A alavancagem simultânea entre as instituições nas quais os derivativos circulavam favorecia um aumento generalizados dos Fundos Próprios e na rentabilidade dos bancos, posto que o maior fluxo do novos derivativos permitia a cobrança de novos serviços, tarifas e comissões. Em contrapartida, uma desaceleração da criação de novos instrumentos reduzia os Fundos Próprios e, com ele, a massa de lucros do bancos. Os Fundos Próprios, por sua vez, permitiam aos bancos adquirir novas

---

<sup>27</sup>M&A, da sigla "*Mergers & Acquisitions*", diz respeito aos serviços providos pelos bancos de investimento de gerenciar e financiar aquisições e fusões entre empresas. IPO (*Initial Public Offer*) representa o serviço da venda no mercado primário de novas ações de uma empresa.

<sup>28</sup>SPE são instituições criadas pelos bancos responsáveis pela emissão dos derivativos para absorver a emissão destas e limpar o balanço nos bancos de origem

ações e securities de empresas não financeiras e alimentar a crescente demanda por ativos emitidos por agentes externos ao setor financeiro.

O reflexo da alavancagem das empresas financeiras foi o endividamento do setor financeiro agregado, cujo crescimento em proporção do PIB fora mais acelerado do que das famílias e das empresas não financeiras (Palley, 2013, pp. 22-9). Esse movimento pode ser percebido pelo fato de que em 1979 a participação do estoque de dívida do setor financeiro no nível de endividamento total era de 9,7% e em 2007, esse valor chegou a 39,9% (no mesmo período, o crédito total sobre o PIB foi de 157.2% para 367.3%). Esse estoque de dívida, no entanto, corresponde à emissão de instrumentos de dívida internos ao próprio setor financeiro, e por definição não cria ativos para o setor não-financeiro. O que se constitui na particularidade de bancos comerciais, bancos de investimento, seguradoras, fundos de pensões, entre outras, é a possibilidade de criarem e distribuírem dívidas vendáveis para outras instituições financeiras que serão líquidas, desde que não haja dúvidas a respeito da solvência de banco emissor. A desregulamentação do setor financeiro entre os anos 80 e 90, tratadas brevemente na subseção anterior, amplificaram a capacidade de criação de ativos líquidos intra instituições financeiras.

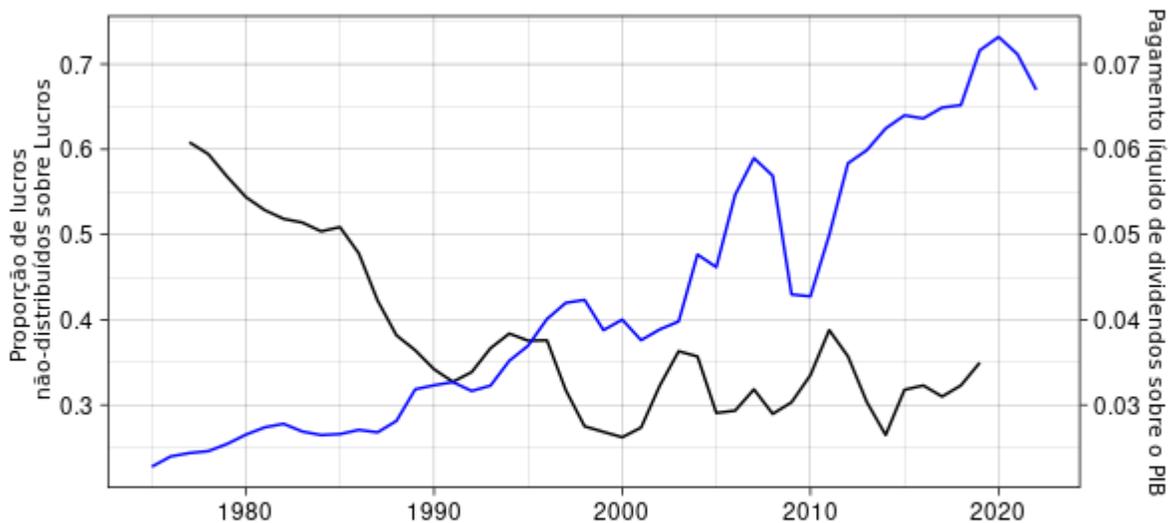
No mais, resta saber qual foi o papel das empresas não-financeiras logo após o choque de Volcker no crescimento dos ativos. Se adotarmos o modelo do supermultiplicador Sraffiano para compreendermos o crescimento da economia no período, a lenta porém contínua queda da demanda efetiva em seguida ao choque de Volcker, a recessão dos anos de 80-82 e a desaceleração do crescimento subsequente (de 3,3% entre 1980 e 2000, para 1,5% até a crise de 2008) reduziram a necessidade da expansão do investimento em capital fixo para o atendimento da demanda final. A desaceleração do investimento em capital fixo induzido pela demanda final pode ser verificado na sua diminuição enquanto proporção do PIB (c.f. Haluska, Braga e Summa, 2021, pp. 10-12),<sup>29</sup> o que no modelo do supermultiplicador é chamado de propensão marginal a investir.

---

<sup>29</sup>Ver também Barba e Pivetti (2012, pp. 127-32) e, mesmo para autores neoclássicos, a queda da participação do investimento no PIB é documentado por Eggertsson, Robbins e Wold (2021, p. 521-3), o que para os autores é um fato estilizado enigmático dado que, segundo o princípio da substituição neoclássico, a queda observada das taxas reais de juros deveria ocasionar uma expansão no investimento.

Como vimos, os serviços dos juros não cresceram enquanto proporção dos lucros totais, logo não houve nenhuma pressão substancial dos custos financeiros sobre a taxa de lucro da empresas não-financeiras ou sobre os custos de produção. Simultaneamente, as margens de lucros foram preservadas pela queda da inflação e do crescimento dos salários nominais, que não mais se fez presente a partir de 1985, como vimos. Nessas circunstâncias de baixo crescimento esperado da demanda e preservação da taxa de lucro normal, o excedente total apreendido pelas empresas não mais era necessário de ser utilizado no auto-financiamento dos investimentos com os lucros retidos, como fora o padrão de financiamento do investimento no período da 'Golden Age'.

Figura 4.9: Lucros líquidos não distribuídos sobre lucros totais e pagamento de dividendos líquidos sobre o PIB.



Razão entre o Pagamento Líquido de Dividendos sobre o PIB (em azul) e Proporção de lucros não-distribuídos sobre Lucros após impostos e depreciação do capital. Elaboração própria com série retirada do FRED St. Louis e do U.S. Bureau of Economic Analysis, respectivamente

A figura 4.9 nos permite compreender o destino final dos lucros desde então. O declínio da participação dos lucros não distribuídos das empresas apresenta um movimento simetricamente invertido em relação à distribuição dos dividendos sobre a renda nacional. Essa redução na taxa de poupança corporativa contribuiu para a queda da taxa de poupança agregada no período (ver Palma, 2009 pp. 549-551). Não só há uma queda da sua proporção nos

lucros totais, como o crescimento expressivo do dividendos pagos também reflete a expansão dos lucros e a mudança na distribuição funcional na renda. Uma vez que a taxa básica de juros apresentou queda e as oportunidades de investimento produtivo se escassearam, esses lucros encontram-se sem opções claras de aplicações rentáveis (Barba e Pivetti, 2012, p. 137; ver também Medeiros e Amico, 2019). A contribuição inicial das empresas não-financeiras para a financeirização pode ser compreendido como a necessidade de compatibilizar a remuneração dos seus lucros não distribuídos com taxa de lucro que poderia ser obtida caso houvesse oportunidade de emprego produtivo do capital.<sup>30</sup>

Orhangazi (2008, pp. 865-68) apresenta dados complementares, sobre o crescimento da razão de ativos financeiros/ativos não financeiros e da receita oriunda de pagamentos de juros e dividendos de empresas não-financeiras. Crotty (2005, pp. 105-7) apresenta uma segunda série, adicionada dos ganhos de capital, para a razão entre as receitas financeiras das empresas não-financeiras e o fluxo total de caixa. Essa série demonstra o crescimento acentuado desse fluxo de receita partir de 1982: de 24% em 1978 e chega em torno de 40% ao fim dos anos 90. No entanto, a interpretação de que as empresas não-financeiras passaram a ter como fonte majoritária de seus lucros investimento financeiros é contestada por Fiebigger (2016) e Rabinovich (2019).<sup>31</sup> Nesses trabalhos é demonstrado que os ativos externos das empresas não podem ser considerados como puro investimento financeiro, posto que as multinacionais norte-americanas expandiram suas atividades globais desde 1980 e parte do retorno desses ativos decorre de investimento produtivo em mercados mais dinâmicos, como no leste asiático. Também é possível uma superestimação dos ativos financeiros ao se contabilizar ativos intangíveis como financeiros.

Logo, de acordo com esses trabalhos empíricos mais recentes, não é possível falar que a financeirização reorientou a natureza das empresas não-financeiras em detrimento da pro-

---

<sup>30</sup>O argumento de acordo com o qual a financeirização é uma implicação da estagnação econômica e do desintento ao investimento privado em capital fixo remonta à percepção pionera de Magdoff e Sweezy (1987, p. 21).

<sup>31</sup>Embora favoráveis à tese da virada da financeirização das empresas não-financeiras, Duménil e Lévy (2004, pp. 88-94) encontram que não há efeito perceptível das atividades financeiras sobre a taxa de lucro das empresas não-financeiras, o que é interpretado pelos autores como resultado do efeito final nulo do aumento das taxa de juros tanto na receitas financeiras quanto nos seus custos.

dução, pois a sua principal fonte de lucros continua a ser a produção e realização de venda de mercadorias. O aumento observado dos ativos financeiros, mais modesto do que normalmente se supõe, exprime o destino do excedente obtido pelas empresas corporativas não-financeiras, e não a aquisição de ativos financeiros em concorrência com o investimento produtivo, do qual depende o grosso da lucratividade das empresas não-financeiras, a despeito de diferenças setoriais e do mercado no qual estão inseridas.

Entretanto, um argumento comum a respeito da financeirização reside na chamada 'revolução dos *shareholders*' e na mudança da governança corporativa das empresas não-financeiras nos anos 1980. De acordo com um argumento muito citado de Lazonick e O'Sullivan (2000), a reestruturação da administração das empresas e o aumento do poder dos acionistas em detrimento da gerência tradicional alterou a orientação das empresas de capital aberto, seja diretamente pelo controle majoritário e aquisições hostis por parte das instituições financeiras ou mesmo apenas pela sua ameaça de fazê-lo. Os novos objetivos das empresas sujeitas a esse processo respondiam às pressões do mercado financeiro de sustentar uma alta taxa de retorno dos seus ativos investidos nesses mesmas empresas e garantir que o seu preço de mercado se mantivesse em uma alta contínua. O principal meio de assegurar esses resultados e alinhar os interesses dos CEOs e dos cargos administrativos superiores aos das instituições financeiras foi a partir da difusão em maior escala da prática da remuneração na forma de opções em ações das próprias empresas (Glyn, 2006, p. 58; Crotty, 2005 p. 93). A valorização das ações das empresas deveria ter prioridade sobre seus lucros e saúde financeira de longo prazo, em potencial conflito com os interesses dos acionistas de longo prazo chamados de '*stakeholders*'.

Conforme a influência das instituições financeiras sobre a administração das empresas se espalhou, o excesso dos lucros sobre a necessidade de auto-financiamento e as condições de melhora de liquidez deram um impulso à prática de recompra de ações (*stocks-buy-back*) pelas próprias empresas emissoras. Inicialmente de forma tímida, ascendente durante os anos 90, e explosiva a partir dos anos 2000, a recompra das ações tornou-se um exitoso mecanismo de sustentação dos preços das ações e do valor financeiro das empresas.<sup>32</sup> Parte da

---

<sup>32</sup>Em 1985, o pagamento de dividendos corporativos foi de \$84 bilhões, e a recompra de ações de \$20 bilhões.

mudança na decisão de financiamento das empresas, que passaram desde então a recorrer ao endividamento (ver 4.7) mesmo com uma baixa taxa de investimento e com um alto volume de pagamento líquido de dividendos, pode ser entendida dentro da estratégia de recompra de ações com o objetivo explícito de inflar o seu preço.

A importância da recompra de ações por parte das empresas não-financeiras pode ser intuída no gráfico 4.10 abaixo. De acordo com Palley (2013, p.34),<sup>33</sup> a correlação negativa entre a contratação de novas dívidas e a compra de ações expressa a mudança das decisões empresariais a partir de 1980 a respeito da composição patrimonial e dos fluxos de financiamento. Os fluxos negativos associados a novas emissões de ações significam que o mercado de ações retira fundos das empresas, ao invés de incrementá-lo. O endividamento corporativo é um meio pelo qual as empresas conseguem conciliar uma alta distribuição de dividendos e uma demanda sustentada pelas suas próprias ações, no que pese a exposição a um maior risco em eventuais crises financeiras.

Outros fatores estruturais fornecem explicações adicionais para a crescente demanda por ativos financeiros em geral e por ações em específico (ver Shiller 2015, pp. 51-67), entre eles podemos destacar a explosão dos *mutual funds* (fundos mútuais) e dos fundos de pensão a partir de 1982; a rápida transformação tecnológica no setor de telecomunicações (em especial a criação e difusão da internet na segunda metade dos anos 90); o papel ativo da política monetária do FED em garantir os preços dos ativos por meio de redução da taxa de juros e, na crise de 2008, com o *Quantitative Easing* e a compra direta de ativos 'podres'; e, por fim, o crescimento da desigualdade em si.

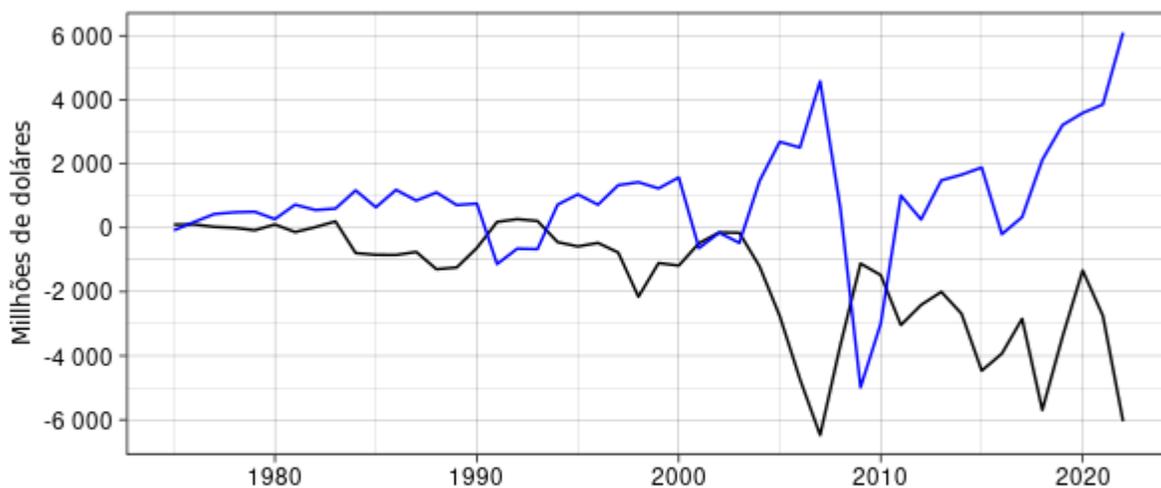
Os chamados planos de aposentadoria 401(k) e 403(b) de regime de capitalização foram introduzidos nos EUA em 1981 em substituição aos planos privados de benefícios pré-definidos. No lugar de as empresas se responsabilizarem diretamente com uma pensão fixa de seus ex-empregados, permitiu-se que se aplicasse um desconto direto na folha salarial

---

E em 1989, essas duas grandezas foram de \$132 bilhões e \$60 bilhões, respectivamente, o que representou uma razão de pagamentos por ações totais de 66%. Essa razão apresenta uma tendência crescente para todo o período (Lazonick e O'Sullivan, 2000, p. 23)

<sup>33</sup>Para um gráfico e argumento similares, ver também Hudson (2021, p. 455) e Crotty (2005, p. 98).

Figura 4.10: Novos empréstimos versus emissão de novas equities.



