

# WAGE-LABOR NEXUS, FINANCEIRIZAÇÃO E

## ACUMULAÇÃO DE CAPITAL

### NO BRASIL

#### *Evolução, Configuração Atual e Interdependências Estruturais*

MIGUEL BRUNO

UERJ-UCAM/Campos e Doutorado do IE/UFRJ-EHESS/PARIS

**RESUMO** – O artigo analisa a evolução e a configuração atual de duas formas institucionais fundamentais à dinâmica de longo prazo da economia brasileira: a *wage-labor nexus* (WLN) por seus impactos sobre as formas de obtenção, difusão e distribuição dos ganhos de produtividade entre capital, trabalho, finanças e governo; e o regime monetário-financeiro (RMF), como um resultado da conjunção de estruturas organizacionais e institucionais que determinam as macro-regularidades básicas à circulação monetária e financeira. Explicita o modo como as configurações dessas formas institucionais, sua hierarquia e complementaridade condicionam decisivamente o ritmo de acumulação de capital e o crescimento econômico do país. Neste contexto, a hipótese de financeirização da economia brasileira é examinada em suas consequências sobre os padrões de acumulação, através de dados empíricos e da análise de séries temporais de médio e longo prazos.

**ABSTRACT** - The paper analyzes the evolution and the current configuration in two fundamental institutional forms to the dynamics of long period of the Brazilian economy: the *wage-labor nexus* (WLN) for their impacts about the obtaining forms, diffusion and distribution of the productivity gains among capital, work, finances and government; and the *monetary-financial regime* (RMF), as a result of the conjunction of organizational and institutional structures that determines the basic macro-regularities to the monetary and financial circulation. The paper examines too the way as the configurations in those institutional forms, her hierarchy and complementarity determines the rhythm of capital accumulation and the economic growth of the country decisively. In this context, the hypothesis of “financiarisation” of the Brazilian economy is examined in their consequences on the accumulation patterns, through empiric data and of the long period time-series analysis.

#### SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	2
2. A <i>WAGE-LABOR NEXUS</i> (WLN) COMO PRIMEIRA FORMA INSTITUCIONAL DE BASE .....	2
2.1 O conceito de wage-labor nexus (WLN) e suas implicações.....	3
2.2 As configurações-tipo da WLN .....	4
2.3 A WLN no Brasil: flexibilidade estática e (des)institucionalização em uma “construção incompleta” .....	5
2.4 WLN e o padrão de acumulação de capital na economia brasileira. ....	8
3. O REGIME MONETÁRIO-FINANCEIRO COMO SEGUNDA FORMA INSTITUCIONAL DE BASE .....	12
3.1 O conceito de regime monetário-financeiro e sua relevância .....	12
3.2 O fenômeno da “financeirização” na economia brasileira.....	13
3.3 A hipótese de complementaridade e hierarquia das formas institucionais .....	16
4. LUCRO, FINANCEIRIZAÇÃO E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL: A DESCONEXÃO NO PERÍODO PÓS-REAL .....	20
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS – O QUE MUDOU E O QUE PERMANECE ? .....	22
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	25

## 1. INTRODUÇÃO

A evolução e a configuração atual de duas formas institucionais fundamentais à dinâmica de longo prazo da economia brasileira são analisadas neste artigo. A *wage-labor nexus* (WLN) ou *rapport salarial*, por seus impactos sobre as formas de obtenção, difusão e distribuição dos ganhos de produtividade entre capital, trabalho, finanças e governo. O regime monetário-financeiro (RMF), como um resultado da conjunção de estruturas organizacionais e institucionais que determinam as macro-regularidades básicas à circulação monetária e financeira. A seção 2 define o conceito de WLN, mostra suas implicações analíticas e as configurações-tipo para o caso da economia brasileira. A seção 3, após definir o regime monetário-financeiro, mobiliza a hipótese de financeirização para analisar suas implicações com relação ao padrão de acumulação atual. A quarta e última seção conclui pela especificidade da “globalização à brasileira” onde, entre outras contradições, a expansão da massa de lucros brutos não contribui para a elevação das taxas de acumulação produtiva de capital. O artigo mobiliza dados empíricos setoriais (finanças e indústria) e a análise gráfica de séries macroeconômicas de médio e de longo prazo da economia brasileira.

## 2. A *WAGE-LABOR NEXUS* (WLN) COMO PRIMEIRA FORMA INSTITUCIONAL DE BASE

A partir do início dos anos 90, a hipótese de hierarquia e complementaridade das chamadas formas institucionais (a *wage-labor nexus*, o regime monetário-financeiro, as relações Estado-economia, os padrões de concorrência e as formas de inserção internacional) passou ao primeiro plano das análises históricas e das comparações internacionais desenvolvidas pelas abordagens em termos de regulação<sup>1</sup>. A idéia básica originou-se das pesquisas sobre os regimes de acumulação fordista, ao explicitarem as interdependências estruturais entre essas grandes áreas da *régulation d'ensemble* ou macroeconômica. Por seus impactos determinantes no processo de acumulação de capital, os conceitos de *wage-labor nexus* (ou *rapport salarial*) e de regime monetário-financeiro são duas das noções de base mobilizadas neste contexto<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Refere-se à Teoria francesa da Regulação, desenvolvida por autores como R. BOYER, P. PETIT, B. THÉRET, B. BILLAUDOT, B. AMABLE e F. LORDON entre outros.

<sup>2</sup> A tradução corrente no Brasil do conceito de *rapport salarial* por “relação salarial” não é rigorosamente correta, uma vez que esta abordagem mobiliza a noção de *relation salarial* para expressar os vínculos estruturais entre capital e trabalho assalariado a nível setorial e microeconômico. A nível macroeconômico, as macroanálises em termos de regulação utilizam o conceito de *rapport salarial*, composto pela conjunção da totalidade das *relations salariales*. Mas como não existe em língua portuguesa um vocábulo que possa diferenciar essas duas noções, para se evitar qualquer confusão optou-se por manter a tradução inglesa *wage-labor nexus* utilizada nos trabalhos de R. BOYER (1988, 1995, 1998).

## 2.1 O conceito de *wage-labor nexus* (WLN) e suas implicações

A WLN pode ser definida como *uma determinada configuração institucionalizada dos vínculos entre capital e trabalho assalariado em suas duas dimensões fundamentais: como relação de distribuição primária da renda (a divisão salário-lucro) e como relação de produção (as formas organizacionais do processo de trabalho)*. A relevância teórica e empírica deste conceito reside no fato de que para as economias capitalistas, a forma vigente da WLN é um elemento fundamental na macrodinâmica de um regime de acumulação, determinando, em grande medida, a forma como a distribuição afeta o crescimento econômico. Conforme BOYER (1995), desde que nessas economias os assalariados constituem a maioria da força de trabalho,<sup>3</sup> as formas de organização da produção e os sistemas de remuneração que lhes são associados tornam-se cruciais para explicar a direção e a velocidade da mudança técnica, bem como o grau de equidade na distribuição da renda.<sup>4</sup> Além disso, os sistemas de seguridade social e demais componentes dos serviços públicos (educação, saúde, etc.) dependem diretamente das configurações institucionalizadas da WLN para o seu financiamento e coerência macroeconômica.

Como observa CORIAT (1994):

“(...) é na relação capital-trabalho, tal como ela se articula historicamente, que se tornam legíveis os modos de desempenho e obtenção dos ganhos de produtividade, e ainda em grande medida, as suas formas de divisão e de difusão através dos grupos e categorias sociais.”

Pode-se considerar que os regimes de crescimento ou de acumulação assumem seu caráter especificamente capitalista a partir do momento em que a WLN torna-se a principal relação de produção e de apropriação do excedente econômico. Para fins operativos, as abordagens regulacionistas normalmente subdividem a WLN em cinco componentes: a) tipos de meios de produção (ou seja, as especificidades das bases técnicas produtivas disponíveis); b) as formas da divisão social e técnica do trabalho; c) as modalidades de mobilização e de vínculo dos assalariados às empresas; d) os determinantes da renda salarial direta e indireta (este último através de dispositivos institucionais que viabilizam a seguridade social, os serviços públicos de saúde, educação, etc.); e e) o modo de vida assalariado, uma resultante da conjugação das outras quatro componentes que fornece uma estimativa dos padrões de consumo assalariado, de sua qualidade de vida e inserção nas sociedades salariais. O

<sup>3</sup> BILLAUDOT fala em “sociedades salariais” e propõe definir o capitalismo não como exclusivamente mercantil (como faz a teoria neoclássica), nem como fundamentalmente monetário (como propõem as abordagens pós-keynesianas), mas como uma **economia mercantil-monetária-salarial**.

<sup>4</sup> Observa BOYER que “the post W.W.II exceptional growth would not have occurred if the wage-earners had not been inserted into mass-consumption and mass-production.”

presente estudo buscará mostrar o caráter concorrencial da WLN brasileira, apontando-o, juntamente com as particularidades do regime monetário-financeiro vigente, como fator de instabilidade estrutural e de crise. Análises subseqüentes explicitarão as especificidades dos demais componentes, inclusive a nível setorial ou das relações salariais.