Fluxo líquido de novos empréstimos para empresas não-financeiras (em azul) e fluxo correspondente a emissão de novas ações (em preto). Elaboração própria com dados retirados do FRED St. Louis. Dados oriundos do Board of Governor of the Federal Reserve, tabela Z.1, "Financial Accounts of the United States".

destinado aos novos fundos de investimentos criados então. Esse fundos, por sua vez, eram aplicados no mercado financeiro, em títulos e ações de empresas de capital aberto. Esses novos fundos assumiram uma postura agressiva em termos de obteção de altos retornos, não mais orientados pela postura de *stakeholders*. Os *mutual funds*, por sua vez, foram utilizados pelos fundos de pensão como meio de realizar investimentos, e como resultado houve uma explosão na quantidade total dos *mutual funds* e de seus ativos totais. Entre 1982 e 1998, o número total de *mutual funds* foram de 340 para 3,513, e em simultâneo as contas de acionistas foram de 8,9 para 145 milhões. O maior número de investidores individuais com contas nos *mutual funds* puderam utilizar transações *online*, cujo efeito mais imediato foi a redução significativa de seus custos e o aumento total de transações diárias.

Já o aumento da desigualdade pessoal e funcional elevou a taxa de poupança entre o segmentos dos 1% e 10% dos mais ricos (ver Barba e Pivetti, 2009, p. 124).<sup>34</sup> Essa maior taxa de

<sup>34</sup>Segundo a série entre 1984-2014 de dados desagregados apresentados em Taylor (2020, pp. 22-24), o percentil mais rico das famílias possui uma taxa média de poupança de 50% da renda total, ao passo que os per-

poupança destinou-se também para a aquisições de novos ativos financeiros e imobiliários, alimentando ainda mais os *mutual funds*. Mesmo em face de taxas de retorno relativamente baixas, a escassez de outras oportunidades de investimento canalizou esses fluxos de poupança para os fundos mútuos e de pensão (Lazonick e O'Sullivan 2000, p. 31), que puderam se aproveitar da expansão da liquidez para adicionar uma nova demanda pela ações. Conforme os ganho de capital se materializam em um valor do estoque de riqueza financeira ainda mais alto, a poupança dos extratos mais ricos da população constituiu uma fonte farta de financiamento.

O resultado final foi um crescimento sustentável a partir de 1982 dos preços dos ativos financeiros e imobiliários e do estoque nominal de riqueza como proporção da renda nacional, como empiricamente documentado por Piketty e Zucman (2014).<sup>35</sup> Podemos observar esse movimento através da figura 4.11, feitas pelos índices construídos e apresentado por Shiller (2015). O índice em preto (com o eixo à direita) nos diz o preço da cesta de ações S&P 500 (as 500 principais ações dos EUA segundo a *Standard's & Poor's*). Já o índice em azul, cuja grandeza está representada no eixo à esquerda, representa o índice CAPE ("*Cyclically Adjusted Price Earnings*"), a razão entre o preço das ações das S&P 500 e seus respectivo rendimentos, construídos por uma média móvel de dez anos ajustada pela inflação. O crescimento dessa razão pode ser interpretado como o descolamento do preço dos seus ditos fundamentos (mais precisamente, do rendimento por ação), pois desvios da unidade devem ser compreendidos como um preço maior do que seu rendimento futuro capitalizado a taxa de juros vigente. O objetivo do índice CAPE é o de captar a existência de bolhas e dar uma medida da inflação dos preços dos ativos, dado que seu crescimento não pode ser explicado pelo valor presente das ações.

---

centis entre 61%-99% apresentam um positiva porém pequena taxa de poupança e os 60% mais pobres da população encontram-se com uma taxa de poupança negativa.

<sup>35</sup>O crescimento da razão estoque de riqueza/produto reportado pelos autores está em aparente contradição com modelo o neoclássico segundo o qual as baixas taxas de poupança, ainda que compensadas por baixas taxas de crescimento, não deveriam levar a uma expansão tão significativa desse razão. Para justificar a evidência empírica contrária a esse resultado teórico, os autores levam em consideração a existência de ganhos de capital, que são computados residualmente pela diferença entre as taxas de poupança e de crescimento do produto (c.f. Piketty e Zucman (2014), p. 1274 e p. 1286). Note que essa estimação dos ganhos de capital serve apenas para conciliar a diferença entre o valor previsto pela teoria neoclássica e a série histórica observada, e não para mensurar a inflação de ativos.

Figura 4.11: CAPE de 10 anos e o índice S&P 500.



CAPE de 10 anos (em azul, eixo esquerdo) e o índice S&P 500 (em preto, eixo direito). Elaboração própria com dados providos por Shiller (2015), apêndice online.

Podemos interpretar o índice CAPE como refletindo a elevação persistente da demanda por ativos financeiros no imediato período após o choque de Volcker e a queda subsequente das taxas de juros, cujo principal resultado da recuperação foi o crescimento dos preços dos ativos financeiros. O período entre 1982 e 2000 concentra o maior *boom* financeiro na história dos EUA. Entre 1982 e 1994, o rendimento das ações cresceu a uma taxa relativamente lenta em comparação com o preço dos ativos, mas a partir de 1995, quando esses rendimentos apresentaram um sensível aceleração, o otimismo de que haveria ocorrido uma mudança nos fundamentos desses mesmos ativos precipitou um crescimento ainda mais substancial na demanda e nos preços dos ativos financeiros, em especial das ações das 'empresas.com' relacionadas com a inovação da internet. Com a crise da NASDAQ em 2001, houve uma retração da inflação de ativos, que apenas se recupera nos anos 2000 com a bolha imobiliária, porém sem atingir o pico anterior. Apesar do imenso impacto da crise financeira de 2008, o *Quantitative Easing* e a expansão das reservas junto ao sistema financeiro assegurou que o desvio da tendência seria temporário e os preços continuaram a subir e a se descolar dos seus

rendimentos (embora o pico do índice não mais chegasse ao seu valor pré-crise de 2008).

É importante notar que a inflação de ativos não é passível de ser explicada somente pela redução das taxas juros. Embora tenha ocorrido um declínio permanente durante todo o período das taxas de juros, tanto dos títulos curtos quanto dos longos (sejam eles públicos ou privados), estas apresentam uma baixa correlação com o índice CAPE (Shiller, 2015, pp. 12-3). Logo não é toda a inflação de ativos que pode ser atribuída à política monetária.<sup>36</sup> Em momentos de redução da taxa de juros, o aumento do preço dos títulos contribui para a elevação dos preços das ações e, quando a taxa de juros está muito baixa, a expectativa de perda de capital com uma eventual subida na taxa curta no futuro favorece o investimento em ações. No entanto, os movimentos da taxa de juros permitem explicar apenas oscilação dos preços do ativos no curto prazo, e não sua tendência observada de crescimento.<sup>37</sup>

Outra medida importante da inflação de ativos diz respeito ao comportamento do 'Q de Tobin' durante o período (Palma, 2009, p. 855), cuja expressiva elevação indica o descolamento entre o preço das ações e o custo dos ativos fixos das empresas. Pelo lado do denominador, como vimos, o 'Q de Tobin' reflete a redução das taxas de acumulação. É notável que a partir dos anos 80 a taxa de acumulação não guarde qualquer conexão visível com o preço das ações, uma vez que o 'Q de Tobin' apresenta uma tendência de crescimento similar a do índice CAPE.<sup>38</sup> Esse movimento parece compatível com o que foi dito acima a respeito de as empresas destinarem parcelas crescentes de seus lucros para a recompra de ações.

---

<sup>36</sup>Parenteau (2005, pp. 133-44) resume a atuação do FED, após a substituição de Volcker por Greenspan em sua presidência, no sentido de orientar a política monetária para evitar crises financeiras resultantes de quedas abruptas dos preços dos ativos financeiros. Capraro, Panico e Torres-González (2021, pp. 14-24) também estudam as minutas das reuniões do FOMC e a crescente importância da estabilidade financeira para a determinação da "FED fund rate".

<sup>37</sup>Taylor (2020, p. 53) defende que não só a queda na taxa de juros, como também as altas taxas de lucro, são reponsáveis por guiar a inflação de ativos. Expectativas de lucros prospectivos mais altos expandiriam o valor presente das ações. No entanto, como a taxa de lucro manteve-se alta, porém relativamente estável, é pouco plausível de que *toda* inflação seja explicado pelo descolamento entre lucros e juros.

<sup>38</sup>Kerspian e Madsen, (2023) apresentam recentemente dados internacionais (EUA incluso) para o crescimento do 'Q de Tobin' desde 1980. De uma perspectiva marginalista Eggertsson, Robbins e Wold (2021, p. 521-3) também reportam o crescimento do 'Q de Tobin' para os EUA, o que para os autores é outro 'puzzle' macroeconômico para a teoria neoclássica do investimento, pois no longo prazo essa razão deveria ser igual a um.

Em resumo, a financeirização, ou ao menos sua consequência mais notória, pode ser compreendida como uma gigantesca inflação de ativos, interrompida circunstancialmente por estouro de bolhas e crises financeiras subsequentes. Essa inflação origina-se no aumento da liquidez dos bancos, promovida por sua reestruturação e desregulamentação em meio a crise generalizada dos anos 80, cujos objetivos foram o de reestabelecer sua rentabilidade ao permitir a diversificação de suas atividades e um alto volume de crédito destinado para os trabalhadores assalariados. Em seguida, o 'aprofundamento financeiro' com os mercados de derivativos (associados ou não com as hipotecas imobiliárias) deram uma segunda rodada de lucros e possibilidade de alavancagem aos bancos e às demais instituições financeiras. Um maior fluxo de financiamento e liquidez internos ao sistema financeiro, aliado a diminuição dos lucros não-distribuídos, aumento dos dividendos pagos aos acionistas e da taxa de poupança dos 10% mais ricos, alimentaram a demanda por novos ativos, em especial por ações, cujos preços cresceram a uma taxa bastante elevada. Essa inflação foi responsável por forte ganhos de capital que, somados a baixas taxas de juros, tornaram ainda mais vantajoso o investimento em ativos financeiros e em ações, sobretudo por parte das próprias empresas não-financeiras que passaram a adotar a prática de *stocks-buy-back* mediante níveis crescentes de endividamento corporativo.

### **4.3 Interpretações teóricas e a hipótese do novo custo de oportunidade do capital**

Os principais fatos estilizados a respeito da relação entre a financeirização e a distribuição funcional da renda, embora sejam de conhecimento comum entre economistas heterodoxos de diferentes linhas, não levam a uma visão conclusiva e consensual dos principais canais de influência de variáveis financeiras sobre a taxa de lucro e o salário real. Na presente subseção, iremos revisar alguns dos principais argumentos referentes às visões de autores Kaleckianos e Sraffianos, a fim de que possamos avaliar se essas diferentes interpretações teóricas disponíveis permitem chegar a uma relação de causalidade acurada entre esses dois conjuntos de variáveis.

Em seguida, a subseção explora duas novas hipóteses associadas à possível mudança na norma da remuneração geral do capital: a primeira se refere ao crescimento da preferência pela liquidez, seu impacto sobre os *spreads* de títulos públicos e privados e seu efeito sobre as taxas de lucro. A segunda investigação aponta para o fato de que, quando os ganhos de capital são acrescidos à taxa de retorno observada das ações, a taxa de retorno implícita apresenta um movimento similar a da taxa de lucro realizada durante o período. Veremos que essa segunda candidata se mostra como uma alternativa sólida para conciliar a financeirização, as altas taxas de lucro e a teoria monetária da distribuição.

### **4.3.1 A visão Kaleckiana do canal de transmissão da financeirização para a distribuição**

A teoria neo-kaleckiana identifica um conjunto de canais pelos quais a financeirização é capaz de afetar a distribuição funcional da renda. Seguindo a contribuição original de Kalecki (1991 [1971]), essa tradição argumenta que a estrutura monopolista ou oligopolista da concorrência permite às grandes empresas adicionar um *mark-up* positivo sobre seus custos unitários diretos, considerados constantes dentro do intervalo relevante da utilização da capacidade produtiva. A existência de *overhead* labor nas grandes corporações (isto é, custo de trabalhista que não estão correlacionados com o nível de atividade) e de custos fixos (como com a depreciação do capital) leva as empresas a aplicarem um *mark-up* decrescentes à medida que aumente o grau de utilização da capacidade, de modo a poder diluir esses custos em maiores quantidades de unidades vendidas. O *mark-up* aplicado de acordo com a política de preços e o poder de mercado dessas empresas ao grau considerado desejado define a participação do lucros no valor adicionado (ver Lavoie, 2014, cap. 3, especialmente pp. 147-175).

A distribuição é resultado final da interação entre o grau de monopólio, as condições do mercado de trabalho, os custos fixos e as margens almejadas pelas grandes empresas, essas últimas funções dos seus objetivos de expandir a produção por meio do auto-financiamento e de distribuir lucros para os acionistas. Nesse quesito a financeirização é compreendida

como um conjunto de mudanças que afetam essas variáveis e os *mark-ups* praticados sobre os custos unitários.

O primeiro impacto da financeirização sobre a distribuição é o canal do custo financeiro direito para as empresas. A equação de preços Kaleckiana com base no *mark-up* pode incorporar a taxa de juros e o nível de endividamento por dois canais: como um custo financeiro fixo do tipo *overhead* (Dünhaupt, 2017, p. 6) ou parte dos custos unitários sobre a qual se incide o *mark-up* da empresas, como em Argitis e Pitelis (2001, p. 619).<sup>39</sup> Na visão Kaleckiana e em contraposição a autores Sraffianos como Pivetti, é possível a existência do conflito distributivo entre capital financeiro e industrial, assim como entre a remuneração do capital em geral e o salário real, a depender de como as empresas conseguem proteger sua margens reais de lucro e os trabalhadores, o seu salário real, ambos em resposta ao crescimento da taxa de juros. De qualquer forma, nesse modelo de formação de preços o resultado do conflito distributivo dado um aumento dos juros é considerado *a priori* indeterminado (c.f. Argitis e Pitelis, 2001, p. 619).

Nos estágios iniciais da financeirização, o crescimento dos custos financeiros tomados como parte dos *overhead costs* podem ter influído na redução dos salários reais, pois na presença de maiores taxas de juros "*the mark-up has to cover overhead costs, that is, depreciation of fixed capital and in particular salaries of overhead labour, on the one hand, and firms' gross profits, that is, interest and dividend payments as well as retained profits, on the other hand*" (Hein, 2012, p. 22.). Como vimos Epstein e Jayadev (2005) apresentam dados conclusivos de como a renda dos rentistas foi positivamente afetada no início dos nos 80, porém a queda substancial das taxas de juros ainda na segunda metade dos anos 80 e sua contínua queda até 2022 apontam na direção contrária do aumento desses custos financeiros. Embora as diferentes empresas apresentem custos financeiros distintos, o período de relativa baixa taxa de juros deveria diminuir o custo financeiro e com ele o *mark-up* das empresas. De acordo com a

---

<sup>39</sup>A incorporação dos custos financeiros unitários na formação do preço guarda forte semelhança com a proposta de Panico (1988) de se empregar o vetor de insumos creditícios no sistema de preços de produção de Sraffa, porém em um modelo multisetorial. Ver também Taylor (2004, p. 89) e Godley e Lavoie (2006, pp. 263-76), para equações de preços nas quais a taxa de juros influencia o nível de preços pelo canal do custo de financiamento dos estoques.

análise elaborada na subseção 4.2.4, o peso do pagamento de juros sobre o Excedente Operacional líquido apresentou uma orientação de queda a partir de 1990.<sup>40</sup> Logo esse canal não pode ter exercido o peso que normalmente se supõe na contração da renda salarial.

As outras duas vias de influência da financeirização emergem do seu impacto no mercado de trabalho e na reestruturação dos objetivos das grandes empresa. Hein (2012, pp. 26) sintetiza em sete as principais características da financeirização que potencialmente influenciam distribuição: uma reorientação da governança das empresas em direção a prioridade de valorização acionária de curto-prazo, o aumento do pagamento de dividendos, maiores taxas de juros e pagamento de juros (pelo menos nos anos 1980), crescimento dos salários pagos ao cargos da alta administração, maior importância do setor financeiro em detrimento do setor não-financeiro (ver também Dünhaupt, 2017).

Não diretamente decorrente da financeirização mas associado a ela, a redução do setor público, a desaceleração da demanda agregada (e, portanto, o menor crescimento do emprego), fusões e aquisições hostis e liberalização comercial e financeira internacional também são elencados como fatores responsáveis pela retração da participação dos salários.<sup>41</sup> Kohler, Guschanski e Stockhammer (2019) citam ainda o crescimento do endividamento dos trabalhadores e seu papel negativo na sua capacidade de ação militante coletiva nas negociações salariais.

Entre todos os fatores listados por esse conjuntos de autores, a maior parte impacta primordialmente o mercado de trabalho e as condições gerais de barganha dos trabalhadores. Aumento no nível de desemprego (ou queda nos níveis de participação), dessindicalização, ameaça de de exportação de empregos por meio da realocização das plantas produtivas em outros países, uma política corporativa avessa a negociações coletivas e um aumento da

---

<sup>40</sup>Dünhaupt (2017, p. 12) apresenta dados referentes a estabilidade do pagamento de juros sobre o estoque de capital nos anos 1990s para 13 países da OCDE e Fiebiger (2016, p. 11) demonstra que o pagamento dos juros das empresas apenas é alto quando considerado o fluxo de caixa, e não o pagamento líquido sobre o estoque de capital, análise também confirmada por Rabinovich (2019 pp. 15-16).

<sup>41</sup>Poderíamos citar também a maior taxa de rotatividade dos empregados em grande empresas, o aumento das demissões, a redução e simplificação dos postos de trabalho dentro das grandes empresas (Lazonick e O'Sullivan, 2000, pp. 18-22)

concorrência internacional são todos fenômenos por trás da desaceleração dos salários nominais, mas não estão diretamente relacionados com a política monetária ou o processo de financeirização, independente do quão amplo seja a compreensão deste. Nesse aspecto há um certo consenso entre autores kaleckianos, pós-keynesianos e sraffianos de que todas essas características tem um peso explicativo imediato na compressão da participação da renda dos salários nos países ricos.<sup>42</sup>

Os elementos dessa lista com maior ligação direta com a financeirização diz respeito a abertura financeira e a maior liberdade dos fluxos de capital, cuja repercussão é sentida no mercado de trabalho, como alegado por Kohler, Guschanski e Stockhammer (2019). Desde o fim do sistema Bretton Woods, a liberalização financeira permitiu uma maior realocação de indústrias, especialmente para Ásia, conduzindo a uma mudança na estrutura produtiva dos países ricos em direção a setores de serviço de menores salários. Como efeito indireto, houve uma redução do custo de bens de consumo importados, o que permitiu que os salários nominais se mantivessem estáveis sem que houvesse uma redução drástica no padrão de consumo dos trabalhadores. Esses fatores explicam o aferrecimento do conflito distributivo, o crescimento dos salários nominais abaixo da produtividade do trabalho e a baixa inflação.<sup>43</sup>

No entanto, o mesmo não pode ser dito a respeito das outras características associadas a financeirização por autores Kaleckianos. Vejamos com mais detalhes cada um dos pontos. Como vimos na primeira subseção deste capítulo, a primeira e mais importante entre elas se refere a assim chamada mudança da governança corporativa com a financeirização, segundo a qual as grandes empresas foram tomadas pelos interesses dos acionistas em detrimento da sua administração de longo prazo. Com isso, seu principal objetivo tornou-se o de maximizar lucros de curto prazo e sua redistribuição na forma de dividendos, elevando o preço de

---

<sup>42</sup>Ver a próxima subseção e Pivetti (2013).

<sup>43</sup>Uma possível exceção seja o argumento elencado por Pivetti (2013, pp. 184-6) de que a abertura das contas de capital obrigaram a todos os países que não os Estados Unidos a definirem sua taxa de juros básica acima da taxa básica norte-americana, sob a pena de fuga de capitais e desvalorizações cambiais. Como em simultâneo a finalidade da política fiscal passou a ser a redução da dívida pública, tal taxa de juros redundou em uma redução da demanda agregada e dos níveis de emprego. Esse mecanismo, contudo, só pode ser atribuído a financeirização de forma muito mais indireta, pois resulta de uma reorientação política global. Esse argumento, no entanto, não é contemplado pelos autores Kaleckianos estudados nessa subseção.

suas ações e permitindo a realização de ganhos de capital para os acionistas (Stockhammer, 2005, pp. 198-200), cujos os interesses não estão vinculados a viabilidade das empresas no longo prazo. O maior peso dado os interesses do *shareholders* em oposição *shareholders* (os primeiros voltados para lucros rápidos com a compra e venda de ações, os segundos interessados em manter por prazos longos essas mesmas ações) expressa a mudança institucional na definição dos objetivos das firmas. Conforme os mercados de capitais estejam mais integrados e maior for a liquidez destas ações, maior será a força com que a competição obrigaria as empresas a se adequarem a esses objetivos, caso queiram se manter nos mercados de capitais.<sup>44</sup>

O efeito particular mais importante dessa característica da financeirização reside na contração da acumulação de capital físico, que teria sido substituída pela obtenção de ativos financeiros como destino primário dos lucros retidos. Stockhammer (2004 p. 721) propõe a definição da financeirização: "*as the engagement of non-financial businesses in financial markets. These financial activities are interpreted as reflecting a shift in the firm's objectives and a rising influence of shareholder interests in the firm*". O direcionamento do lucro retido para o mercado financeiro, como a recompra de ações ou aquisição de outros instrumentos de dívida, reflete o maior peso das decisões dos acionistas e do ímpeto pela valorização dos ativos financeiros das empresas. Em outras palavras, o interesse dos rentistas se sobrepõe ao dos trabalhadores e dos capitalistas responsáveis pela organização da produção.

A preponderância do interesse dos rentistas, segundo esse argumento, leva as empresas a decidirem por sacrificar sua taxa de acumulação e, como resultado, seu crescimento em prol de manter uma alta lucratividade e uma maior distribuição de dividendos. O objetivo da administração em expandir sua participação é restringido pela imposição de alta rentabilidade e redistribuição dos dividendos. Esse aspecto da financeirização explicaria a razão por trás de que, de 1980 em diante, os países ricos observaram taxas de crescimento mais reduzidas em relação ao período do Fordismo, durante o qual a administração das empresas possuía

---

<sup>44</sup>Crotty (2005, pp. 95-100) apresenta um argumento similar, acrescido da hipótese de que as instituições financeiras subtraem uma parte dos lucros empresariais pelo poder conquistado pela mudança na governança corporativa. Esse raciocínio permite concluir que há um conflito entre o que seria o capital financeiro e o capital 'produtivo' das empresas.

maior peso nas decisões de investimento e crescimento das empresas do que depois da "revolução dos acionistas".<sup>45</sup> Embora os efeitos sobre a distribuição não seja algo diretamente explorado nessa literatura, o *mark-up* das empresas (e com ele a participação dos lucros na renda nacional) poderá crescer de modo a conciliar os objetivos de expandir a capacidade produtiva e remanejar lucros para os acionistas (Mazzucato, Ryan-Collins e Gouzouli, 2023, p. 520).

Essa característica, no entanto, implica que só a partir dos anos 80 o comportamento das empresas tornou-se mais agressivo e avesso a compromissos com os sindicatos (quando e onde esses ainda desempenhavam um função de representação dos trabalhadores). Embora possa-se dizer que durante a *Golden Age* e o período Fordista em diversos países capitalistas ricos houve uma intenção (bem sucedida, durante décadas) de coordenação entre empresas, governos e grandes sindicatos para restringir o acirramento do conflito distributivo, é difícil argumentar que foi somente a partir do maior poder dos acionistas que as empresas no seu plano individual mudaram o curso de suas ações. Pelo contrário, podemos argumentar que foi justamente a vitória do conflito distributivo no final no início dos anos 70 pelo lado do capital que emponderou os acionistas e, indiretamente, permitiu que houvesse um excedente para ser redistribuído para cima através de maiores dividendos.

Podemos argumentar que a "revolução dos *shareholders*", somado a maior integração dos mercados financeiros, criação de novos instrumentos financeiros e expansão da liquidez destes ativos, contribuíram para facilitar a transmissão das metas de lucratividade impostas pela remuneração pura do capital, obténível no mercado financeiro. A pressão dos acionista desde os anos 1980 e na disciplina imposta ao gerenciamento da produção redescrudeceram a competição no sentido de obrigar a todas as empresas se adequar a essas metas. Esse meca-

---

<sup>45</sup>Foge do escopo da tese a discussão sobre a acumulação e as taxas de crescimento durante o período da financeirização. No entanto, podemos mencionar que esse argumento se baseia em uma teoria subjacente do investimento autônomo segundo o qual as empresas decidem no nível microeconômico o quanto pretendem se expandir e geram o efeito colateral macroeconômico sobre a taxa de investimento. A teoria original da determinação dos *mark-ups* pelo objetivo da expansão da firma se encontra em Wood (1975) (entre outros) e tal teoria do investimento pode ser considerado como uma versão microeconômica da teoria do crescimento de Cambridge. Para uma crítica da teoria de crescimento de Cambridge, ver Serrano e Freitas (2017, pp. 79-82) e de sua inadequação para a economia americana, ver Castilho (2021)

nismo fortaleceu a competição, pois agora empresas poderiam ser fechadas ou incorporadas em conglomerados corporativos maiores muito mais rápido do que seria possível caso só se fizesse valer apenas a competição final no mercado. Porém, a meta de lucratividade e a taxa de lucro almejada pelos acionistas não são possíveis de ser encontradas somente olhando essa mudança institucional promovida pela financeirização.

Algo similar pode ser dito a respeito do crescimento dos salários da alta administração das empresas. É dúvida se esses salários devem ser considerados parte da remuneração do trabalho, e não do capital. Parte desses pagamentos consiste em opções de ações, ganhos de capital e/ou redistribuição de lucros. À medida que a participação dos lucros primeiro se estabilizou e logo em seguida começou a crescer, o excedente obtido pelas empresas encontrou-se em um valor grande o suficiente para que pudesse ser em parte redistribuído aos cargos administrativo mais altos. Piketty e Saez (2003, p. 35) notam que "*changing social norms regarding inequality and the acceptability of very high wages might partly explain the rise in U.S. top wage shares observed since the 1970s*". Novamente, o que é considerado por esses autores kaleckianos como impacto da financeirização sobre as mudanças distributivas, pode ser entendida como sua consequência.

#### **4.3.2 Pivetti e outros Sraffianos a respeito do 'puzzle' juros e lucros e a financeirização**

O descolamento entre as taxas de juros, de lucro e da participação do capital na renda não passou despercebida pelos autores responsáveis pelo desenvolvimento das teorias monetárias da distribuição. Em uma contribuição recente, Pivetti (2014) apresenta algumas possíveis vias de explicações para o 'puzzle' juros e lucros. Panico, Pinto e Anyul (2012) e Panico e Pinto (2018) provém argumentos de como a financeirização influenciou na sustentação da taxa de lucro em geral, que se somam às contruições também de uma perspectiva Sraffiana por outros autores, como Tridico e Pariboni (2018) e Di Bucchianico (2020). Nessa subção faremos uma resenha crítica destes trabalhos e os usaremos como introdução à hipótese da nova rentabilidade geral do capital.

Pivetti (2014, p. 4) é claro quanto ao paradoxo do caso norte-americano após 1982 para sua teoria monetária distribuição (vide subseção 4.2.2), e sua argumentação elenca quatro possíveis causas por trás do descolamento entre a taxa de retorno do capital em geral e dos ativos financeiros.<sup>46</sup> O primeiro deles aponta para o crescimento da remuneração da alta gerência e dos CEOs enquanto responsáveis por preencher parte do vácuo aberto entre as taxas de juros e do lucros. Os autores Kaleckianos vistos anteriormente também dão peso a esse fenômeno, porém Pivetti explicitamente o insere dentro do componente do lucro líquido dos empresários (ver também Stirati, 2018, p. 13). No entanto, é difícil compreender a razão por que a definição dos lucros líquidos dos empresários deva abarcar as mudanças nas normas distributivas a respeito do quanto é aceitável que seja a remuneração superior das empresas e sua disparidade em relação aos demais trabalhadores. Se o lucro líquido dos empresário depende dos elementos subjetivos associados ao emprego produtivo do capital, um aumento autônomo da remuneração dos CEOs não deve fazer parte da sua formação, a menos que se assuma circularmente que toda diferença entre juros e lucros seja o lucro líquido dos empresários.

Um segundo argumento identifica o aumento das taxas de depreciação na economia americana a partir de 1995. Em especial, esse fenômeno se deriva da maior participação do setor de serviço em detrimento da indústria de transformação, cuja vida útil do capital fixo é mais prolongado. Devido a maior taxa de inovação e de obsolescência do capital fixo, sua maior rotatividade nos setor de serviços e nas empresas do ramo da tecnologia teria imposto uma alta taxa de depreciação. Resulta dessa mudança que, embora as margens brutas tenham se mantido estáveis, as margens líquidas de lucro se contraíram em resposta ao movimento da taxa de juros.<sup>47</sup> Contudo, nem a magnitude dessa mudança aparenta ser suficientemente grande, nem a maior participação dos lucros líquidos na renda nacional pode ser explicada por ela (ver gráfico 4.3). Wolff (2003, p. 484) sugere que é possível que a depreciação do capital nos anos 1990 fora superestimada e de que uma parcela importante dos lucros líquidos tenha sido erroneamente contabilizada na forma de depreciação do capital.

---

<sup>46</sup>Esses argumentos são reforçados recentemente por Pivetti (2024, pp. 603-4).

<sup>47</sup>Segundo dados da BEA, a depreciação do capital enquanto proporção dos lucros brutos foi de 0,17 em 1974 para 0,37 em 1997)

O terceiro ponto se refere ao lucro líquido dos empresários em si. Pivetti chama a atenção para o fato de que as menores taxas de crescimento e a instabilidade da demanda agregada, somadas à 'globalização' e às aberturas comercial e financeira, reduziram a previsibilidade do retorno esperado dos investimentos produtivos e podem estar por trás do maior risco percebido por parte das empresas. Principalmente por ser encontrada no nível agregado, a volatilidade da demanda teria impactado o prêmio de risco de todos os ramos de produção, e não só os diferenciais de taxas de lucro entre diferentes aplicações de capital. Um exemplo segundo o qual esse mecanismo pode ocorrer é, em decorrência da liberalização dos mercados cambiais e da grande flutuação observada das taxas de câmbio, não só o risco do retorno do investimento aumentou globalmente, como também a demanda por seguros e derivativos do tipo *hedge* cresceu como consequência da busca por proteção das margens reais de lucro e da rentabilidade em geral.

A maior procura por esse tipo de serviços financeiros exerceu o efeito secundário de aumentar a participação das finanças no valor adicionado. Como vimos, o setor financeiro possui uma menor participação salarial no seu valor adicionado e o crescimento sua parcela na oferta agregada tem como desdobramento puxar para a cima a participação do capital na renda nacional. Pivetti considera que elementos monopolistas no setor financeiro permitem que a massa de lucro gerada pelas empresas financeiras cresça mais do que proporcionalmente em relação o crescimento da sua parcela no valor adicionado total, o que implica o aumento da razão entre o nível de preços e os salários nominais observado. Portanto, segundo esse argumento, o lucro líquido dos empresários e o poder de mercado das empresas financeiras fornecem em simultâneo uma explicação para a estabilidade da taxas de lucro empírica.

Uma ideia muito similar é apresentada por Panico e Pinto (2018) em um modelo multisetorial com uma indústria bancária explicitamente modelada e fazendo uso de um fechamento para o vetor de quantidade de acordo com o princípio da demanda efetiva. Embora os autores não lidem diretamente com a conexão juros e lucros, neste modelo a restrição ao crescimento dos salários reais induz o crescimento do endividamento do trabalhadores e, por meio deste, leva à maior participação do setor financeiro na oferta agregada, em uma

espécie de mudança estrutural regressiva, dado a hipótese de que a parcela do valor adicionado do setor financeiro destinado aos lucros é maior do que na indústria. Conforme maior for a participação do setor financeiro, maior é a tendência de os salários reais não seguirem a trajetória da produtividade e de que os níveis de endividamento cresçam, reforçando-se mutuamente.

No entanto, é pouco factível a ideia de que nas décadas que seguiram ao choque de Volcker os empresários encontram-se em situação de maior exposição ao risco dos seus investimentos, posto que um dos efeitos desejados (e, em grande medida, obtido) da repressão salarial e das políticas neoliberais de abandono das metas de pleno emprego foi o de garantir o máximo de segurança possível para o capital privado. Embora a desaceleração do crescimento possa implicar uma certa volatilidade do crescimento da demanda efetiva para segmentos específicos da produção, a concentração do capital e a estabilidade das taxas de crescimento são indícios que atuam na direção contrária ao risco do investimento produtivo.

No que diz respeito ao tamanho do setor financeiro, podemos observar que embora a massa de seus lucros tenha crescido enquanto proporção dos lucros corporativos totais (ver 4.2), a sua taxa de lucro não tem o efeito de deslocar significativamente a taxa de lucro do setor corporativo como um todo (ver gráfico 4.4). A menor participação dos custos salariais no valor adicionado passa a ter um peso considerável sobre a mudança distributiva à medida que as finanças tornam-se mais importantes e a grande concentração do setor pode indicar a existência de barreiras à entradas e de rendas diferenciais, porém é pouco plausível que a taxa de lucro do setor financeiro empiricamente observada seja o fator responsável por sustentar a taxa de lucro normal diante da queda das taxas de juros (Stirati, 2018, p. 13).