## 2.2 As configurações-tipo da WLN

De acordo com a época histórica ou a região geográfica estudada, a WLN pode apresentar-se como variantes de duas configurações-tipo: a) uma **WLN concorrencial** pode ser observada quando o consumo dos trabalhadores assalariados ainda não se apresenta plenamente inserido na produção capitalista (forma predominante no século XIX) ou quando a formação dos salários ocorre basicamente por mecanismos de mercado (regiões ou países onde os trabalhadores e suas associações possuem fraco poder de barganha e os salários refletem as tensões entre oferta e demanda por força de trabalho). Num tal contexto, não há divisão ex ante dos ganhos de produtividade, mas determinação concorrencial dos salários e o nível de contratualização ou de institucionalização das relações de emprego tende a ser muito baixo; b) uma **WLN não-concorrencial** pode ser identificada quando os mecanismos de formação dos salários escapam, pelo menos parcialmente, às influências diretas do mercado de trabalho.<sup>5</sup> Neste caso pode-se observar a vigência de um conjunto de regras, convenções e instituições que respondem pela codificação dos vínculos entre capital e trabalho, estabelecendo, entre outras implicações, alguma forma de divisão ex ante dos ganhos de produtividade e de recomposição do poder aquisitivo diante de perdas inflacionárias.

Em termos gerais, o primeiro tipo de WLN caracteriza-se por grande flexibilidade quantitativa e salarial, contrariamente ao segundo tipo. Todavia, a WLN não-concorrencial mostra-se mais apta a outros níveis ou dimensões de flexibilidade internas à empresa (polivalência ou multifuncionalidade, remuneração flexível em função do faturamento, mas com estabilidade das relações de emprego, etc.)<sup>6</sup>. Entre esses dois casos teóricos polares, as economias reais podem engendrar configurações intermédias em função do grau de informalidade das relações de trabalho, das interdependências dos sistemas técnico-produtivos com os sistemas de remuneração, dos padrões de presença e intervenção do Estado ou mesmo de fatores quantitativos que dependem do contingente de força de trabalho disponível face

---

<sup>5</sup> Como em KEYNES, a teoria da regulação não apreende o mercado de trabalho como um “mercado” de fato. Mas o conceito é utilizado em razão de seu uso corrente na literatura econômica, sem que isto signifique que se esteja apreendendo as relações de emprego como relações puramente mercantis, onde as convenções, regras ou instituições surgiriam muito mais como fatores de perturbação ou geradores de rigidez.

<sup>6</sup> Exemplos comuns na literatura regulacionista referem-se aos casos do Japão e Alemanha e Suécia.

às necessidades da acumulação de capital.<sup>7</sup> Um modelo simples para a formação dos salários pode representar esses dois tipos básicos da *wage-labor nexus*, em função dos valores dos parâmetros:

$WR = k.PR + \rho.P + \eta.N$ , onde WR é o salário médio real; PR é a produtividade do trabalho; P é o nível geral de preços e N é o nível de emprego. Se  $k = 0; \rho = 0$  e  $\eta > 0$  tem-se uma formação puramente concorrencial dos salários, caracterizando a vigência de uma WLN concorrencial. Se  $k > 0; \rho > 0$  e  $\eta = 0$  então se trata de uma WLN fundamentalmente não-concorrencial. Mas mesmo que o parâmetro  $\rho$  seja estatisticamente maior do que zero, caso em que há algum grau de indexação dos salários à evolução do índice geral de preços, isto não é suficiente para eliminar o caráter concorrencial da WLN. É este o caso da WLN na economia brasileira durante o período de alta inflação, como será mostrado nas próximas seções.

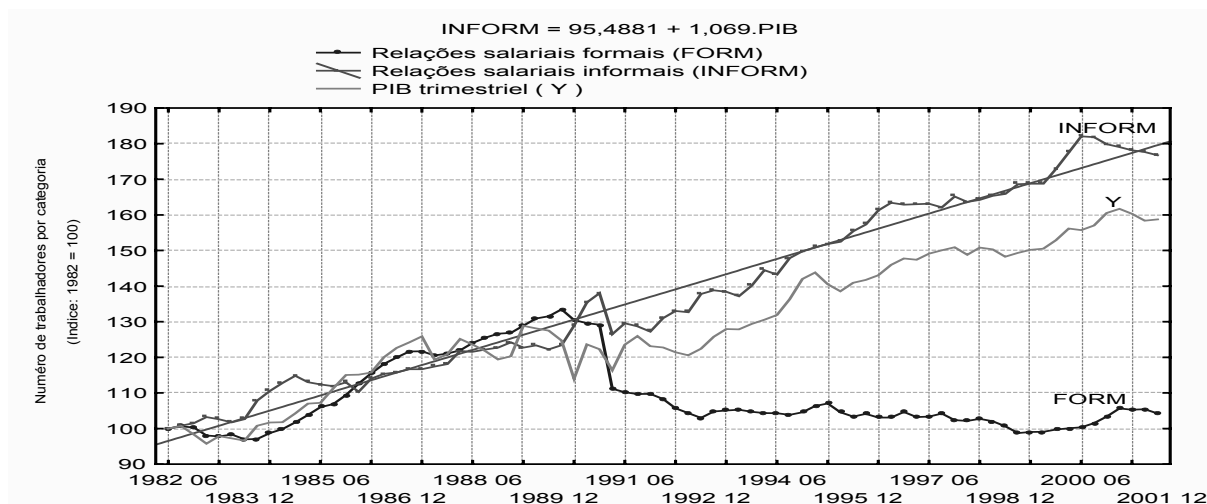
### 2.3 A WLN no Brasil: flexibilidade estática e (des)institucionalização em uma “construção incompleta”

A “institucionalização precoce” e a “construção incompleta” foram duas das características identificadas pioneiramente por CORIAT e SABOIA (1988 e 1995). *Precoce*, porque desde os anos 30 os principais componentes relativos às formas de contratualização e às estruturas de seguridade social encontram-se codificados constitucionalmente. Mas *incompleta*, porque a legislação trabalhista e o acesso aos sistemas de previdência social permanecem à margem de praticamente metade da força de trabalho, em razão da informalidade. Este fato se deve, em grande parte, ao próprio caráter inacabado do “Estado de Bem-Estar” brasileiro e de problemas estruturais maiores como a excessiva concentração da propriedade e da renda juntamente com a baixa representatividade de vários segmentos da população no seio do aparelho de estado.

**GRÁF. 1 – O Processo de “desinstitucionalização” da WLN brasileira é anterior à abertura comercial e financeira.**

---

<sup>7</sup> Portanto, o padrão de mercado de trabalho neoclássico concorrencial seria apenas um caso teórico específico, não constituindo um “modelo” universalizável, nem em suas supostas virtudes, nem por suas desvantagens intrínsecas.



FONTE: Elaborado a partir de dados do IBGE.

A desestruturação da WLN antecede à mudança na forma de inserção internacional, nos anos 90. Suas causas prováveis talvez se encontrem tanto em fatores institucionais como nos desdobramentos da crise do regime de acumulação responsável pelo “milagre” nos anos 70 (Gráfico1). Até 1989, as relações salariais formais e informais evoluíam ambas em correlação positiva com o PIB. A partir de 1990, o segmento formal - cuja dinâmica no período anterior permanecera mais conectada ao PIB do que o segmento informal - descola-se abruptamente para baixo e permanece ligeiramente acima do patamar de 100. Isto significa que há visivelmente grande dificuldade da economia brasileira para expandir o nível de emprego formal na última década. Já as relações salariais informais encontram-se em uma trajetória persistente de expansão positivamente relacionada com o crescimento econômico. Em suma, isto sugere que *o sistema econômico reduziu os quadros formais até o limite necessário para fazer frente às transformações estruturais que lhes foram impostas pelo Estado e pela lógica da “globalização” e mantém o segmento informal como variável de ajuste aos ciclos econômicos.*

Conseqüentemente, fatores institucionais e econômicos se conjugaram ao longo da história e mantém a WLN brasileira sob uma configuração eminentemente concorrencial. O grau de flexibilidade quantitativa e salarial é potencializado tanto pela própria legislação trabalhista vigente (as “flexibilizações” processadas na CLT desde o período do regime militar) quanto pela incapacidade e desestímulo do sistema formal de emprego para absorver a força de trabalho disponível nos quadros dessa mesma legislação. Neste contexto, o elevado grau de informalidade (mais de 50% das relações salariais e de emprego) tende a desencorajar os empregadores por assim dizer, “cumpridores da lei”. Fato lastimável é observado quando o próprio Estado, em tese o agente que deve zelar pelas garantias