Por fim, o quarto e talvez mais problemático motivo para a teoria monetária da distribuição<sup>48</sup> é uma possível dependência do lucro líquido dos empresários em relação à própria taxa de juros. Esse poderia ser o caso, segundo Pivetti, se o objetivo da política monetária nos EUA fosse o de assegurar que os níveis de endividamento das famílias não levassem a um

---

<sup>48</sup>Problemático pois a teoria de Pivetti está assentada na total independência dos lucro líquido do empresário em relação à taxa de juros relevante como custo de oportunidade do capital

crescimento muito exarcebado dos serviços da dívida sobre a renda disponível. As queda das taxas de juros nos anos 1990 e a sua estabilidade em patamares bastante reduzidos após 2001 teriam como finalidade facilitar a substituição de salários por dívidas privadas (Barba e Pivetti, 2009) e, como desfecho colateral, expandir a demanda por serviços financeiros e dos seus ativos totais. Esse feito, segundo Pivetti, apesar de relevante para explicar a taxa de lucro, seria apenas transitório e dependeria de níveis crescentes de endividamento privado familiar.

Pontos similares são levantados por Di Bucchianico (2020, pp. 12-8), para quem ao final a financeirização não tem efeito significativo sobre a taxa de lucro geral. O autor privilegia três canais com influência potencial sobre a distribuição: as inovações e progresso técnico no setor financeiro, o aumento do nível do endividamento do setor privado não-financeiro e o respectivo crescimento do valor adicionado das empresas financeiras. Esses últimos dois pontos foram contemplados na discussão a respeito de Pivetti.<sup>49</sup> Quanto as inovações, o autor argumenta de que como parte importante do serviços financeiros, como a criação de derivativos especulativos, não configura uma mercadoria básica, esses serviços não tem efeito sobre a estrutura de custos e, portanto, não afetam a taxa de lucro, para um dado salário real. Como o valor adicionado do setor financeiro cresce proporcionalmente ao volume de ativos criados, os seus custos de produção possuem uma considerável estabilidade secular, como demonstra Philippon (2015), o que torna questionável ser possível falar de crescimento da produtividade das empresas financeiras.

Por fim, Tridico e Pariboni (2018) realizam um estudo econométrico de dados de painel para 28 países muito similar aos demais autores neo-kaleckianos, no qual consideram a importância da 'globalização' (medida em termos de fluxos de capital), mudança estrutural favorável ao setores de serviços e financeiros, flexibilização trabalhista e, por fim, a própria financeirização - todas variáveis com impacto importante e negativo sobre a participação dos

---

<sup>49</sup>No entanto, os argumentos não são exatamente os mesmos. Di Bucchianico (2020, p. 15) considera que, mesmo na presença de maior participação dos lucros no setor financeiro, a tendência a equalização da taxa de lucro em todas as indústrias anularia o efeito do aumento do setor financeiro composição final da oferta, o que difere do argumento de Pivetti de que a taxa de lucro empiricamente observada cresce pelo simples fato da maior participação dos lucros no setor (sem qualquer hipótese a respeito da equalização). Para uma crítica teórica a respeito da equalização da taxa de lucro entre bancos e indústrias, ver subção 2.2.2 da presente tese.

salários na renda nacional. A variável relativa à financeização em especial é apreendida em termos de taxa de capitalização das ações, entendida como o preço das ações multiplicada por sua quantidade como proporção do PIB, uma medida similar ao 'Q de Tobin'. Apesar de poder ser interpretado como a causalidade partindo do preço das ações para a taxa de lucro,<sup>50</sup> esse resultado importa para a nossa interpretação na medida que nos permite incorporar os ganhos de capitais aferidos pelas empresas sobre suas próprias ações enquanto parte do custo de oportunidade do capital. No entanto, tanto os trabalhos Tridico e Pariboni (2018) e Di Bucchianico (2020) não lidam com o 'puzzle' juros e lucros para a economia dos EUA, ou mesmo como o fato estilizado de que, em todos os países capitalistas centrais (no caso do estudo internacional de Tridico e Pariboni, 2018), o aumento da desigualdade na distribuição funcional da renda fora acompanhado com taxas de juros baixas.

### **4.3.3 Preferência pela liquidez e a variação dos *spreads* das taxa de juros nos EUA.**

Se a financeirização pode ser entendida como um aumento da preferência pela liquidez e uma maior demanda por ativos financeiros, é possível que tenha havido um crescimento dos *spreads* dos títulos menos líquidos e uma ampliação da estrutura a termo da taxa de juros. Nesse caso, o custo de oportunidade do capital pode ter se deslocado em direção a um desses ativos cuja taxa de retorno, se comparada com a taxa de lucro observada, apresentaria uma distância menor do que as taxas de juros de longo prazo de ativos sem riscos, aqueles originalmente considerado por Pivetti (1991, p. 21) como custo de oportunidade do capital. Esse descolamento dos *spreads* não resultaria de maiores prêmios de riscos, mas apenas de uma maior demanda pelos mesmos. Nessa subseção, iremos apresentar a decomposição desses *spreads* e da estrutura a termo da taxa de juros para averiguar essa hipótese, mas antes vamos recapitular a teoria da preferência pela liquidez como uma teoria dos *spreads*.

Desde pelo menos os capítulos 15 e 17 da Teoria Geral,<sup>51</sup> é possível identificar dois con-

---

<sup>50</sup>Como faz Taylor (2020, p. 53).

<sup>51</sup>Keynes (1951 [1936], p. 167) define: *Thus the rate of interest at any time, being the reward for parting with liquidity, is a measure of the unwillingness of those who possess money to part with their liquidity control over it*"

ceitos de liquidez elaborados por Keynes para avaliar a demanda por um determinado ativo. O primeiro diz respeito a diferença entre o preço que pode ser pedido no futuro pelo seu ofertante e o preço que potenciais demandantes estarão dispostos a acatar. Ativos ilíquidos são definidos como aqueles para os quais a diferença entre esses preços é significativa quando seu possuidor buscar transformá-los em meio de pagamento em um período curto de tempo. Um imóvel, um bem de capital, um automóvel, exemplificam ativos ilíquidos nesse sentido. Seguindo Kaldor (1960b [1939], pp. 21-22), a liquidez de um ativo pode ser estabelecida dentro de um espectro que varia de acordo com sua padronização, a ocorrência de um mercado regular e organizado para o mesmo, a sua durabilidade e a proporcionalidade do preço em relação ao seu volume. Esse aspecto da liquidez pode ser chamado de *perfect marketability*<sup>52</sup>. Quanto menos líquido for um ativo, menor será a possibilidade de que este venha a ser usado para fins especulativos.

Ativos financeiros, sejam títulos públicos ou ações privadas, são perfeitamente líquidos no sentido empregado acima: o possuidor de um ativo financeiro tem pouca ou nenhuma preocupação com a perda de valor do mesmo caso tenha que vendê-lo em um prazo curto de tempo. Um fundo de pensão, por exemplo, ao adquirir um título soberano de longo prazo da dívida pública almeja o retorno contratado e sabe que, em uma situação de urgência, poderá vendê-lo sem grandes dificuldades no mercado secundário. O seu objetivo será o de preservar o patrimônio, e não o de realizar ganhos especulativos antes que chegue a data de maturação desse título. A proximidade da liquidez desses títulos com a moeda justificaria que, em condições normais, sua taxa de juros será muito baixa, pois a facilidade em transformá-los em meio de pagamentos aponta para a inexistência de grande esforço por parte do seu detentor em termos de perda de liquidez. A ausência de iliquidez nesse sentido leva a abordagem da moeda endógena a alegar que a taxa básica de curto prazo, relativa a um desses títulos, não é definida pela preferência pela liquidez ou por forças de mercado, mas como um preço político e administrativo pela autoridade monetária.

Como nota recentemente Marglin (2020, p. 388), é possível identificar uma segunda

---

<sup>52</sup>Carvalho (1992, p. 87) define que a liquidez de um ativo pode ser definida pela densidade, permanência e organização do mercado secundário.

noção de liquidez, que na Teoria Geral é utilizada por Keynes para definir a demanda por moeda no capítulo 15. Um ativo é líquido ou não a depender da expectativa de ganhos e perdas de capital resultante da variação de seu preço antes da sua maturação. Conforme um investidor adquira um título com a finalidade de obter ganhos de capital, sua demanda pelo mesmo dependerá do preço do ativo e da expectativa de variação da taxa de curto prazo no futuro. Se esta última se elevar e se o retorno do ativo for um rendimento fixo, o preço desse ativo cairá. A flutuação de preços dos ativos financeiros é diretamente influenciada pela variação da taxa de curto prazo e essa pode servir para formar a expectativa de flutuação das taxa de curto prazo no futuro.

A liquidez por um ativo que não seja um título de curto prazo retrata o quão protegido este se encontra em relação a variações futuras da taxa de curto prazo. Alta liquidez se refere à baixa expectativa que haverá perda de capital entre o período de aquisição e o de venda de um ativo. A taxa de juros reflete a margem de segurança que é necessária ser paga ao comprador do ativo de forma a protegê-lo da potencial perda de capital, formada de acordo com expectativa do demandante do ativo quanto à distância entre a taxa de juros de curto praticada no momento da compra e sua variação futura.<sup>53</sup>

Essa teoria da liquidez não provê uma explicação para a taxa básica de curto-prazo, pois esses ativos, como depósitos à vista, não estão sujeitos a demanda especulativa e seu preço define a própria taxa de juros básica. Porém essa segunda definição de liquidez fornece uma teoria para os *spreads* entre as taxas de juros de curto e de longa, dado o risco de não pagamento do principal (Cesaratto e Pariboni, 2022, pp. 307-10). A expectativa quanto a perda de capital define qual será a taxa de juros e o preço ao qual um ativo financeiro possui demanda no mercado.

A teoria dos *spreads* baseada na preferência pela liquidez permite explicar a variação da

---

<sup>53</sup>Marglin (2020, cap. 11) define duas razões por trás da preferência pela liquidez: aversão ao risco e retorno à média. O primeiro diz respeito à probabilidade que a perda de capital seja maior do que a juros pago pelo título, ao passo que o segundo se refere à expectativa de que a taxa de curto irá aumentar e de que a taxa de juros do título precisa pelo menos cobrir essa perda esperada. Aqui não distinguiremos entre essas duas razões, pois basta notar que a expectativa de uma variação da taxa curta no futuro é suficiente para incorporar um prêmio de iliquidez na taxa presente.

estrutura a termo da taxa de juros de acordo com a maior volatilidade da taxa básica de juros. É esperado que bruscas mudanças da política monetária impacte a expectativa da taxa curta no futuro, cujo efeito é de ampliar os *spreads* e, à medida que a taxa básica volte a ser estável, os prêmios de iliquidez dos ativos longos caem e sua diferença em relação à taxa básica diminua. Em outras palavras, a perda de controle sobre as taxas longas pode decorrer do próprio caráter experimental da política monetária (Keynes, (1951 [1936], p. 203).

A flutuação observada dos *spreads* em face de variações da taxa básica leva Pollin (2009) a afirmar que a estrutura a termo das taxas de juros é influenciada por forças de mercado que não estão sujeitas diretamente às decisões da autoridade monetária. Por sua vez, Deleidi e Levrero (2021) provêm dois modelos econométricos para os períodos 1983–1990, 1991–2000 e 2001–2007 nos quais, mesmo na presença da flutuação dos *spreads*, as taxas de longo continuam a ser governadas pela taxa de curto básica, no sentido Granger de causalidade.<sup>54</sup>

No que diz respeito à teoria monetária da distribuição, iremos decompor os *spreads* em subperíodos entre 1982 e 2020 e analisaremos se esses descolamentos permitem explicar a resistência à queda das margens reais de lucro em momentos de retração da taxa básica de juros. A intuição por trás do exercício é avaliar se em algum desses períodos de mudança da política monetária algum desses *spreads* esteja correlacionado com a margem real de lucro estável. Isso indicaria a possibilidade de que algum ativo que não os títulos soberanos tornaram-se o custo de oportunidade a definir a taxa de lucro do capital, e de que esse novo custo de oportunidade resulte de uma mudança na preferência pela liquidez.

Seguindo a divisão proposta por Jayadev e Joshua Mason (2015, p. 103), apresentamos duas decomposições para os *spreads*. Em primeiro lugar, podemos avaliar os títulos do Tesouro Norte-Americano de diferentes maturações, pois como se tratam de ativos sem risco de inadimplência, todo o diferencial entre as taxas longas e curtas decorre da preferência pela liquidez como elaboramos acima. Já no que diz respeito aos títulos de diferentes riscos, podemos identificar os *spreads* como definido pela preferência pela liquidez e o prêmio de

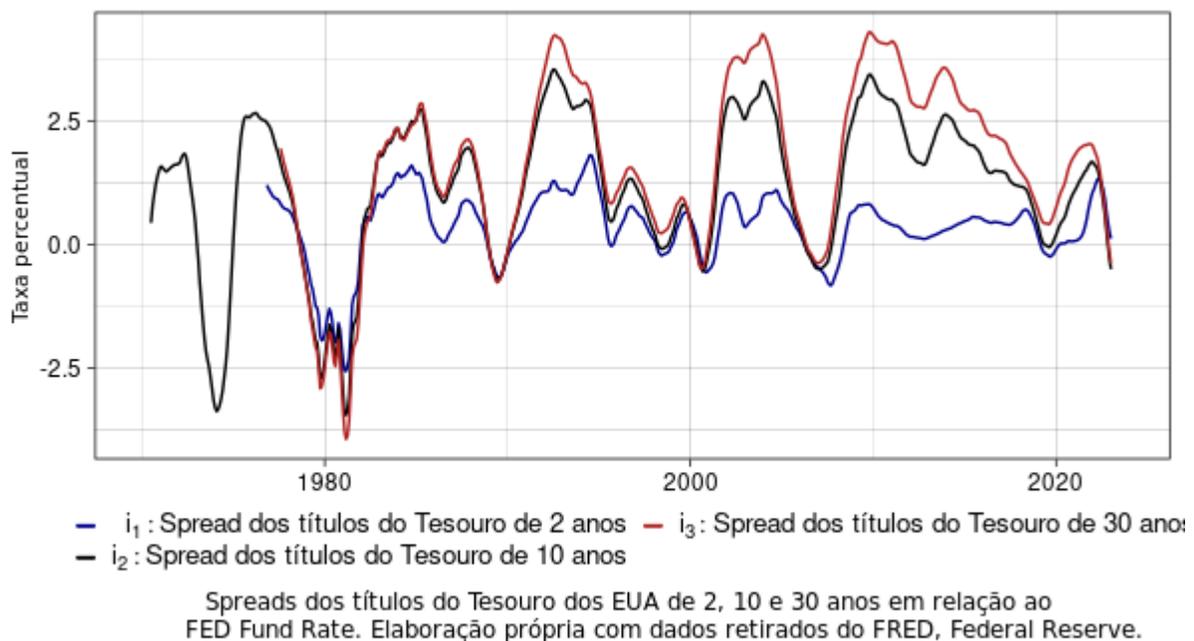
---

<sup>54</sup>Para uma revisão empírica da estrutura a termo da taxa de juros, ver em especial Deleidi e Levrero (2021, pp. 127-9)

risco associado às particularidades dos ativos em questão.

Após o choque de Volcker, a volatilidade da taxa de juros do FED contribuiu para o aumento dos *spreads* no início dos anos 1980 (Davidson, 1986, pp. 16-7). No entanto, como podemos observar no gráfico 4.12, não é possível encontrar um aumento sistemático dos *spreads* em uma tendência visível. De fato, a elevação dos *spreads* observada não é grande o suficiente para justificar uma inflexão quantitativa em relação tanto aos anos que antecederam o choque quanto nos subperíodos posteriores a 1982.

Figura 4.12: Spreads de títulos do Tesouro norte-americano de diferentes maturações em relação ao FED Fund Rate.



Do ponto de vista da teoria monetária da distribuição, portanto, as taxas de juros mais longas do títulos do Tesouro nos EUA não se qualificam para serem candidatas a novo custo de oportunidade do capital produtivo. Embora o lucro líquido dos empresários seja menor quando tomamos os títulos de longo e médio prazo como referência, ainda assim o descolamento entre a taxa de lucro e as taxas longas é observado. Logo um aumento da preferência pela liquidez ocasionado supostamente pela financeirização não permite uma explicação

plausível para manutenção das altas margens reais de lucro. O único caminho pelo qual essa justificativa poderia ser defendida seria o de acreditar que todo o lucro dos empresários é uma forma de preferência pela liquidez em relação aos ativos de capital, o que estaria de acordo a visão original de Panico (1988). No entanto, essa é uma explicação circular, posto que todo diferencial entre taxa de juros e de lucros pode ser definido de tal forma. E ainda que a aceitássemos seria necessário uma explicação adicional para o fato de que a preferência pela liquidez tenha impactado somente a taxa de retorno do capital produtivo, e não a dos títulos de longa duração.