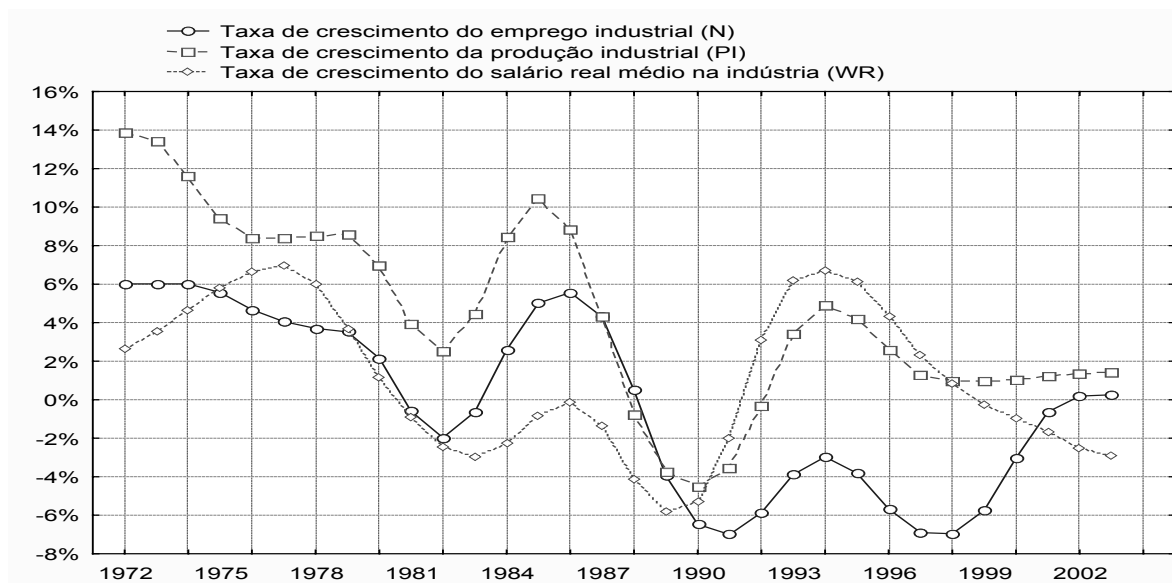
constitucionais e dar o exemplo maior ao setor privado, promove um amplo processo de terceirização “precarizante” de serviços fundamentais à população, onde os trabalhadores são contratados sem nenhum vínculo formal que configure uma relação institucionalizada de emprego. Acrescente-se a esse quadro o baixo nível de sindicalização e de participação efetiva dos trabalhadores em movimentos sociais e políticos e tem-se o conjunto de fatores que explicam a configuração da WLN brasileira como uma forma institucional hierarquicamente subordinada. Um *rapport salarial* amplamente concorrencial e segmentado, apesar de permanentemente monitorado pelo Estado de maneira a adequá-lo aos imperativos considerados maiores de estabilidade monetária e dos equilíbrios orçamentário e do balanço de pagamentos.

O caráter concorrencial da WLN brasileira pode ser constatado mediante uma análise gráfica utilizando-se o filtro 4253H<sup>8</sup> que elimina as flutuações de curto prazo sem descaracterizar as dinâmicas das séries de emprego, produção industrial e salário médio real. Obtém-se assim uma estimativa do comportamento de longo prazo dessas variáveis (Gráfico 2). A co-evolução dessas variáveis em um comportamento pró-cíclico revela a elevada flexibilidade quantitativa e salarial mesmo no setor industrial, que tradicionalmente possui um coeficiente maior de institucionalização das relações de emprego. A evolução no nível da economia total pode ser observada no Gráfico 3 onde se nota a redução das taxas de expansão do nível geral de emprego para o patamar de 2% a.a. Apesar de ser uma tendência da indústria na economia mundial, a situação brasileira revela-se particularmente preocupante quando o emprego industrial permanece estagnado a partir de 2001 e o salário médio real sob crescimento negativo desde 1998. Para a economia nacional, essa trajetória de declínio inicia-se em 1999 (Gráfico 3).

## **GRÁF. 2 – Dinâmica da produção, do salário médio real e do nível de emprego na indústria brasileira (1972-2003)**

---

<sup>8</sup> Esse recurso com sua lógica estatística de construção encontra-se disponível no software *Statistica 6.0*.



FONTE: Elaborado a partir de dados do IBGE, CNI e IPEADATA.

NOTA: Séries filtradas pelo filtro 4253H.

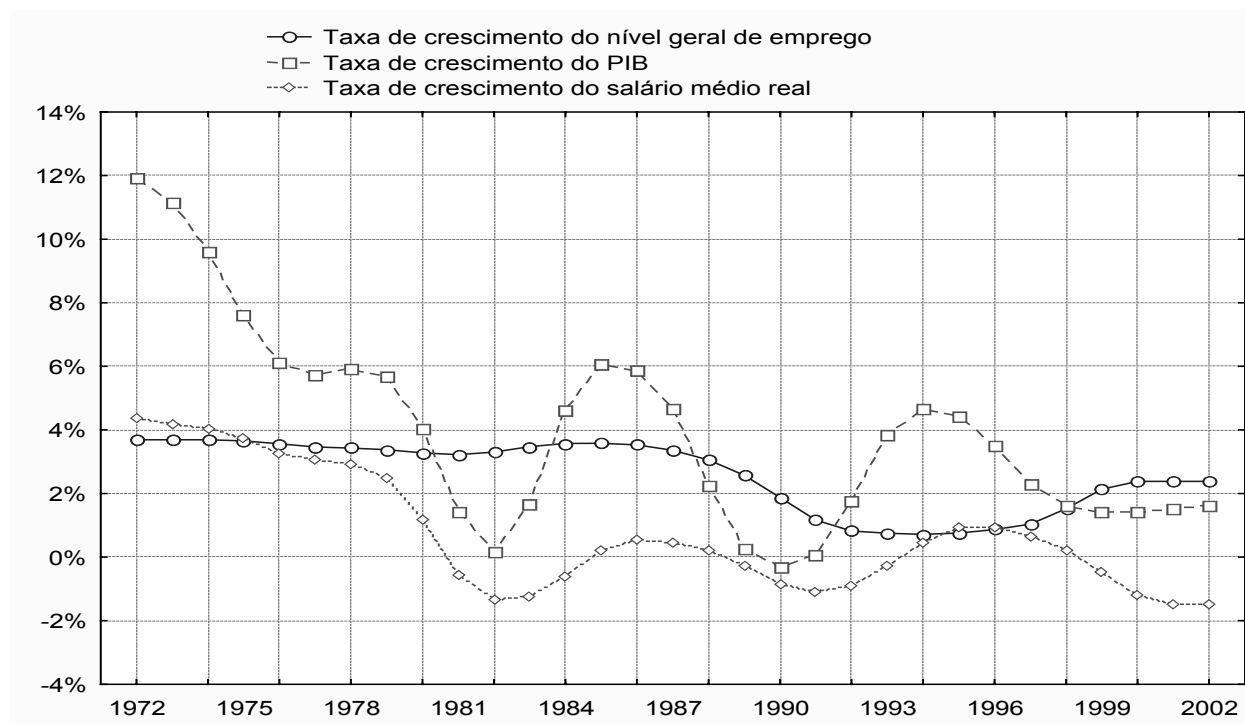
## 2.4 WLN e o padrão de acumulação de capital na economia brasileira.

Num processo de *acumulação à dominante extensiva* os investimentos são destinados principalmente à expansão das capacidades de produção. Se os investimentos visam a um crescimento significativo dos ganhos de produtividade a partir da introdução de novas tecnologias e métodos de produção, então diz que o processo de acumulação tende para um padrão *à dominante intensiva*. Embora essa classificação seja analiticamente relevante pelos efeitos que essas formas de acumulação exercem sobre o “mundo do trabalho” e então, sobre a configuração da WLN, são necessários testes empíricos adicionais para uma taxionomia mais precisa. A análise gráfica não os substitui, mas pode fornecer alguns sinais indicativos da vigência desses padrões e possui, portanto caráter prospectivo e preliminar.

O exame do Gráfico 4 mostra que a economia brasileira teria evoluído sob um processo de acumulação à dominante extensiva durante os anos 50. O emprego se expande juntamente com o PIB, mas os ganhos de produtividade permanecem relativamente estacionados em 4% a.a. e se mostram menos sensíveis à dinâmica do crescimento econômico. A crise de 1963 marca a passagem para um novo regime de acumulação à dominante intensiva, onde os ganhos de produtividade são dinamizados pelo forte crescimento que marcou o “milagre” e o nível geral de emprego volta a se expandir concomitantemente.