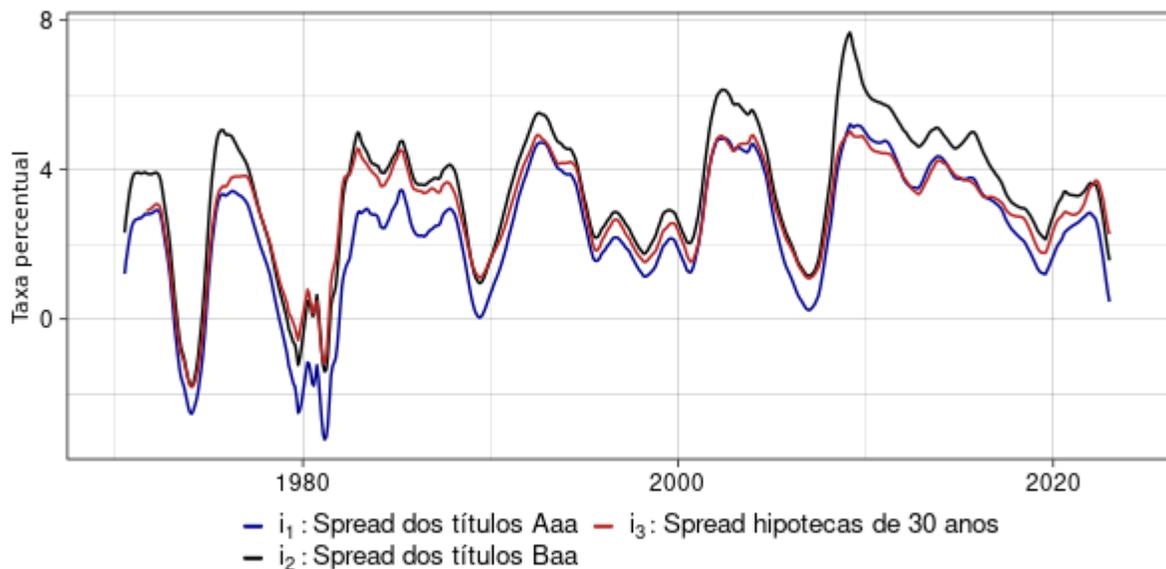
O que dizer então dos títulos privados Aaa e Baa? O gráfico 4.13 apresenta os *spreads* desses títulos e da taxa de juros do financiamento hipotecário de 30 anos. Há uma tendência de crescimento dos *spreads* mais substancial do que a visualizada nos títulos do Tesouro, porém essa também é insuficiente para justificar um novo custo de oportunidade. De fato, os *spreads* apresentam bastante variação (a variância dos títulos Aaa foi de 5.96 entre 1977-1982 e de 3.30 nos anos entre 2003 e 2008, por exemplo) dentro de um intervalo relativamente mais amplo entre zero e 7%. Essa maior variação abrange um longo período de tempo e é sujeita a mudanças bruscas em razão das crises financeiras, com a de 2007-8, cujo efeito na taxa de juros dos títulos Baa é bastante pronunciada. Contudo, é possível também observar um retorno a média e um comportamento bastante regular da tendência, salvo novamente nos casos atípicos de crises.

De igual modo aos títulos do Tesouro, não nos parece plausível de que a preferência pela liquidez tenha jogado um peso significativo na evolução desses *spreads*. Jayadev e Joshua Mason (2015, pp. 120-3)<sup>55</sup> consideram que os *spreads* possam ser explicados pela redução do estoque total de ativos sem risco em comparação aos ativos privados de susposto maior risco e pelo fato dos ativos privados terem menor liquidez (e conseqüentemente menor demanda),

---

<sup>55</sup>Contudo, há um problema no argumento de Jayadev e Joshua Mason (2015). Ao nosso ver, os autores superestimam o crescimento dos *spreads*, pois para eles os *spreads* são calculados como variáveis *ex post*: o *spread* de um título de dez anos é obtido por sua taxa de juros corrente menos a média geométrica das taxas curtas realizadas nos dez anos seguintes (c.f. Jayadev e Joshua Mason, 2015, pp. 105-6). Segundo esse cálculo dos *spreads*, dado que de 1982 em diante a tendência é de queda das taxas de juros, esses *spreads* realizados serão maiores do que os *spreads* efetivos, calculados pela diferença da taxa de juros do título de longo e de curtos, ambos em valores correntes. Definidos na forma usual, os *spreads* mostram-se bem menos elevados.

Figura 4.13: Spreads dos títulos Aaa e Baa da Standard Poor's em relação ao FED Fund Rate. Elaboração própria com dados retirados do FRED, Federal Reserve.



Spreads dos títulos Aaa e Baa da Moody's e das hipotecas de 30 anos em relação ao FED Fund Rate. Elaboração própria com dados retirados do FRED, Federal Reserve.

em um argumento muito similar ao famoso *Safety Trap* aludido por autores neoclássicos (Cabrero, Farhi e Gourinchas, 2017).<sup>56</sup> Essa explicação também nos parece insatisfatória, dado a quase inexistência de eventos de não pagamento desses títulos (o que os torna de baixo risco, mesmo próximo aos títulos do Tesouro) e que uma das características da financeirização é a criação de mercados de derivativos para mitigação de riscos individuais, além da maior liquidez desses mesmos tipos de ativos advinda de novos mercados secundários para os mesmos. Ambos os movimentos vão na direção contrária ao aumento dos *spreads* e nos parecem motivos suficientes para entender a sua relativa estabilidade.

Na tabela 4.3, temos um resumo dos diferentes *spreads* para subperíodos selecionados, definidos de acordo com o ciclo de redução da taxa de juros desde 1982, mais o período de choque de Volcker. De fato, chama a atenção a relativa estabilidade dos *spreads* para todos os subperíodos em questão, principalmente quando comparados com as demais variáveis da

<sup>56</sup>Para uma crítica dessa abordagem, ver Castilho (2020, pp. 40-5)

	Aaa	Baa	Hipotecas	Tesouro 30 anos	Tesouro 10 anos	Tesouro 2 anos
1977-1982	-0.11	1.36	1.56	-0.68	-0.56	-0.47
1983-2001	2.43	3.38	3.02	1.60	1.37	0.57
2002-2008	2.93	4.04	3.36	2.12	1.56	0.33
2008-2019	3.54	4.58	3.58	2.68	1.89	0.38

Tabela 4.3: Spreads relativos ao Fed Fund Rate para períodos selecionados. Dado do FRED, Federal Reserve.

financeirização as quais apresentamos na subseção 4.2 do presente capítulo. Tudo indica, portanto, que a preferência pela liquidez não desempenhou nenhum papel significativo seja nos *spreads*, seja na estrutura a termo da taxa de juros - pelo contrário, podemos justificar que a tendência a queda dessas taxas e a relativa baixa volatilidade da taxa de juros básica do FED, em um contexto de baixa inflação, contribuíram para sua não ampliação. Para o que nos interessa, também não podemos considerar que a financeirização, independente da forma como seja definida, resultou em mudanças significativas da preferência pela liquidez, ao menos visto do ponto de vista restrito dos *spreads*, e portanto podemos concluir que esta última não é uma candidata viável para explicar o 'puzzle' juros e lucros e a resiliência das taxas de lucros realizadas.

#### 4.3.4 Ganhos de capital e o *The Real Rate of Return of Equity* de Shaikh como piso das rentabilidade do capital em geral

O fato de que os *spreads* entre títulos públicos e privados de distintas maturações e perfis de risco não são bons candidatos para explicar o custo de oportunidade do capital produtivo em substituição às taxas de juros longas não significa que a teoria monetária da distribuição deva ser descartada. Afinal ainda somos obrigados a entender o motivo responsável pelo descasamento entre as tendências da taxa de lucro e a taxa de juros, em oposição ao processo competitivo clássico.

A hipótese que iremos apresentar nesta subseção é de que, uma vez que seja computado os ganhos de capitais inferidos indiretamente pela inflação de ativos, a taxa de retorno implícita das ações e dos títulos privados, em especial dos ativos listados pela *Standard's & Poor's 500*, é maior do que a série dos retornos oficiais. O argumento desta última subseção da tese é de que os ganhos de capital e os rendimentos especulativos advindos da inflação de ativos são levados em consideração pelas empresas nas suas decisões a respeito de suas margens reais de lucro e na suas expectativas da rentabilidade mínima obtível nos seus investimentos produtivos. A conclusão apresentada ao término no subseção 4.2.4 justifica que a inflação de ativos e os ganhos de capital compreendem um fenômeno exógeno em relação à distribuição e aos preços de produção, tal como requerido pela teoria monetária da distribuição e, portanto, são um candidato a novo custo de oportunidade do capital em geral.

São duas as perguntas que precisaram ser respondidas de forma a tornar essa hipótese factível. A primeira se refere em qual medida as teorias de formação de preços de ativos e suas taxas de retorno (sejam ortodoxas ou não) são compatíveis com a taxa de retorno implícita dos ganhos de capital e, a segunda, se é possível encontrar uma série empírica cujo distancimento em relação às medidas das taxas de lucro empíricas seja menor do que as taxas de juros de fato observadas. Para tanto, podemos nos basear na teoria das finanças apresentada por Shaikh em duas oportunidades (1997; 2016, pp. 454-461) e na sua série denominada de *The Real Rate of Return of Equity*, formada a partir da adição aos dividendos pagos pelas ações dos ganhos de capital enquanto porcentagem do seu preço inicial. O desenvolvimento do argumento, no entanto, irá inverter a interpretação original de Shaikh, de acordo com a qual os preços das ações e títulos privados movem-se em função da 'taxa de lucro incremental', posto que estamos trabalhando dentro da teoria monetária a distribuição de Pivetti.<sup>57</sup> Ainda assim, a contribuição de Shaikh é a base para a elaboração de nossa hipótese.

Podemos começar com o chamado "modelo do FED" e a fórmula de Gordon, ambos consistindo nas duas abordagens mais usuais para a formação do preço corrente de uma ação

---

<sup>57</sup>Ver subseção 1.2.2, capítulo 1, no qual é apresentado e criticada a relação entre a taxa de lucro geral, a taxa de juros dos empréstimos bancários e a taxa de juros básica no livro de Shaikh (2016). Aqui focaremos somente na teoria das finanças, que é um complemento independente a essas demais propostas teóricas.

a partir do desconto do valor presente de seus dividendos futuros pela taxa de juros atual (Shaikh, 1997, pp. 391-2):

$$p_a^t = \frac{\sum_{t=1}^n dv_t}{i} \quad (4.1)$$

$$p_a^t = \frac{\sum_{t=1}^n dv_t}{i - g_a} \quad (4.2)$$

Em 4.1 e 4.2,  $\sum_{t=1}^n dv_t$  representa o somatório do valor nominal total do fluxo futuro de dividendo pagos por ação a partir do período de sua aquisição. O preço do ativo, segundo o modelo do FED, nada mais é do que seu valor presente descontado pela taxa de juros vigente. No caso da fórmula de Gordon, a valor presente da ação é ajustado pelo crescimento esperado dos dividendos pagos, representando em 4.2 por  $g_a$ .

Descartada a hipótese a respeito das expectativas racionais e de que o demandantes por ativos financeiros tem total conhecimento sobre o fluxo futuro de dividendos, o preço de um ativo dependerá das expectativas sobre as taxas de juros futuras de curto prazo e sobre pagamento do dividendo por ação por todo o período no qual o agente almeja reter o ativo. Se o preço futuro no momento no qual o ativo é vendido for maior do que o seu preço corrente, há ganhos de capital positivos. Em um caso simples no qual o possuidor do ativo detenha a ação por três períodos, o seu preço de demanda, portanto, pode ser expresso por:

$$p_a^3 = \frac{dv_1}{(1 + i_1^e)} + \frac{dv_2}{(1 + i_1^e)(1 + i_2^e)} + \frac{dv_3}{(1 + i_1^e)(1 + i_2^e)(1 + i_3^e)} \quad (4.3)$$

$$+ \frac{p_a^{3,e}}{(1 + i_1^e)(1 + i_2^e)(1 + i_3^e)}$$

Na qual a variável  $p_a^{3,e}$  representa a expectativa do preço do ativo  $p_a$  no três períodos a frente. A formação do preço de demanda do ativo, segundo a equação 4.3, é uma avaliação subjetiva sujeita a mudanças repentinas e a uma possível grande dispersão entre os investidores sobre o preço que melhor reflete os chamados fundamentos do ativo. Por exemplo, caso se adote expectativas racionais e se as taxas futuras forem sempre conhecidas, a fórmula 4.3 torna-se a simples fórmula de Gordon descrita em 4.2, o que pode levar a erros de avaliação se a razão dos preços dos ativos desviarem em relação ao seu valor esperado.<sup>58</sup> De igual modo, é possível interpretar a equação 4.3 de acordo com a teoria da preferência pela liquidez, pois os preços de demanda do ativo move-se em uma direção contrária às expectativas de variação futura das taxas curtas, das quais dependem os ganhos de capital.

Não precisamos interpretar a equação 4.3 como a determinação do preço de demanda pelo ativo, baseada na expectativa das taxas curtas futuro, mas sim como a taxa média de retorno realizada após um determinado intervalo de tempo dentro do qual houve variação da taxa de juros curta. Para incorporarmos os ganhos de capital como taxa implícita de retorno, a equação 4.3 permite explicitar a taxa de retorno enquanto variável endógena, para uma dada variação do preço do ativo decorrente da variação da taxa de juros. Podemos fazer isso mediante a equação:

$$r_a^t = \frac{\Delta p^{t+n} a + \sum_1^n dv_t}{p_a^t} \quad (4.4)$$

A variável  $r_a^t$  é denominada por Shaikh de *The Real Rate of Return of Equity*, pois considera os ganhos de capital como parte implícita do retorno de um ativo. A grande vantagem desta variável é que podemos calculá-la empiricamente a partir do conhecimento dos dividendos pagos e da variação dos preços do ativos, segundo o apêndice 10.1 do livro *Capitalism: Com-*

---

<sup>58</sup>Esse parece ser o caso de Farhi e Gourio (2018). Para os autores, a diferença entre o preço previsto pela fórmula de Gordon e os preços de fato realizados dos ativos se deve ao prêmio de risco não observado, o qual é inferido indiretamente e considerado parte dos *spreads*. Como vimos na subseção anterior, os *spreads* apresentam um movimento bem comportado quando calculados diretamente e essa assertiva desconsidera a existência de bolhas e ganhos de capital sem relação com os ditos fundamentos. Shiller (2007), p. 123) sugere que a fórmula de Gordon não é um bom preditor da razão entre preços e dividendos dos ativos.

*petition, Conflit, Crises*. O gráfico 4.14 abaixo permite observar o comportamento da *Real Rate of Return of Equity*.

Shaikh (2016, p. 459) apresenta uma interpretação segundo a qual é a taxa de lucro do capital incremental, entendido com a taxa de retorno obtida pelo fluxo do *novo* estoque de capital empregado que regula a taxa de remuneração implícita dos ativos privados. Essa abordagem para a teoria das finanças, chamada por Shaikh de clássica, de fato segue o procedimento dos economistas políticos clássicos e de Marx de tratar a taxa de lucro, seja a incremental ou a geral, como a variável distributiva a governar o preço dos ativos. Shaikh (1997, pp. 397-8) é explícito quanto a essa opção teórica:

*"Since the dividends per share are relatively smooth, it is largely the task of stock prices to vary in such a way as to keep the stock market returns on track with the underlying fundamentals. If fundamentals themselves are volatile, as they are, then the stock prices must also be volatile. It is therefore the volatility of the incremental rate of profit which becomes the issue. And here, it can be shown that it is short-term fluctuation in aggregate demand, as expressed in the capacity utilization rate, which largely account for the observed volatility of the incremental profit rate.."*

Para uma dada política de distribuição de dividendos e uma taxa de lucro incremental o preço futuro de um ativo é dado por (Shaikh, 2016, p. 455):

$$p_a^{t+1} = p_a^t \times (1 + r) - dv_t \quad (4.5)$$

Na qual  $r$  é a taxa de lucro incremental. Logo o preço do ativo no período seguinte é dado pela própria taxa de lucro e o fluxo de dividendos pagos. É claro pela equação 4.5 que o custo de oportunidade do investimento financeiro é dado pela taxa de lucro e a divergência dos dividendos necessários para cobrir esse mesmo retorno. Essa discrepância deve ser suprida pelos ganhos de capital: quanto menores forem os dividendos e maior a taxa de lucro, maior terá que ser a tendência de crescimento do preço dos ativos para que ocorra a arbitragem entre o capital produtivo e o financeiro.

Essa proposta de Shaikh parece insuficiente, no entanto. Embora a taxa de lucro incremental possua grande volatilidade - muito maior do que a taxa de lucro sobre o capital total, como aferido pelas contas nacionais - esta se deve principalmente pela flutuação da utilização da capacidade produtiva instalada e possui influência direta da demanda efetiva, como reconhece o próprio Shaikh (1997, p. 398). É difícil conceber que preços de ativos financeiros sejam tão reativos a flutuações de muito curto prazo da rentabilidade do capital, e ainda mais complicado entender qual mecanismo garantiria que os preços dos ativos devam crescer no mercado financeiro com a finalidade de atender o nivelamento competitivo com a taxa de lucro incremental. Embora Shaikh defenda que o processo competitivo de nivelamento das taxas de retorno seja o responsável pelo movimento dos preços no mercado financeiro, a ainda maior volatilidade dos preços dos ativos e a dificuldade das teorias convencionais das finanças em prever seu movimento parece indicar de que a taxa implícita de retorno dos ativos é a variável exógena a sofrer pouca influência da rentabilidade do capital produtivo. A exogeneidade da *The Real Rate of Return of Equity* é o que permite conectá-la com a teoria monetária da distribuição de Pivetti.

Com base na observação de que a inflação de ativos é um fenômeno quase que permanente da economia norte-americana pós-choque de Volcker, é possível fazer uma outra compreensão da relação de causalidade expressa na equação 4.4: os ganhos de capital são o subproduto da inflação de ativos e, exceção feita às crises financeiras, constituem um componente autônomo em relação à remuneração dos ativos financeiros. Desta forma, podemos interpretar que os ganhos de capitais, captados pelo membro  $\frac{\Delta p_a^{t+n}}{p_a^t}$ , são a variável exógena a determinar a remuneração implícita dos ativos financeiros. Quanto maiores esses ganhos, maior é o retorno dos ativos financeiros. Isso não significa que seja possível expandir a demanda por produção corrente com base no maior valor monetário do estoque de riqueza financeira (pois o financiamento do gasto corrente agregado levaria a uma deflação desses mesmos ativos), porém os investimentos financeiros constituem um custo de oportunidade crescentemente mais acessível durante a financeirização ao emprego produtivo do capital.

A origem da inflação de ativos já fora descrita na seção 4.2.4, mas podemos recapitular brevemente o cerne do argumento. O papel do sistema financeiro na economia norte-

americana pós-1982 foi o de facilitar a criação de novos instrumentos de crédito, o que somado a uma maior concentração de renda entre os 10% e 1% mais ricos e sua consequente maior taxa de poupança, favoreceu uma crescente demanda por novos ativos financeiros, a uma velocidade maior do que a criação desses próprios ativos, principalmente no mercado de derivativos. O crescimento dos níveis de endividamento tanto familiar quanto corporativo reforçaram o ciclo de maior estoque de dívidas, crescimento da demanda por novos ativos e aumento dos seus preços, somada a prática dos *stocks-buy-back* por parte do setor corporativo, sustentaram de maneira crucial a inflação dos preços das ações e dos títulos privados, mesmo em face de decrescentes taxas de juros dos títulos públicos sem risco.<sup>59</sup>

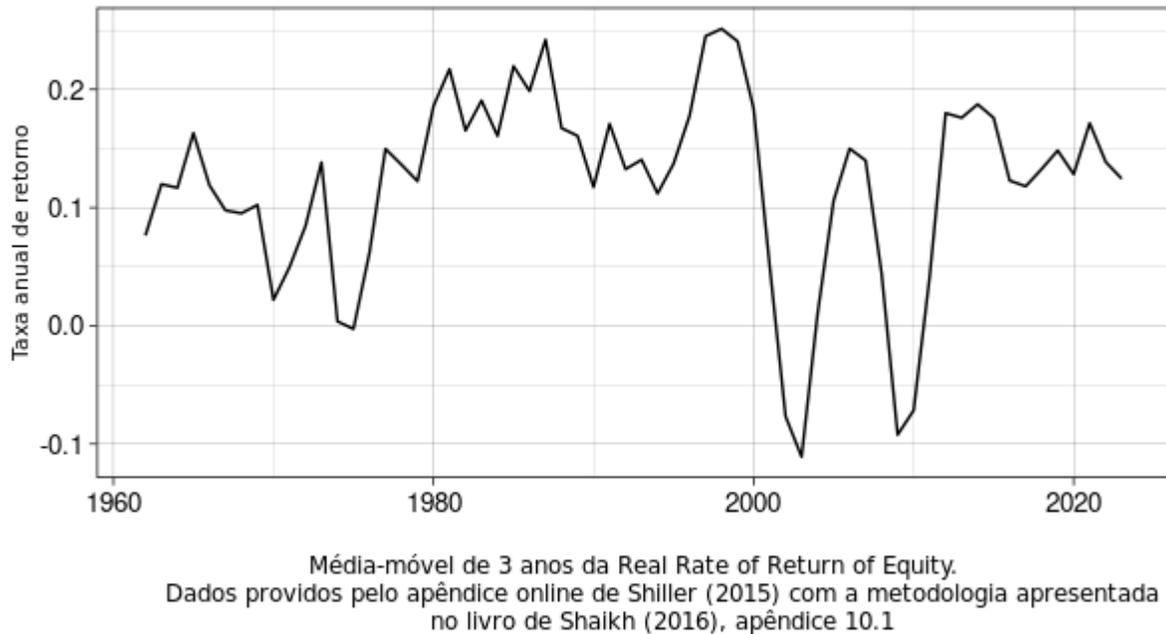
Com isso, como vimos, é equivocada a conclusão de que as empresas se financializaram e deixaram de ter como a principal fonte de seus lucros a produção e venda de mercadorias. No entanto, o *stock-buy-back* permitiu que as empresas pudessem ser beneficiadas pelos ganhos de capital, com ênfase especial sobre a remuneração de CEOs na forma de opções em ações. Além disso, a possibilidade do investimento financeiro nas suas próprias ações tornou esse custo de oportunidade uma alternativa crível ao emprego produtivo do capital. Essa mudança qualitativa fundamental corroborou e explicitou a importância da constatação da teoria monetária da distribuição segundo a qual não existe conflito *permanente* entre capital financeiro e industrial, ou entre qualquer outra forma do emprego do capital, como prescientemente observou Clarke (1988, p. 5). A figura 4.14 apresenta a tendência dessa série em uma média-movel de três anos.

Podemos observar que a *The Real Rate of Return of Equity* apresenta um movimento mais próximo ao da taxa de lucro em geral do que a taxa de juros básica. Quando consideramos a taxa de lucro incremental, as duas taxas apresentam um movimento muito similar (Shaikh, 2016, pp. 470-471). Ao ser comparada com as taxas de juros reais de títulos públicos de longa maturação, a *The Real Rate of Return of Equity* apresenta uma melhor explicação para o movimento da taxa de lucro em geral e do aumento da participação do capital na renda, à luz da

---

<sup>59</sup>Como resume Hudson (2021, p. 455): "*The main effect of the financial sector is to inflate asset prices on credit, producing capital gains while increasing the economy's debt overhead. The main way to obtain capital gains today is to borrow credit to buy rent-yielding assets, and to persuade governments to untax this revenue*".

Figura 4.14: Média-Móvel da The Rate of Real Return of Equity de Shaikh.



teoria monetária da distribuição. De fato, a primeira observação a respeito de sua tendência é de que ela não apresenta o mesmo movimento declinante quanto a todo espectro da taxa de juros. A interpretação levada a cabo nessa subseção justifica que o custo de oportunidade do capital se alterou por volta nos anos 1990, quando as taxas de juros curtas e longas do títulos do Tesouro norte-americano caíram substancialmente. Esse período coincide com a aceleração da inflação de ativos e a maior facilidade com a qual as empresas não-financeiras puderam aplicar seus capitais em *stock-buy-back* e usufruir dos ganhos de capital muito difundidos desde então. Com isso, embora as taxas de juros longas deixassem de representar o mínimo de rentabilidade desejada pelas empresas, os ganhos de capital supriram essa lacuna e sustentaram as expectativas empresariais de elevadas margens de lucro e do piso de rentabilidade do capital.

No entanto, são necessárias algumas qualificações a respeito do movimento observado da *The Real Rate of Return of Equity*. O seu movimento mais pronunciado de crescimento acontece logo após o choque do Volcker até a crise da NASDAQ de 2001, o que é explicado pela

inflação de ativos durante o período. É justamente nesse mesmo período que ocorre a queda das taxas de juros e o descasamento entre essas e a taxa de lucro começa a ser verificado. Após a decisão do FED de reduzir ainda mais a taxa de juros em resposta à crise financeira de 2001, durante os anos 2000 a *The Real Rate of Return of Equity* mostra-se muito mais volátil: ela se retrai continuamente até a crise de financeira do *subprime* de 2007/07, chegando a zero em razão da queda muito forte do preço dos ativos. O período entre 2001 e 2010, portanto, poderia contestar a hipótese do novo custo de oportunidade aqui apresentada. Entretanto, é possível verificar que as crises financeiras da década impactaram a volatilidade dessa taxa, e não representaram uma tendência declinante similar a das taxas de juros. De fato, o pressuposto da interpretação proposta nessa subseção é que variações abruptas da taxa de retorno exógena utilizada como custo de oportunidade do capital, mesmo quando são negativas, não sinalizam uma mudança no padrão de rentabilidade mínima do capital.

As políticas de resgate do setor financeiro em face à crise, em especial o *Quantitative Easing*, tiveram êxito em sustentar o preço dos ativos, embora não os tenha feito crescer a mesma taxa observada entre as décadas de 1980 e 1990. Tão logo esses preços se recuperavam, a *The Real Rate of Return of Equity* voltou a crescer e ao longo da década de 2010 até 2022 manteve-se em patamares razoavelmente elevados (mas menores que a taxa de lucro). Esse movimento de retorno à tendência pré-crise e sua estabilização sinalizam que a rentabilidade mínima do capital mantém-se alta e descolada da taxa de juros dos títulos seguros. É somente em períodos de crise e de deflação dos preços dos ativos que é possível que a taxa de retorno esperada do capital produtivo caía. Para as condições normais da 'financeirização', a resistência das margens de lucro às pressões dos custos salariais mostra-se mais presente.<sup>60</sup>

Para a teoria monetária da distribuição, a implicação fundamental dessa análise é de que, se podemos falar de financeirização para caracterizar a 'estrutura social de acumulação' dos EUA pós-1982, seja ela denominada de pós-Fordismo ou neoliberalismo, o seu padrão distri-

---

<sup>60</sup>Em um estudo de 2015 realizado por três economistas do *J.P. Morgan*, Zenner, Juneck e Chivukula (2014) argumentam que para as 100 empresas listadas pela S&P's a taxa mínima de retorno exigida é por volta de 18% (chamada pelos autores de *hurdle rate*), e de que essa taxa é pouco sensível às (baixas) taxas de juros e rendimentos pagos pelas ações nesses períodos. Embora seja anedótica, essa evidência sinaliza para a existência de taxas mínimas de retorno exigidas por empresas de capital aberto e que apresentam uma escala mínima de funcionamento.

butivo é apenas indiretamente influenciada pela política monetária, pois essa não apresenta um canal de transmissão imediato entre a determinação da taxa de juros pelo Banco Central e a taxa de lucro normal do capital. Essa complicação, reconhecida por diversos analistas, pode ser compreendida pelo papel do setor financeiro em sustentar ganhos de capital e pela possibilidade que as empresas não-financeiras venham a optar por definir seu custo de oportunidade de acordo com esses mesmos ganhos. A expansão da liquidez, apoiadas pela políticas monetárias não convencionais, e as ações para remediar crises financeiras fazem que as empresas sintam-se suficientemente seguras para considerar suas próprias ações destinos alternativos ao emprego produtivo do capital. Somado a isso, a baixa reação dos salários nominais e a deterioração do poder de barganha dos trabalhadores, pelo menos até a pandemia de 2020, confluem para a elevação da participação do capital na renda nacional.

## 4.4 Conclusão

O presente capítulo buscou cumprir dois objetivos. Primeiro, buscou-se sistematizar os traços fundamentais do assim chamado processo de financeirização a partir da abordagem da teoria monetária da distribuição de origem Sraffiana, com especial destaque às mudanças do sistema financeiro e de seu papel na criação potenciais novos canais de transmissões pelos quais variáveis financeiras e monetárias influem na distribuição funcional da renda, para o caso da economia dos EUA. Em um segundo plano, revisamos criticamente as interpretações teóricas do impacto da financeirização sobre a taxa de lucro e os salários reais, provenientes de autores pertencentes às tradições kaleckianas e sraffianas. Além do mais, também estudamos se a preferência pela liquidez na forma de um aumento persistente dos spreads entre diferentes ativos financeiro se qualifica como explicação para o descolamento entre a taxa de lucro e de juros. A insuficiência dessas perspectivas e a ausência de um consenso nos levaram a formular a hipótese do novo custo de oportunidade do capital, definido a partir da taxa implícita de retorno dos ativos quando se considera os ganhos de capital de ações e títulos privados de baixo risco das principais empresas norte-americanas.

A origem dos aspectos analíticos e quantitativos da financeirização podem ser enten-

didados a partir do desdobramento do choque de juros de Volcker ao final dos anos 1970 ao ocasionar a grave crise financeira e bancária no começo da década seguinte. Essa crise, em um contexto de recuperação das taxas de lucro e da desaceleração do crescimento dos salários nominais e reais, impeliu o desmantelamento das regulações do setor financeiro originárias dos New Deal, com a finalidade de recuperar a rentabilidade dos bancos comerciais e demais instituições financeiras. A maior liquidez resultante e a maior facilidade do acesso ao crédito, por sua vez, induziram ao crescimento dos níveis de endividamento familiar a corporativo; o primeiro serviu como complemento ao consumo privado em face da estagnação dos salários reais nas décadas seguintes, ao passo que, para as empresas não financeiras com maior acesso ao crédito em circunstâncias de baixo crescimento da demanda agregada e de ausência de estímulos para o financeiro, o segundo favoreceu o destino da massa de lucros para aquisição de ativos financeiros, cuja maior demanda se exprime nos stocks-buy-back. O resultado final é um processo contínuo de inflação de ativos, interrompida apenas transitoriamente por crises financeiras.

Do ponto de vista distributivo, as baixas taxas de juros reais curtas e longas tanto dos títulos públicos quanto dos privados de baixos riscos não fora acompanhadas de uma redução da taxa de lucro normal (inferida indiretamente pelas diferentes medidas da taxa de lucro empírica). Considerando a virtual ausência de inflação advinda de custos salariais para o intervalo entre 1982e 2020, taxas de juros reais básicas baixas e o aumento observado da participação do capital na renda apresentam um visível paradoxo para a teoria monetária da distribuição e para todas as teorias da competição segundo as quais é esperado que a arbitragem leve ao nivelamento de todas as taxas de retorno.

Para autores de corte Kaleckianos, a financeirização é compreendida dentro de um conjunto mais amplo de mudanças no poder de barganha dos trabalhadores, o que inclui desde a globalização financeira, o deslocamento das plantas produtivas dos países centrais para os periféricos, a erosão das instituições redistributivas dos Estados social-democratas, a des-sindicalização massiva, etc. Todos esses fenômenos corroboram para o enfraquecimento do crescimento dos salários nominais, mas não lidam diretamente com as variáveis financeiras, posto que o mecanismo preferencial dos custos financeiros direto para o *mark-up* das empre-

sas é pouco expressivo no contexto de baixas taxas de juros e de custo das dívidas privadas.

Já no que diz respeito a Pivetti e outros sraffianos, o crescimento do prêmio de risco se qualifica como principal agente da manutenção das taxas de lucro. Essa variável teria respondido a maior volatilidade de demanda efetiva, à abertura comercial dos países centrais, assim como poderia estar vinculada às mudanças na taxa de juros. Segundo esse último argumento, à medida que a taxa de juros decai, a demanda dos trabalhadores por crédito destinado ao consumo cresce e expande a participação do setor financeiro na oferta agregada. Considerando-se os elementos monopolistas e as barreiras à entrada do setor, a taxa de lucro empiricamente observada venha a crescer. No entanto, como observamos, o setor financeiro não apresenta uma taxa de lucro tão destoante em comparação com as empresas não-financeiras, e é pouco persuasivo atribuir todo aumento da participação do capital na renda nacional aos elementos não competitivos das empresas financeiras.