**GRÁF. 3 – Dinâmica do PIB, do salário médio real e do nível de emprego na economia brasileira (1972-2003)**

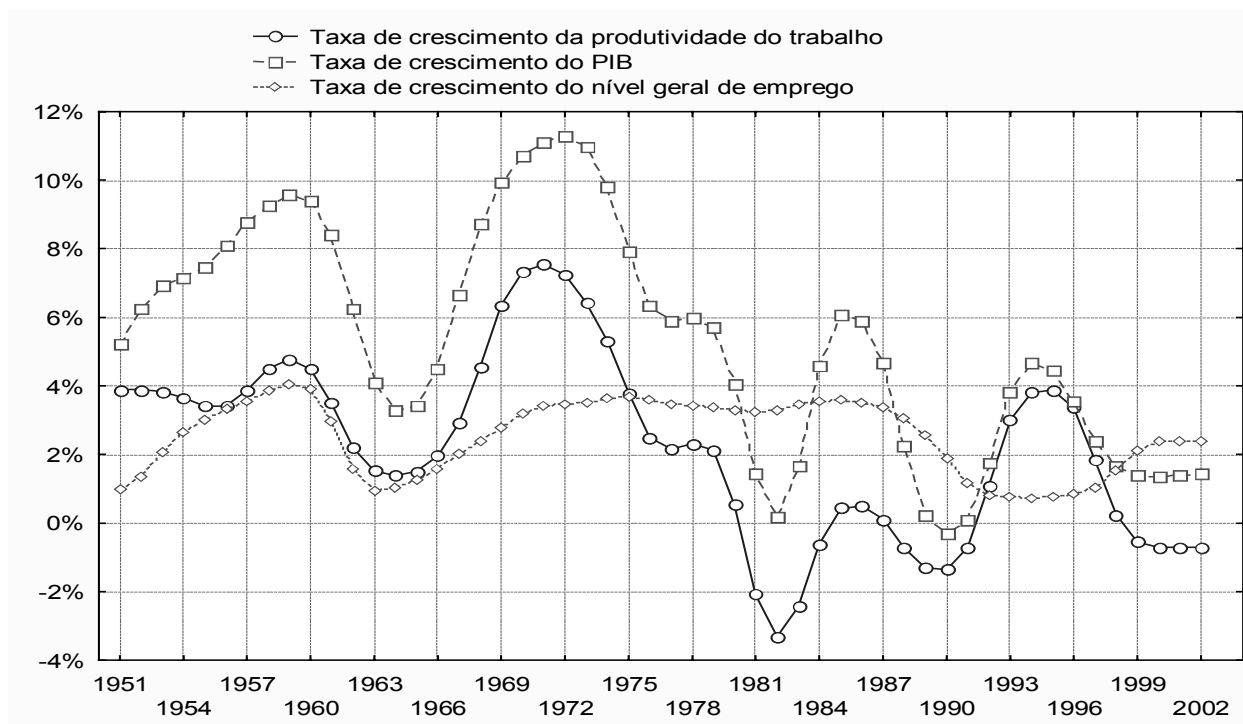


FONTE: Elaborado a partir de dados do IBGE, CNI e IPEADATA.

NOTA: Séries filtradas pelo filtro 4253H.

Com os desdobramentos, nos anos 80, da crise do regime de crescimento do “milagre”, as taxas de crescimento do emprego estacionam em torno de 3% a.a. até o final desta década. Nos anos 90, as taxas atingem um patamar ainda mais baixo de 1% a.a.. Entre 1990 e 1996, voltam a crescer, mas estacionam em torno de 2,5% a.a.. É muito explícito o padrão pró-cíclico da produtividade do trabalho que segue a dinâmica do PIB ao longo de todo período pós-crise de 1963. Observe-se que o curto ciclo expansivo dos anos 90 é o de menor amplitude entre os demais da série e o emprego tem as piores taxas de expansão.

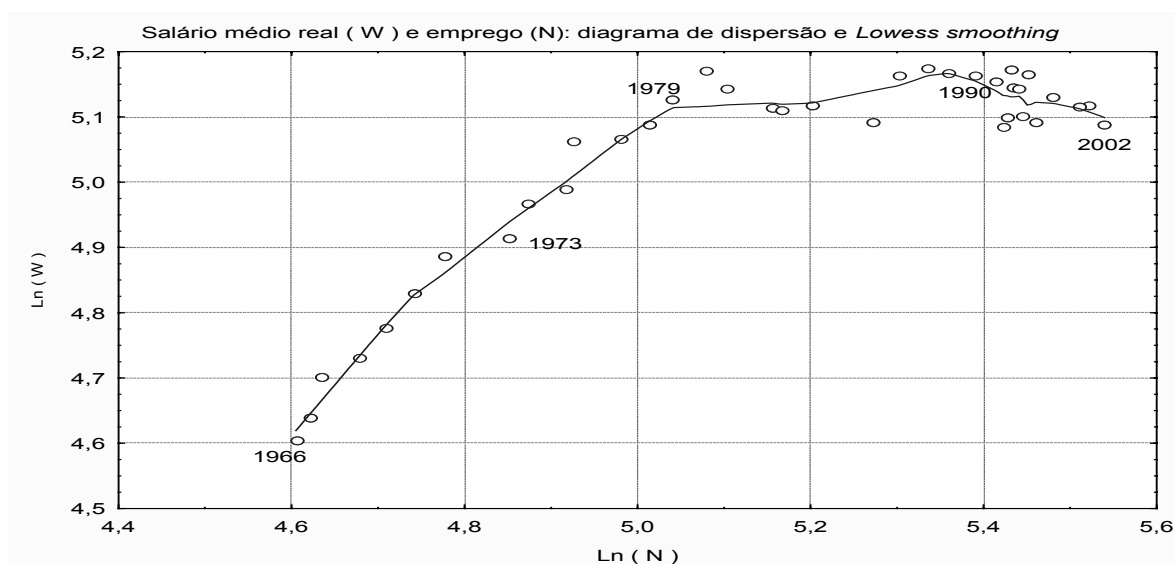
**GRÁF. 4 – Dinâmica da produtividade, do PIB e do nível de emprego no total da economia brasileira(1951-2002)**



FONTE: Elaborado a partir de dados do IBGE, CNI, FGV e IPEADATA. Dados para o nível de emprego no período (1951-1980) foram obtidos em MARQUETTI (1998) e confrontados aos anos censitários e às Pnads.

NOTA: Séries filtradas pelo filtro 4253H.

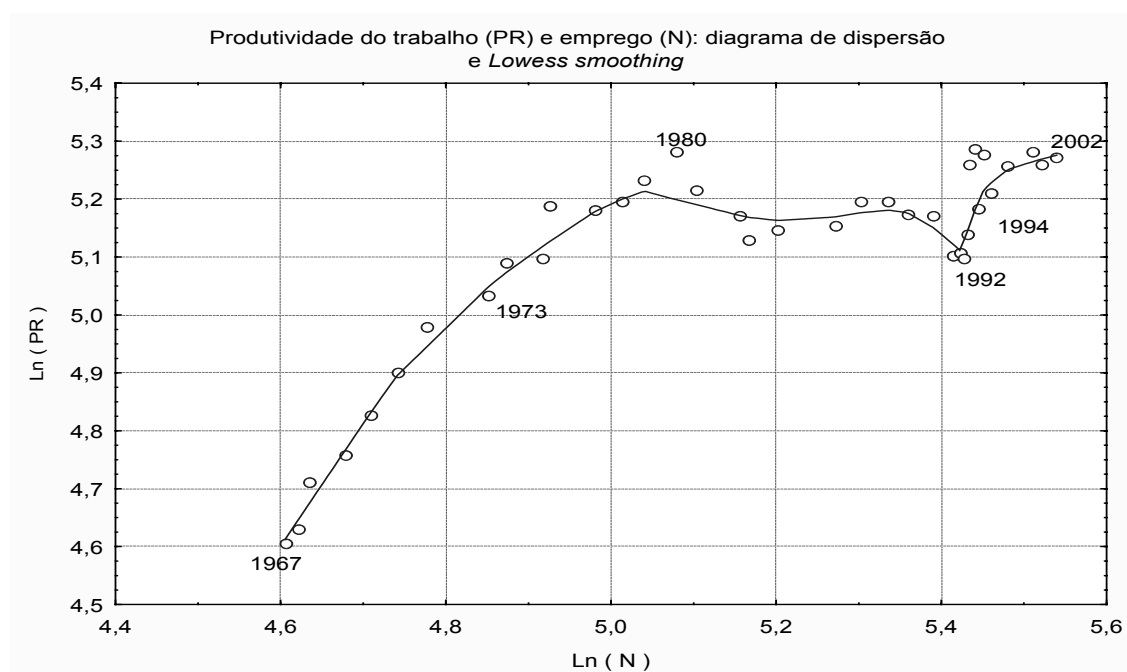
### GRÁF. 5 – Três fases principais na evolução do salário real e do emprego na economia brasileira (1966-2002).



Do gráfico 4 pode-se observar três fases contrastadas da dinâmica do salário real e do emprego. Entre 1966 e 1979 (apogeu e crise do “milagre e II PND), os salários são muito sensíveis às variações do nível de emprego ( $\epsilon > 1$ ), confirmando a hipótese de vigência de uma WLN preponderantemente

concorrencial. A segunda fase compreende a década de 80, onde – em razão da vigência de um regime monetário-financeiro inflacionista e da própria estagnação da economia brasileira – a elasticidade-emprego dos salários reduz-se drasticamente. No entanto, é a terceira fase pós-1990 que se apresenta como particularmente atípica, à medida que a relação se inverte e a expansão do emprego ocorre com redução salarial.