Por fim, a conclusão do capítulo apresenta a hipótese teórica nova deste trabalho: a de que houve a partir dos anos 1990 uma mudança na taxa de referência tomada pelo capital como custo de oportunidade no seu emprego produtivo. Esse novo custo de oportunidade surge como consequência inédita da financeirização, uma vez que os ganhos de capital resultam da inflação de ativos e as mudanças regulatórias e de governança das empresas não-financeiras facilitam o destino de parcela dos lucros neste fim. Como medida empírica desse custo de oportunidade, adotamos a série proposta por Shaikh, denominada de *Real Rate of Return of Equity*, na qual os ganhos de capital são adicionados aos rendimentos dos dividendos por preço de ação. Essa série emula os movimentos da taxa de lucro empírica, porém ao contrário de Shaikh e em alinhamento a teoria monetária da distribuição de Pivetti, interpretamos que é a taxa de lucro a variável dependente e a *Real Rate of Return of Equity* exógena. Para tanto, os ganhos de capital são vistos como exógenos, definidos de acordo com a demanda crescente por ativos financeiros.

Se no caso norte-americano a teoria monetária de Pivetti apresentava um claro paradoxo empírico e, em uma primeira perspectiva, parecia não se compatibilizar com os fatos estilizados da política monetária e do padrão distributivo observado, esse fechamento do novo

custo de oportunidade permite conciliar a exogeneidade da taxa de lucro em relação aos preços de produção e o salário real e dar uma explicação satisfatória a evolução da taxa de lucro. No entanto, a consequência política mais significativa se apresenta na forma de que baixas taxas de juros não constituem condições suficientes para que haja uma reversão na tendência de contração da parcela salarial. A financeirização, entendida pelo ângulo restrito da inflação de ativos, fornece uma camada adicional de dificuldade para o crescimento dos salários reais e exerce uma influência direta para preservar o poder relativo do capital no conflito distributivo.

# Bibliografia

- Aidar, Gabriel (2022). “Essays on economic policy from a Sraffian standpoint”. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, UFRJ.
- Argitis, George e Christos Pitelis (2001). “Monetary policy and the distribution of income: evidence for the United States and the United Kingdom”. *Journal of Post Keynesian Economics* 23.4, pp. 617–638.
- Bakir, Erdogan e Al Campbell (2013). “The financial rate of profit: what is it, and how has it behaved in the United States?” *Review of Radical Political Economics* 45.3, pp. 295–304.
- Barba, Aldo e Massimo Pivetti (2009). “Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications — a long-period analysis”. *Cambridge Journal of Economics* 33.1, pp. 113–137.
- (2011). “Changes in income distribution, financial disorder and crisis”. Em: *The Global Economics Crisis: New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*. Routledge.
- (2012). “Distribution and accumulation in post-1980 advanced capitalism”. *Review of Keynesian Economics* 1, pp. 126–142.
- Barba, Aldo e Giancarlo de Vivo (2012). “An ‘unproductive labour’ view of finance”. *Cambridge Journal of Economics* 36.6, pp. 1479–1496.
- Bengtsson, Erik e Daniel Waldenström (2018). “Capital shares and income inequality: Evidence from the long run”. *The Journal of Economic History* 78.3, pp. 712–743.
- Bharadwaj, Krishna e Bertram Schefold (2017 [1990]). *Essays on Piero Sraffa: Critical Perspectives on the Revival of Classical Theory*. Routledge.
- Bhering, Gustavo (2017). “Princípio de Say, Distribuição Internacional do Ouro e Demandas Efetivas Recíprocas Ricardo”. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, UFRJ.
- Bidard, Christian (2004). *Prices, Reproduction, Scarcity*. Cambridge University Press.

- Caballero, Ricardo J, Emmanuel Farhi e Pierre-Olivier Gourinchas (2017a). “Rents, technical change, and risk premia accounting for secular trends in interest rates, returns on capital, earning yields, and factor shares”. *American Economic Review* 107.5, pp. 614–620.
- (2017b). “The safe assets shortage conundrum”. *Journal of Economic Perspectives* 31.3, pp. 29–46.
- Capraro, Santiago, Carlo Panico e Luis Daniel Torres-González (2021). “US Monetary Policy and the Decline in the Interest Rates (1990-2007)”. 555. Working Paper. University of Massachusetts at Amherst, pp. 1–30.
- Carvalho, Fernando Cardim de (1992). *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Edward Elgar Publishing.
- Castilho, Paulo (2020). “Desaceleração do crescimento, juros baixos e queda na parcela salarial na economia americana: Elementos para uma interpretação Sraffiana”. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, UFRJ.
- Cesaratto, Sergio (2016). “The state spends first: Logic, facts, fictions, open questions”. *Journal of Post Keynesian Economics* 39.1, pp. 44–71.
- Cesaratto, Sergio e Riccardo Pariboni (2022). “The relation between Keynesian monetary theory and demand-led growth: a Sraffian exploration”. *Review of Keynesian Economics* 10.3, pp. 291–315.
- Ciccarone, Giuseppe (1998). “Prices and distribution in a Sraffian credit economy”. *Review of Political Economy* 10.4, pp. 399–413.
- Ciccone, Roberto (2011). “Capacity utilization, mobility of capital and the classical process of gravitation”. Em: *Sraffa and Modern economics: Volume 2*. Ed. por R. Ciconne, C. Gehrke e G. Mongiovi. Routledge London e New York, pp. 76–86.
- (2017 [1990]). “Comment”. Em: *Essays on Piero Sraffa: Critical Perspectives on the Revival of Classical Theory*. Ed. por K. Bharadwaj e B. Schefold. Routledge, pp.454–56.
- Clarke, Simon (1988). *Keynesianism, Monetarism and the Crisis of the State*. Elgar Aldershot.
- Crotty, James (2005). “The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and ‘modern’ financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era”. Em: *Financialization and the World Economy*. Ed. por Gerard Epstein. Edward Elgar, pp. 77–110.
- (2017 [2008]). “If financial market competition is intense, why are financial firm profits so high?: Reflections on the current “Golde Age” of finance”. Em: *Capitalism, Macroeconomics and Reality: Understanding Globalization, Financialization, Competition and Crisis*. Edward Elgar, pp. 109–128.

- Crotty, James (2017 [2009]). "Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the 'new financial architecture'". Em: *Capitalism, Macroeconomics and Reality: Understanding Globalization, Financialization, Competition and Crisis*. Edward Elgar, pp. 129–150.
- Davidson, Paul (1986). "A Post Keynesian view of theories and causes for high real interest rates". *Thames Papers in Political Economy*, pp. 1–22.
- (2007). "Keynes and money". Em: *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Ed. por P. Arestis e M. Sawyer. Springer, pp. 139–153.
- Deleidi, Matteo e Enrico Levrero (2021). "Monetary policy and long-term interest rates: Evidence from the US economy". *Metroeconomica* 72.1, pp. 121–147.
- Di Bucchianico, Stefano (2020). "The impact of financialization on the rate of profit". *Review of Political Economy*, pp. 1–24.
- Dobb, Maurice (1973). *Theories of Value and Distribution Since Adam Smith: Ideology and Economic Theory*. Cambridge University Press.
- Duménil, Gérard e Dominique Lévy (2002). "The profit rate: where and how much did it fall? Did it recover?(USA 1948-2000)". *Review of Radical Political Economics* 34.4, pp. 437–461.
- (2004). "The real and financial components of profitability (United States, 1952–2000)". *Review of Radical Political Economics* 36.1, pp. 82–110.
- (2016). "The Historical Trends of Technology and Distribution in the US economy since 1869. Data and Figures". Centre Pour la Reserche Économique et Ses Applications (CEPREMAP) Document.
- Dünhaupt, Petra (2017). "Determinants of labour's income share in the era of financialisation". *Cambridge Journal of Economics* 41.1, pp. 283–306.
- Dvoskin, Ariel e Germán David Feldman (2020). "On the role of finance in the Sraffian system". *Review of Political Economy*, pp. 1–17.
- Eatwell, John (1982). "Competition". Em: *Classical and Marxian Political Economy: Essays in Honour of Ronald L. Meek*. Ed. por I. Bradley e M. C. Howard. The Macmillan Press Ltd, pp. 203–228.
- (1990). "Socially necessary technique". Em: *Marxian Economics*. Ed. por J. Eatwell, M. Milgate e P. Newman. W. W. Norton Company, pp. 342–343.
- (2022). "Asking the right questions". Em: *Classical Economics, Keynes and Money: Essays in Honour of Carlo Panico*. Ed. por John Eatwell, Pasquale Commendatore e Neri Salvadori. Taylor & Francis, pp. 5–12.

- Economakis, George E. (2003). "On absolute rent: theoretical remarks on Marx's analysis". *Science & Society* 67.3, pp. 339–348.
- Eggertsson, Gauti B, Jacob A Robbins e Ella Getz Wold (2021). "Kaldor and Piketty's facts: The rise of monopoly power in the United States". *Journal of Monetary Economics* 124, S19–S38.
- Epstein, Gerard e Arjun Jayadev (2005). "The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, Central Bank policy and labor solidarity". Em: *Financialization and the World Economy*. Ed. por Gerard Epstein. Edward Elgar, pp. 46–74.
- Farhi, Emmanuel e François Gourio (2018). *Accounting for macro-finance trends: Market power, intangibles, and risk premia*. Rel. técn. National Bureau of Economic Research.
- FDIC (1997a). *History of the Eighties - Lessons for the Future, Volume I: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*. Washington DC, FDIC.
- (1997b). *History of the Eighties - Lessons for the Future, Volume II: Symposium Proceedings*. Washington DC, FDIC.
- Fiebiger, Brett (2016). "Rethinking the financialisation of non-financial corporations: a reappraisal of US empirical data". *Review of Political Economy* 28.3, pp. 354–379.
- Fine, Ben (1979). "On Marx's theory of agricultural rent". *Economy and Society* 8.3, pp. 241–278.
- Fiorito, Alejandro (2015). "Gibson's paradox". Em: *The Encyclopedia of Central Banking*. Ed. por L.P. Rochon e S. Rossi. Edward Elgar Publishing, pp. 223–24.
- Fioritti, Simone (2016). "Um estudo sobre a evolução do preço de produção do petróleo nas últimas décadas". Tese de Doutorado. Instituto de Economia, UFRJ.
- Foley, Duncan (1989). "Review of Panico's "Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution"". *Contribution to Political Economy* 8.1, pp. 109–112.
- Fontana, Giuseppe (2003). "Post Keynesian approaches to endogenous money: a time framework explanation". *Review of Political Economy* 15.3, pp. 291–314.
- Franke, Reiner (1988). "Integrating the financing of production and a rate of interest into production price models". *Cambridge Journal of Economics* 12.2, pp. 257–272.
- Fratini, Saverio M (2012). "A remark on intensive differential rent and the labour theory of value in Ricardo". *Bulletin of Political Economy* 6.2, pp. 133–147.
- (2018). "Is Marx's absolute rent due to a monopoly price?" *The European Journal of the History of Economic Thought* 25.5, pp. 961–985.

- Garegnani, Pierangelo (1979). "Notes on consumption, investment and effective demand, part II: monetary analysis". *Cambridge Journal of Economics* 3.1, pp. 63–82.
- (1983). "The classical theory of wages and the role of demand schedules in the determination of relative prices". *American Economic Review* 73.2, pp. 309–313.
- (1984). "Value and distribution in the classical economists and Marx". *Oxford economic papers* 36.2, pp. 291–325.
- (2017 [1990]). "Sraffa: classical versus marginalist analysis". Em: *Essays on Piero Sraffa: Critical Perspectives on the Revival of Classical Theory*. Ed. por K. Bharadwaj e B. Schefold. Routledge, pp. 112–41.
- Gehrke, Christian (2013a). "Marx's critique of Ricardo's theory of rent: a re-assessment". Em: *Classical Political Economy and Modern Theory: Essay in Honour of Heinz Kurz*. Ed. por C. Gehrke et al. Routledge, pp. 67–100.
- (2013b). "Rent, as share of produce, not governed by proportions". Em: *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume Three: Sraffa's Legacy: Interpretations and Historical Perspectives*. Ed. por E. Levrero, A. Palumbo e A. Stirati. Palgrave Macmillan, pp. 261–280.
- Glyn, Andrew (2006). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization, and Welfare*. Oxford University Press.
- (2009). "Functional distribution and inequality". Em: *The Oxford Handbook of Economic Inequality*. Ed. por Wiemer Salverda, Brian Nolan e Timothy Smeeding. Oxford University Press, pp. 101–126.
- Godley, Wynne e Marc Lavoie (2006). *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. Palgrave Macmillan.
- Goodman, John B. (1992). *Monetary Sovereignty: The Politics of Central Banking in Western Europe*. Cornell University Press.
- Gordon, David M, Samuel Bowles e Thomas Weisskopf (1983). *Beyond the Wasteland: A Democratic Alternative to Economic Decline*. Anchor Press/Doubleday.
- Graziani, Augusto (2003). *The Monetary Theory of Production*. Cambridge University Press.
- Haluska, Guilherme, Julia Braga e Ricardo Summa (2021). "Growth, investment share and the stability of the Sraffian Supermultiplier model in the U.S. economy (1985–2017)". *Metroeconomica* 72.2, pp. 345–364.
- Haluska, Guilherme, Ricardo Summa e Franklin Serrano (2023). "The degree of utilisation and the slow adjustment of capacity to demand: reflections on the US Economy from the perspective of the Sraffian Supermultiplier". *Cambridge Journal of Economics* 47.3, pp. 593–610.

- Harvey, David (2006 [1982]). *The Limits to Capital*. Verso Books.
- Hein, Eckhard (2006). “Money, interest and capital accumulation in Karl Marx’s economics: a monetary interpretation and some similarities to post-Keynesian approaches”. *The European Journal of the History of Economic Thought* 13.1, pp. 113–140.
- (2012). “Finance-dominated Capitalism and Re-distribution of Income”. Em: *The Macroeconomics of Finance-Dominated Capitalism—and its Crisis*. Edward Elgar Publishing, pp. 8–35.
- Hudson, Michael (2021). “Rent-seeking and asset-price inflation: a total-returns profile of economic polarization in America”. *Review of Keynesian Economics* 9.4, pp. 435–460.
- Jayadev, Arjun e Joshua Mason (2015). “Loose money, high rates: interest rate spreads in historical perspective”. *Journal of Post Keynesian Economics* 38.1, pp. 93–130.
- Kaldor, Nicholas (1976). “Inflation and recession in the world economy”. *Economic Journal* 86.344, pp. 703–714.
- (1989). “The role of commodity prices in economic recovery”. Em: *The Essential Kaldor*. Ed. por F. Targetti e A.P. Thirlwall. Holmes Meier, pp. 533–549.
- (1960a). “Keynes’s theory of the own rates of interest”. Em: *Essays on Economic Stability and Growth*. Duckworth, pp. 59–74.
- (1960b [1939]). “Speculation and economic stability”. Em: *Essays on Economic Stability and Growth*. Duckworth, pp. 59–74.
- Kalecki, Michal (1991 [1971]). “Class struggle and distribution of national income”. Em: *Collected Works of Michal Kalecki: Volume 2: Capitalism: Economic Dynamics*. Ed. por J. Osiatynski. Clarendon, Oxford, pp. 96–103.
- (1991 [1954]). “Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-run Changes in Capitalist Economy”. Em: *Collected Works of Michal Kalecki: Volume 2: Capitalism: Economic Dynamics*. Ed. por J. Osiatynski. Clarendon, Oxford, pp. 205–348.
- Kerspian, Jacob e Jakob Madsen (2023). “Markups, Tobin’s q, and the Increasing Capital Share”. *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Keynes, John Maynard (2012 [1930]). “A Treatise on Money: The Applied Theory of Money”. Em: *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume VI*. Ed. por E. Johnson e D. Moggridge. Cambridge University Press.
- (1951 [1936]). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Macmillan e Co. Limited St. Martin’s Street, London.