**GRÁF.6 – Quatro fases principais na evolução da produtividade e do emprego na economia brasileira(1967-2002).**



A primeira fase(1967-1979) é excepcional pois os ganhos de produtividade ocorrem com expansão do emprego. Mas a ausência de ganhos de produtividade na década de 80 caracteriza a segunda fase.Com a abertura econômica dos 90, a produtividade e o emprego voltam a crescer. Porém a partir de 1998, os ganhos de produtividade voltam a patinhar como previsto pela lei de Kaldor-Verdoorn.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Segundo a lei de Kaldor-Verdoorn, o crescimento do produto dinamiza a produtividade do trabalho. Mas como as tendências estagnacionistas permanecem desde os finais dos 90, os ganhos de produtividade na economia brasileira terminaram se arrefecendo.

### **3. O REGIME MONETÁRIO-FINANCEIRO COMO SEGUNDA FORMA INSTITUCIONAL DE BASE**

Historicamente, o Estado brasileiro tem sido o agenciador direto de um processo de adequação contínua dos regimes monetários-financeiros às exigências de estruturas produtivas e de demanda que sempre tiveram de enfrentar o difícil problema da constituição da moeda nacional. De fato, um grande problema em se tratando de uma economia ainda em desenvolvimento, caracterizada por forte restrição externa derivada de suas formas subordinadas de inserção internacional. A tendência à inflação, as dificuldades de financiamento de longo prazo e a atrofia do mercado de capitais são alguns dos aspectos que se reforçam mutuamente como premissa e resultado das distorções estruturais que caracterizam este tipo de economia. Compreender a dinâmica das relações monetárias e financeiras neste contexto, constitui uma das etapas necessárias para se apreender as especificidades das formas através das quais o capital bancário-financeiro impõe limites ao crescimento econômico e ao mesmo tempo se nutre das tendências estagnacionistas que marcam esses últimos vinte anos.

#### **3.1 O conceito de regime monetário-financeiro e sua relevância**

Na definição proposta por AGLIETTA (2001), a organização da moeda sob a forma de um regime monetário é relativa ao espaço econômico nacional e deve respeitar dois princípios fundamentais: i) existe uma unidade de conta comum que delimita um espaço monetário; ii) toda transação econômica é conduzida em moeda, ou seja, todo saldo não nulo entre receitas e despesas individuais é regulado em moeda. Em termos operacionais, os regimes monetários são conjuntos específicos de instrumentos e de objetivos intermediários ligados à política monetária. Podem estar fundados sobre regras ou basear-se em julgamentos discricionários.

Nos quadros da análise aqui proposta, *um regime monetário-financeiro será definido como um resultado da conjunção de estruturas organizacionais e institucionais (públicas e privadas) que servem de suporte à circulação monetária e financeira, garantindo-lhe formas de regularidade determinadas em função das atividades econômicas, das relações Estado-economia e do próprio nível de desenvolvimento da acumulação de capital.* Conseqüentemente, esta definição não pretende fazer abstração das intervenções deliberadas das autoridades governamentais. Pelo contrário, seu objetivo é enfatizar os aspectos estruturais que permitam apreender o modo como a política monetária (e também a fiscal) tem o seu raio de ação sempre limitado pelos arranjos organizacionais e institucionais vigentes,

à medida que estes codificam os vínculos monetários e financeiros entre agentes econômicos.<sup>10</sup> Nesta definição, o regime monetário-financeiro surge necessariamente como um dos componentes-chave da regulação a nível macroeconômico<sup>11</sup> e baseia-se nas seguintes premissas: a) a moeda é uma instituição fundamental que surge como uma construção institucional e não um atributo puramente mercantil; b) o desenvolvimento econômico pressupõe a intervenção da moeda e de outros instrumentos ou ativos que lhe correspondam; c) o Estado tem a capacidade de influenciar e mesmo remodelar o regime monetário-financeiro em função das escolhas de política econômica que ele dispõe, das formas possíveis de inserção internacional e das estruturas que suportam a acumulação produtiva nos setores não-financeiros; d) um regime monetário-financeiro pode então ser favorável ao desenvolvimento do crédito para os setores diretamente produtivos (indústria e agricultura) quando uma política monetária de acomodação ou pelo menos não-restritiva encontra-se a ele associada. Ou então pode servir de base, de forma preponderante, para uma acumulação financeira improdutiva, caso em que se observa a permanência por longos períodos de uma política monetária restritiva que tende a bloquear ou pelo menos dificultar o desenvolvimento das formas de empréstimo e financiamento aos setores não-financeiros.

### 3.2 O fenômeno da “financeirização” na economia brasileira

Um processo de financeirização ocorre quando a participação relativa dos ativos financeiros no total de ativos das empresas não-financeiras e das famílias atingem cifras consideráveis por seus impactos nas decisões de investimento e acumulação de capital produtivo. Podem ser utilizados vários indicadores como a proporção da riqueza em ações e títulos pela renda disponível; total dos ganhos de capital / renda disponível; parte das ações e obrigações / ativos financeiros das famílias; SIFIM / PIB<sup>12</sup>, rendimento das obrigações; rentabilidade de referência, etc.. Mas uma questão básica a ser investigada diz respeito ao padrão dominante de financeirização. A depender do nível de desenvolvimento econômico do país, a tendência subjacente à financeirização para aprofundar a lógica especulativa dos investimentos em portfólio pode variar e assumir formas contrastadas. Análises recentes e comparações internacionais revelam que o grau de financeirização da economia dos EUA é excepcional (BOYER, 2000 e 2002). Contudo, a hipótese mobilizada neste trabalho sustenta que se podem identificar um

---

<sup>10</sup> É neste sentido que, como observa BILLAUDOT (2001), a política econômica depende das especificidades do modo de regulação e do regime de acumulação que lhe é a resultante macroeconômica.

<sup>11</sup> Trata-se da chamada *régulation d'ensemble* ou global, conforme o conceito de modo de regulação proposto pela teoria francesa da regulação (R. BOYER, BILLAUDOT, B. THÉRET, P. PETIT).

<sup>12</sup> Os serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SFIM) compreendem basicamente o diferencial entre juros recebidos e juros pagos pelo sistema financeiro nacional. Um procedimento recomendado pelo *System of National Accounts* / ONU-IMF, para se estimar a contribuição das instituições financeiras no PIB,

padrão de financeirização inflacionista nos anos 80 e sua transmutação para um padrão usurário na década de 90. Esta última forma contrasta fortemente com o padrão vigente nos EUA, em razão da atrofia do mercado de títulos de renda variável e da hipertrofia do mercado de títulos de renda fixa, daí seu caráter eminentemente usurário e estruturalmente dependente do endividamento interno e externo.

O conceito de “financeirização” das economias difunde-se a partir do processo de globalização na década de 90, quando uma sucessão de crises financeiras [México (1995), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999)] ao expor sua dimensão desestabilizadora, levantaria dúvidas quanto às possibilidades de um crescimento forte e durável sob condições de liberalização irrestrita da conta de capitais. Desde então vários autores [CHESNAIS(1997); ORLÉAN(1999); BOYER(2000); LORDON(2000); STIGLITZ (2002)] passariam a assumir uma postura mais crítica quanto aos aspectos positivos desse processo, sobretudo no que concerne à constituição de regimes de crescimento macrodinamicamente estáveis. Em outros termos, tratava-se de investigar as condições macroeconômicas de viabilidade de *regimes de acumulação à dominante financeira* ou *regimes de crescimento financeirizado*.<sup>13</sup> As economias teriam de enfrentar uma nova configuração sistêmica onde a gestão da “poupança” coletiva convertera-se numa forma institucional que permite as finanças impor sua lógica aos demais atores econômicos. Neste contexto, as margens de rentabilidade dos setores diretamente produtivos são pressionadas para cima de maneira a responder a “ponction rentiste” (punção rentista)<sup>14</sup> dos mercados financeiros, com conseqüências sobre as decisões de investimento e portanto sobre o ritmo de acumulação de capital. A idéia de ‘ponction rentiste’ tem sido utilizada pelas análises em termos de regulação para caracterizar a dependência estrutural dos setores não-financeiros com relação às finanças. MIOTTI (1991), por exemplo, a mobiliza no contexto da economia Argentina para explicitar o modo como as transferências financeiras líquidas (endividamento novo menos encargos de juros) se constituem em uma punção rentista que limita a gestão do Estado ao reduzir drasticamente a autonomia da política econômica. No mesmo sentido, FURTADO (2003) chama a atenção para o fato de que a economia e o Estado brasileiros estariam funcionando prioritariamente para pagar juros.

A partir de 1999, as instituições financeiras se apropriam de parcelas crescentes do PIB (Tabela 1 e Gráfico 7), apesar do declínio da participação do sistema financeiro nacional no valor adicionado

---

<sup>13</sup> Segundo CHESNAIS, “le ‘coup d’État’ qui a ouvert la voie à la ‘dictature des créanciers’, au sens élargi d’André Orléan (1999), aurait été impossible sans les politiques de libéralisation, de déréglementation et de privatisation, pas simplement dans le domaine de la finance, mais aussi des IDE et des échanges de marchandises et de services. No período 1980-1995 observa-se a devolução ao mercado de setores ou de grandes atividades de serviços que haviam sido incluídos no setor público desde o pós-Segunda Guerra. Para CHESNAIS, numa linguagem marxista, “la prétention à l’autonomie de la finance a pour fondement une extension très forte la sphère géopolitique, mais aussi sociale, du « règne de la marchandise »”.

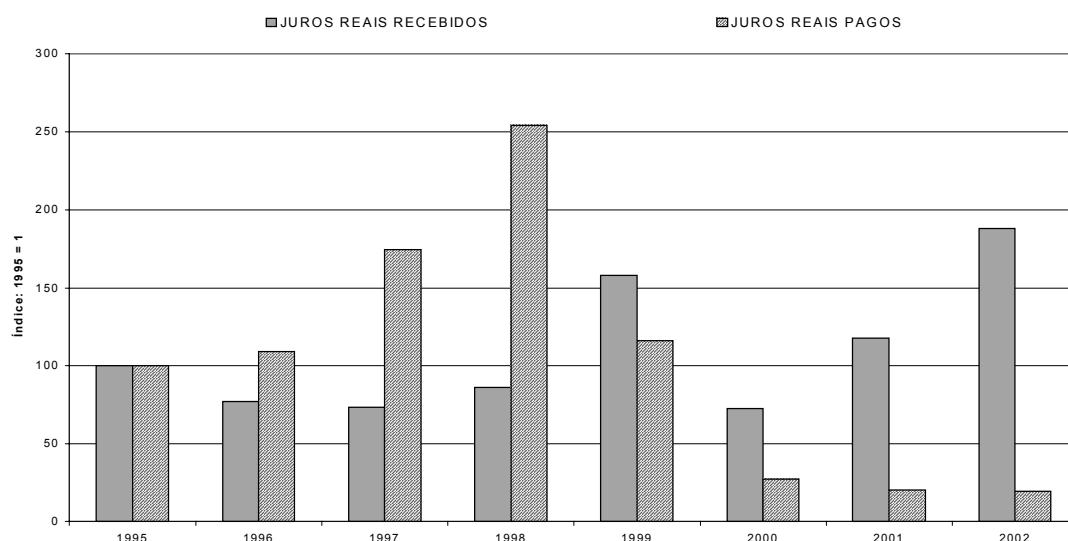
total da economia quando mensurada pelo SIFIM. Isto expressa o fato de que o diferencial de juros em que é calculado o SIFIM efetivamente não é uma boa medida do grau de financeirização de uma economia. Os dados da Tabela 1 são esclarecedores dessa questão ao revelar que a expansão dos investidores institucionais no mercado financeiro brasileiro não tem implicado em aumento da disponibilidade de recursos para a formação de poupança (produtiva ou keynesiana). Como era de se esperar, numa economia permanentemente ‘freada’ por uma política econômica voltada prioritariamente para o controle da inflação e garantia de rentabilidade dos aplicadores que financiam as dívidas interna e externas – os investidores institucionais incorporam essa lógica macroeconômica validada pelo próprio governo que se sente refém dos mercados financeiros globalizados. O resultado reflete-se na elevadíssima participação dos ativos de renda fixa (que rende juros) em detrimento das demais formas de alocação, inclusive as diretamente produtivas.

**TAB 1 – Fluxos de juros reais recebidos e pagos pelas instituições financeiras em proporção do PIB (1995-2002)**

ANO	JUROS REAIS RECEBIDOS / PIB	JUROS REAIS PAGOS / PIB
1995	28,7%	23,1%
1996	21,5%	16,8%
1997	19,9%	15,3%
1998	23,3%	18,7%
1999	42,4%	38,1%
2000	18,6%	15,0%
2001	29,9%	25,3%
2002	46,8%	41,2%

FONTE: DECNA / IBGE

**GRÁF.7 – Evolução dos juros reais recebidos e pagos pelas instituições financeiras(1995-2002)**



FONTE: Elaborado a partir dos dados do DECNA/IBGE.

**TAB 2 – Os investidores institucionais se expandem na “globalização à brasileira”, mas contribuem muito pouco para a acumulação produtiva de capital (2001).**

Diversificação dos Ativos de Investimento - Junho de 2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
PRIVADOS	77,2%	17,9%	3,6%	1,2%
PÚBLICOS	65,0%	19,0%	10,6%	5,4%

FONTE: MPAS/SPC/CET/BALANCETE

O **Gráfico 9** mostra que o endividamento público interno já representa cerca de 45% do valor das quotas dos fundos de renda fixa, cuja rentabilidade se conecta diretamente às taxas básicas de juros.

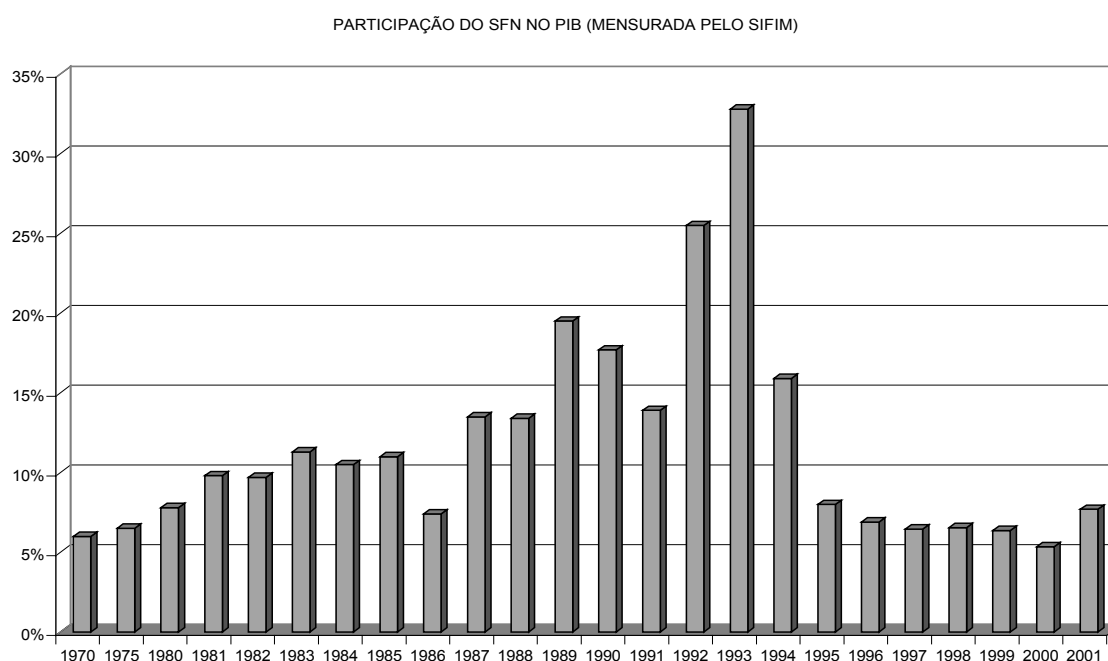
### 3.3 A hipótese de complementaridade e hierarquia das formas institucionais

A coerência macrodinâmica desses regimes de crescimento fordistas repousava sobre uma certa complementaridade das intervenções do Estado (*welfare-state*), concorrência oligopolista, grande protecionismo nas relações internacionais, moeda de crédito e uma contratualização de longo prazo das relações capital-trabalho. Esta implicava numa partilha institucionalizada dos ganhos de produtividade, na recomposição das perdas inflacionárias e na estabilidade dos níveis de emprego e renda. Essa configuração da WLN fordista (não-concorrencial) só foi possível em razão das particularidades das outras quatro formas institucionais que se complementavam e validavam o compromisso social entre capital e trabalho. E à medida que se tratava de um compromisso, de uma vinculação histórica e institucionalmente construída, regras, convenções e instituições específicas codificavam a estrutura