- Kohler, Karsten, Alexander Guschanski e Engelbert Stockhammer (2019). “The impact of financialisation on the wage share: a theoretical clarification and empirical test”. *Cambridge Journal of Economics* 43.4, pp. 937–974.
- Kurz, Heinz (1978). “Rent theory in a multisectoral model”. *Oxford Economic Papers* 30.1, pp. 16–37.
- (2014). “Keynes, Sraffa, and the latter’s “secret skepticism””. Em: *Revisiting Classical Economics*. Ed. por Heinz Kurz e Neri Salvadori. Routledge, pp. 122–142.
- Kurz, Heinz e Neri Salvadori (1995). *Theory of Production: a Long-Period Analysis*. Cambridge University Press.
- Lapavitsas, Costas e Ivan Mendieta-Muñoz (2019). “The historic rise of financial profits in the US economy”. *Journal of Post Keynesian Economics* 42.3, pp. 443–468.
- Lara, Fernando (2004). “Fatores monetários e distribuição na abordagem clássica do excedente”. Dissertação de mestrado. Instituto de Economia, UFRJ.
- (2008). “Um estudo sobre moeda, juros e distribuição”. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, UFRJ.
- Lavoie, Marc (1996). “Horizontalism, structuralism, liquidity preference and the principle of increasing risk”. *Scottish Journal of Political Economy* 43.3, pp. 275–300.
- (2012). “Financialization, neo-liberalism, and securitization”. *Journal of Post Keynesian Economics* 35.2, pp. 215–233.
- (2013). “The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique”. *Journal of Economic Issues* 47.1, pp. 1–32.
- (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Publishing.
- Lazonick, William e Mary O’Sullivan (2000). “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”. *Economy and Society* 29.1, pp. 13–35.
- Lazzarini, Andrés (2011). *Revisiting the Cambridge Capital Theory Controversies: A Historical and Analytical Study*. University Press Pavia.
- Le Heron, Edwin e Tarik Mouakil (2008). “A post-keynesian stock-flow consistent model for dynamic analysis of monetary policy shock on banking behaviour”. *Metroeconomica* 59.3, pp. 405–440.
- Levrero, Enrico (2023). “The Taylor Rule and its aftermath: An interpretation along Classical-Keynesian lines”. *Review of Political Economy* 36.2, pp. 581–599.
- Magdoff, Harry e Paul Sweezy (1987). *Stagnation and the Financial Explosion*. Monthly Review Press.

- Marglin, Stephen (2020). *Raising Keynes: a Twenty-First Century General Theory*. Harvard University Press.
- Marx, Karl (1977 [1894]). *Capital: Volume III*. Lawrence & Wishart.
- (1968 [1862 – 1863]). *Theories of Surplus-Value: Volume IV of Capital, Part II*. Progress Publishers.
- Marx, Karl e Frederick Engels (1982 [1851]). *Marx & Engels Collected Works, Volume 38: Letters 1844-1851*. Lawrence & Wishart.
- Mason, Josh (2018). “Income distribution, household debt, and aggregate demand: A critical assessment”. *Levy Economics Institute, Working Papers Series* 901.
- Mazzucato, Mariana, Josh Ryan-Collins e Giorgos Gouzouli (2023). “Mapping modern economic rents: the good, the bad, and the grey areas”. *Cambridge Journal of Economics* 47.3, pp. 507–533.
- Medeiros, Carlos Aguiar e Fabian Amico (2019). “Financialization and capital accumulation”. *Journal of Economic Issues* 53.2, pp. 587–594.
- Milanovic, Branko (2016). *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization*. Harvard University Press.
- Moore, Basil (1988). *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press.
- (2006). “The endogeneity of credit money”. Em: *Shaking the Invisible Hand: Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates*. Springer, pp. 197–214.
- Nell, Edward (1988). “Does the rate of interest determine the rate of profit?” *Political Economy: Studies in the Surplus Approach* 118.2, pp. 263–269.
- Nuti, Mario (1970). “‘Vulgar economy’ in the theory of income distribution”. *De Economist* 118.4, pp. 363–369.
- Orhangazi, Özgür (2008). “Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003”. *Cambridge Journal of Economics* 32.6, pp. 863–886.
- Palley, Thomas (2013). “Financialization: what it is and why it matters”. Em: *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. Palgrave Macmillan.
- Palma, José Gabriel (2009). “The revenge of the market on the rentiers. Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature”. *Cambridge Journal of Economics* 33.4, pp. 829–869.

- Palma, José Gabriel (2011). "Homogeneous middles vs. heterogeneous tails, and the end of the 'inverted-U': It's all about the share of the rich". *Development and Change* 42.1, pp. 87–153.
- Panico, Carlo (1980). "Marx's analysis of the relationship between the rate of interest and the rate of profits". *Cambridge Journal of Economics* 4.4, pp. 363–378.
- (1985). "Market forces and the relation between the rates of interest and profits". *Contributions to Political Economy* 4.1, pp. 37–60.
- (1988). *Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution*. Macmillan Press.
- Panico, Carlo e Antonio Pinto (2018). "Income inequality and the financial industry". *Metroeconomica* 69.1, pp. 39–59.
- Panico, Carlo, Antonio Pinto e Martin Puchet Anyul (2012). "Income distribution and the size of the financial sector: a Sraffian analysis". *Cambridge Journal of Economics* 36.6, pp. 1455–1477.
- Panitch, Leo e Sam Gindin (2012). *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*. Verso Books.
- Parenteau, Robert (2005). "The late 1990s US bubble: Financialization in the extreme". Em: *Financialization and the World Economy*. Ed. por G. Epstein. Edward Elgar, pp. 111–148.
- Parguez, Alain e Mario Seccareccia (2002). "The credit theory of money: the monetary circuit approach". Em: *What is Money?* Ed. por John Smithin. Routledge, pp. 111–133.
- Park, Man-Seop (2002). "Growth and income distribution in a credit–money economy: introducing the banking sector into the linear production model". *Cambridge Journal of Economics* 26.5, pp. 585–612.
- Perry, Nathan e Nathaniel Cline (2016). "What caused the great inflation moderation in the US? A post-Keynesian view". *Review of Keynesian Economics* 4.4, pp. 475–502.
- Petri, Fabio (2021). *Microeconomics for the Critical Mind: Mainstream and Heterodox Analyses*. Springer Nature.
- Philippon, Thomas (2015). "Has the US finance industry become less efficient? On the theory and measurement of financial intermediation". *American Economic Review* 105.4, pp. 1408–1438.
- Piketty, Thomas (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Harvard University Press.
- Piketty, Thomas e Emmanuel Saez (2003). "Income inequality in the United States, 1913–1998". *The Quarterly journal of economics* 118.1, pp. 1–41.

- Piketty, Thomas e Emmanuel Saez (2007). "Income and wage inequality in the United States, 1913-2002". Em: *Top incomes over the Twentieth Century: A Contrast Between Continental European and English-speaking Countries*. Ed. por Anthony Barnes Atkinson e Thomas Piketty. Vol. 141. Oxford Univeristy Press.
- Piketty, Thomas e Gabriel Zucman (2014). "Capital is back: Wealth-income ratios in rich countries 1700–2010". *The Quarterly Journal of Economics* 129.3, pp. 1255–1310.
- Pivetti, Massimo (1985). "On the monetary explanation of distribution". *Political Economy: Studies in the Surplus Approach* 1.2, pp. 73–103.
- (1987). "Interest and profit in Smith, Ricardo and Marx". *Political Economy: Studies in the Surplus Approach* 3.1, pp. 63–74.
- (1991). *An Essay on Money and Distribution*. Macmillan.
- (1998). "Thomas Tooke and the influence of the rate of interest on prices: implications for distribution theory". *Contributions to Political Economy* 17.1, pp. 39–52.
- (2001). "Money endogeneity and monetary non-neutrality: a Sraffian perspective". Em: *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*. Ed. por L.P. Rochon e M. Vernengo. Edward Elgar Publishing, pp. 104–119.
- (2007). "Distribution, inflation and policy analysis". *Review of Political Economy* 19.2, pp. 243–247.
- (2013). "On advanced capitalism and the determinants of the change in income distribution: a classical interpretation". Em: *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume One: Theories of Value and Distribution*. Ed. por E. Levrero, A. Palumbo e A. Stirati. Palgrave Macmillan, pp. 176–191.
- (2014). "Interest rates and gross profit margins in the recent experience of advanced capitalism". Em: "What have we learnt on Classical economy since Sraffa". Artigo apresentado na Conferência. Paris, pp. 1–19.
- (2019). "On interest as a monetary phenomenon and the 'best' interest-rate policy". *Bulletin of Political Economy* 13.2, pp. 167–187.
- (2024). "A note on the real effects of interest rate policy and its impact on inflation". *Review of Political Economy* 36.2, pp. 600–609.
- Pollin, Robert (1991). "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence". *Journal of Post Keynesian Economics* 13.3, pp. 366–396.
- (2002). "Wage bargaining and the US Phillips Curve: was Greenspan right about traumatized workers in the 90s?" Working Paper. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, pp. 1–31.

- Pollin, Robert (2003). *Contours of Descent: US Economic Fractures and the Landscape of Global Austerity*. Verso.
- (2009). “Interest rate exogeneity: theory, evidence and policy issues for the US economy”. *Ekonomiaz. Revista vasca de Economía* 72.03, pp. 244–269.
- Rabinovich, Joel (2019). “The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis”. *Metroeconomica* 70.4, pp. 738–775.
- Ramirez, Miguel (2009). “Marx’s theory of ground rent: A critical assessment”. *Contributions to Political Economy* 28.1, pp. 71–91.
- Ricardo, David (1951 [1815]). “An Essay on the Influence of a Low Price of Corn on the Profits”. Em: *The Works and Correspondence of David Ricard, Vol. IV*. Ed. por P. Sraffa e M. Dobb. Cambridge University Press.
- (1951 [1821]). “On the Principles of Political Economy and Taxation”. Em: *The Works and Correspondence of David Ricard, Vol. I*. Ed. por P. Sraffa e M. Dobb. Cambridge University Press.
- Rochon, Louis-Philippe (1999). *Credit, Money, and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*. Edward Elgar Publishing.
- Rousseas, Stephen (1985). “A markup theory of bank loan rates”. *Journal of Post Keynesian Economics* 8.1, pp. 135–144.
- Santiago, Marcus (2012). “Limites e procedimentos da política monetária: evidências do Brasil e dos E.U.A. nos anos 2000”. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, UFRJ.
- Schefold, Bertram (1989). *Mr. Sraffa on Joint Production and Other Essays*. Unwin Hyman.
- (1993). “Review of “An Essay on Money and Distribution” by Massimo Pivetti”. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 149.2, pp.478–80.
- Serrano, Franklin (1993). “Review of Pivetti’s “A Essay on Money and Distribution””. *Contributions to Political Economy* 13.
- (2004). “Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível”. Em: *O Poder Americano*. Ed. por J. Fiori. Petrópolis: Vozes, pp. 179–222.
- (2010). “O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial”. *Revista de Economia Contemporânea* 14.2, pp. 395–421.
- Serrano, Franklin e Fabio Freitas (2017). “The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory”. *European Journal of Economics and Economic Policies* 14.1, pp. 70–91.

- Serrano, Franklin e Ricardo Summa (2013). “Uma proposta para simplificar a teoria da moeda exógena”. *Ensaio FEE* 34.2, pp. 383–406.
- Serrano, Franklin, Ricardo Summa e Guilherme Spinato Morlin (2024). “Conflict, inertia, and Phillips curve from a Sraffian standpoint”. *Review of Political Economy*, pp. 1–26.
- Shaikh, Anwar (1997). “The stock market and the corporate sector: a profit-based approach”. Em: *Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honour of Geoff Harcourt*. Ed. por P. Arestis, G. Palma e M. Sawyer. Routledge, pp. 389–404.
- (2016). *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*. Oxford University Press.
- Shiller, Robert (2007). “Low interest rates and high asset prices: An interpretation in terms of changing popular economic models”. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 111–132.
- (2015). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Smith, Matthew (1996). “A monetary explanation of distribution in a ‘Gold Money Economy’”. *Contributions to Political Economy* 15.1, pp. 33–61.
- (2001). “Endogenous money, interest and prices: Tooke’s monetary thought revisited”. *Contributions to Political Economy* 20.1, pp. 31–55.
- Smithin, John (2003). *Controversies in Monetary Economics*. Edward Elgar Publishing.
- Sraffa, Piero (1932). “Dr. Hayek on money and capital”. *Economic Journal* 42.165, pp. 42–53.
- (1960). *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*. Cambridge University Press.
- Steindl, Josef e Amit Bhaduri (1983). “The rise of monetarism as a social doctrine”. *Thames Papers in Political Economy*, pp. 1–18.
- Stirati, Antonella (1994). *The Theory of Wages in Classical Economics: a Study of Adam Smith, David Ricardo, and Their Contemporaries*. Edward Elgar Publishing.
- (2001). “Inflation, unemployment and hysteresis: an alternative view”. *Review of Political Economy* 13.4, pp. 427–451.
- (2018). “On the causes of the changes in income shares: Some reflections in the light the United States experience”. *Journal of Post Keynesian Economics* 41.2, pp. 260–283.
- Stockhammer, Engelbert (2004). “Financialisation and the slowdown of accumulation”. *Cambridge Journal of Economics* 28.5, pp. 719–741.
- (2005). “Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle”. *Journal of Post Keynesian Economics* 28.2, pp. 193–215.

- Stockhammer, Engelbert (2008). "Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime". *Competition & Change* 12.2, pp. 184–202.
- Taylor, Lance (2004). *Reconstructing Macroeconomics: Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*. Harvard University Press.
- (2020). *Macroeconomic Inequality from Reagan to Trump: Market Power, Wage Repression, Asset Price Inflation, and Industrial Decline*. Cambridge University Press.
- Tooze, Adam (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Penguin.
- Toporowski, Jan (2020). "Anwar Shaikh and the classical theory of interest: a critical note". *Cambridge Journal of Economics* 44.2, pp. 465–474.
- Tregenna, Fiona (2009). "The fat years: the structure and profitability of the US banking sector in the pre-crisis period". *Cambridge Journal of Economics* 33.4, pp. 609–632.
- Tridico, Pasquale e Riccardo Pariboni (2018). "Inequality, financialization, and economic decline". *Journal of Post Keynesian Economics* 41.2, pp. 236–259.
- Tsoufidis, Lefteris e Persefoni Tsaliki (2019). *Classical Political Economics and Modern Capitalism: Theories of Value, Competition, Trade and Long Cycles*. Springer.
- Uchitelle, Louis (1997). "Job Insecurity of Workers Is a Big Factor in Fed Policy". *The New York Times*. URL: <https://shorturl.at/hnuzB>.
- Valle Baeza, Alejandro e Ivan Mendieta Muñoz (2012). "What is the relationship between the rates of interest and profit? An empirical note for the US economy, 1869-2009". *Investigación Económica* 71.280, pp. 163–183.
- Vianello, Fernando (1988). "A critique of professor Goodwin's "critique of Sraffa"". Em: *Growth Cycles and Multisectoral Economics: the Goodwin Tradition*. Ed. por G. Ricci e K. Velupillai. Springer, pp. 112–119.
- Vieira, Diego (2018). "Preços, concorrência e distribuição de renda: efeitos distributivos de assimetrias competitivas em uma abordagem clássica do excedente". Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia, UFRJ.
- Wicksell, Knut (1907). "The influence of the rate of interest on prices". *Economic Journal* 17.66, pp. 213–220.
- Wolff, Edward (2003). "What's behind the rise in profitability in the US in the 1980s and 1990s?" *Cambridge Journal of Economics* 27.4, pp. 479–499.
- Wolfson, Martin (1994). "The financial system and the social structure of accumulation". Em: *Social Structures of Accumulation: The Political Economy of Growth and Crisis*. Ed. por D. Kotz, T. McDonough e M. Reich. Cambridge University Press: Cambridge, pp. 133–145.

- Wood, Adrian (1975). *A Theory of Profits*. Cambridge University Press.
- Wray, Randall (1988). "The monetary explanation of distribution: a critique of Pivetti". *Political Economy: Studies in the Surplus Approach* 4.2, pp.268–73.
- (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies*. Edward Elgar.
- (1992a). "Alternative theories of the rate of interest". *Cambridge Journal of Economics* 16.1, pp. 69–89.
- (1992b). "Commercial banks, the central bank, and endogenous money". *Journal of Post Keynesian Economics* 14.3, pp. 297–310.
- (1994). "When are interest rates exogenous?" Em: *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore*. Ed. por M. Setterfield. Edward Elgar Publishing.
- Zenner, Marc, Evan Juneke e Ram Chivukula (2014). "Bridging the gap between interest rates and investments". *Journal of Applied Corporate Finance* 26.4, pp. 75–80.
- Zolea, Riccardo (2021). "The relation between interest rate and profit rate: the role of bank profitability in an endogenous money framework". *MPRA Paper* 5.
- (2022a). "A history of the relationship between interest rate and profit rate in heterodox approaches". *International Journal of Political Economy* 51.2, pp. 121–136.
- (2022b). *A Model of the Relationship between the Interest Rate and the Profit Rate*. Rel. técn. Centro di Ricerche e Documentazione "Piero Sraffa".
- (2023a). "A Functional Analysis of the Role of Deposits in the Traditional Banking Industry". *Review of Political Economy* 35.4, pp. 933–952.
- (2023b). "A Note on Capital in a Functional Analysis of the Traditional Banking Industry". *Review of Political Economy*, pp. 1–14.