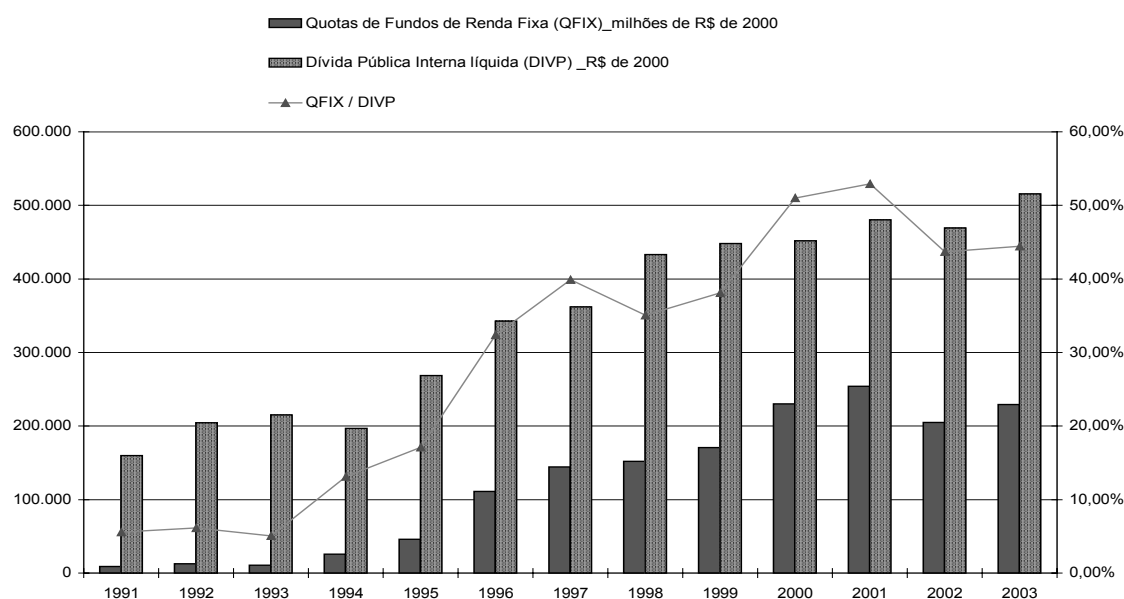
desse modo de regulação e mantiveram as economias da OCDE numa trajetória sem precedentes de crescimento forte e estável que tornou-se internacionalmente reconhecida como os “Trinta Gloriosos” anos de prosperidade do pós-Segunda Guerra (1945-1975).

**GRÁF. 8 – A redução da participação do SFN no PIB não implicou em uma redução do grau de financeirização da economia brasileira(1970-2001).**



FONTE: Elaborado a partir dos dados do DECNA/IBGE.

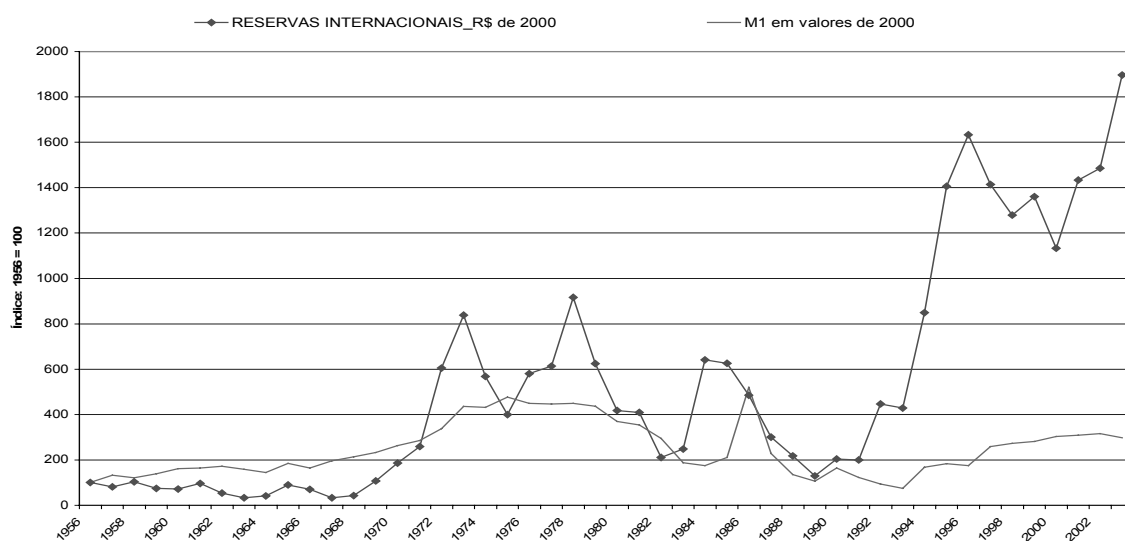
**GRÁF. 9 – Fundos de renda fixa e dívida pública interna (1991-2003)**



FONTE: Elaborado a partir dos dados do Bacen.

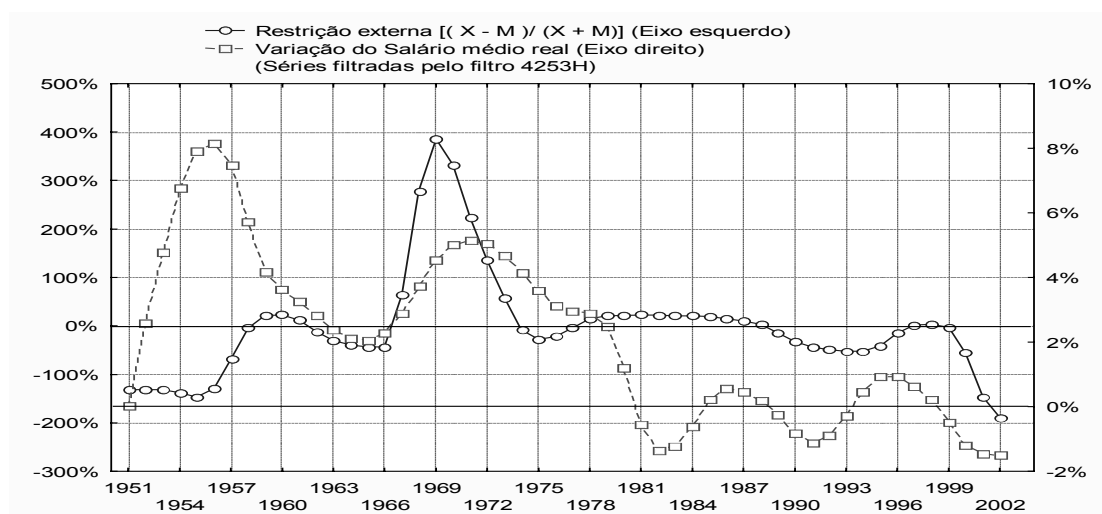
Trabalhos recentes mostraram também, que além da complementaridade das formas institucionais, a hierarquia desses componentes-chave dos modos de regulação é de fato crucial. Para o período fordista, a forma institucional hierarquicamente superior fora a WLN, na medida em que, segundo uma primeira definição proposta por BOYER (1998), *impunha restrições estruturais quanto à configuração das demais formas institucionais*. Neste contexto, a moeda de crédito e os gastos públicos do Estado de Bem-Estar ao mesmo tempo em que validavam, contribuíam para reproduzir a estabilidade da WLN fordista, pois dela dependiam macroeconomicamente, em termos das contribuições sociais, das formas vigentes de arrecadação fiscal e, sobretudo, de seu potencial para engendrar ganhos elevados de produtividade que se difundiam pelas estruturas de produção e de demanda. Outra definição variante da primeira decorre da constatação de que *se a evolução de uma forma institucional for capaz de provocar uma reconfiguração de outra componente da regulação global, alterando sua lógica mais essencial, então se diz que se trata de uma forma hierarquicamente superior*. Observe-se que a primeira definição adequa-se aos períodos de estabilidade do modo de regulação, enquanto que a segunda deve ser mobilizada nas fases de esgotamento e crise, quando as formas institucionais passam por um processo de transformação irreversível que é precisamente o caso da economia brasileira contemporânea.

**GRÁF. 10 – A expansão das reservas internacionais nos anos 90 foi muito desproporcional ao aumento do crédito (1956-2002).**



FONTE: Elaborado a partir dos dados do Bacen.

**GRÁF. 11 – A contenção ou redução salarial são mobilizadas de acordo com a restrição externa(1951-2002).**

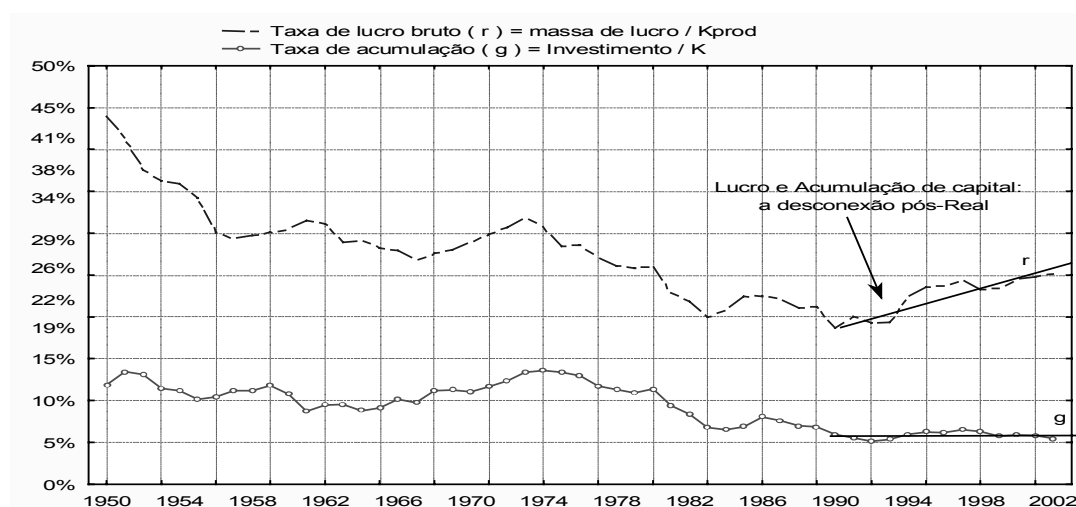


FONTE: Elaborado a partir dos dados do Bacen, IBGE e Marquetti (1998) para salário médio entre 1951-1980.

#### 4. LUCRO, FINANCEIRIZAÇÃO E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL: A DESCONEXÃO NO PERÍODO PÓS-REAL

Nos anos 90, optou-se pela abertura comercial e a liberalização financeira como saída para o esgotamento do padrão então vigente de financiamento da economia. O RMF dual e inflacionista foi superado com a implementação do Plano Real que introduz um novo regime à elevada restrição monetária. Um resultado direto é o baixo crescimento em razão da constância da taxa de acumulação de capital (em cerca de 6% a.a.) apesar da recuperação da taxa média de lucro (26%a.a.).

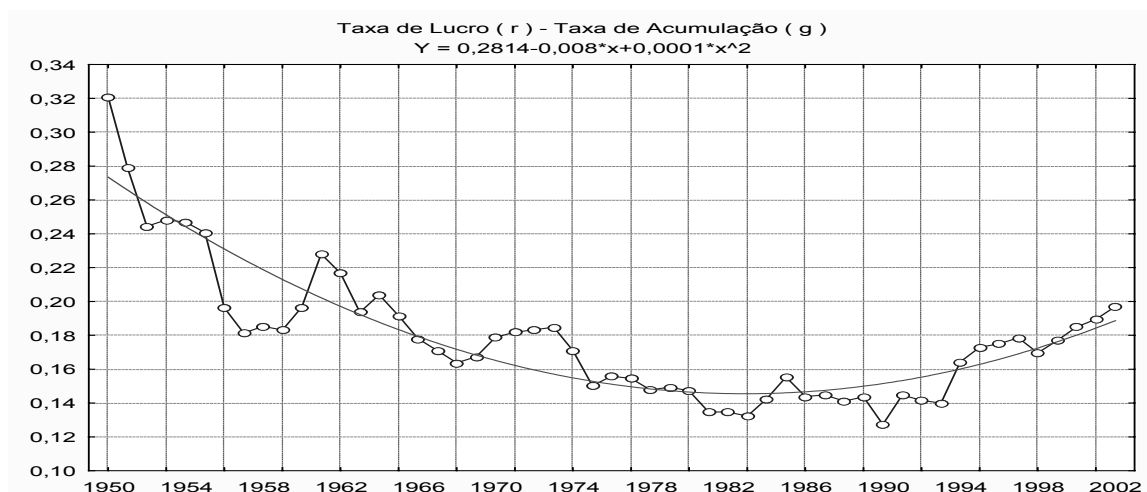
**GRÁF. 12 – Lucro e acumulação de capital se desconectam na era pós-Real.**



FONTE: Elaborado a partir dos dados do BACEN, IBGE e MARQUETTI (1998) para salário médio entre 1951-1980. Os valores do estoque de capital fixo produtivo foram estimados por MORANDI (2003).

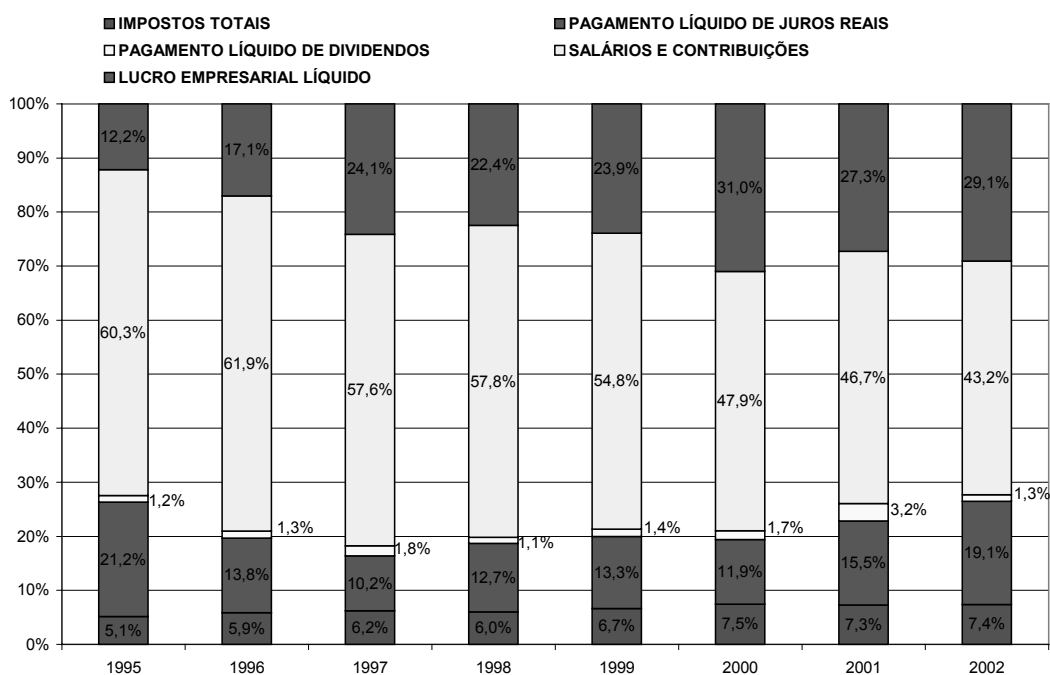
Parcelas crescentes do VA dos setores produtivos são absorvidas sob a forma de juros pagos ao setor financeiro nacional e internacional. O resultado é que a taxa de lucro se expande para fazer frente à punção rentista impostas pelos mercados financeiros, mas às custas da formação bruta de capital fixo e da redução da participação dos salários no produto interno (Gráficos 14 e 15).

**GRÁF. 13 – Globalização à la brasileira: um diferencial crescente entre taxa de lucro e taxa de acumulação.**



FONTE: Elaborado a partir dos dados do Bacen, IBGE e Marquetti (1998) para salário médio entre 1951-1980. Os valores do estoque de capital fixo produtivo foram estimados por Morandi (2003).

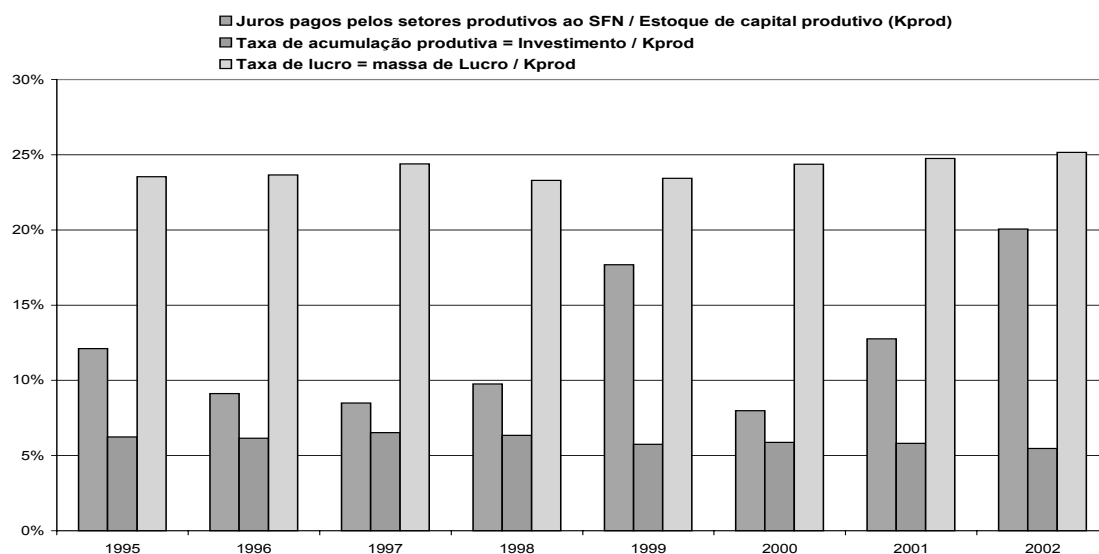
#### GRÁF. 14 – Repartição do valor adicionado das empresas não-financeiras.



FONTE: Elaborado a partir de dados do DECNA/IBGE. NOTA: o lucro empresarial líquido foi calculado deduzindo do VA das empresas não-financeiras, os pagamentos de salários, contribuições sociais, juros, dividendos e impostos.

Em razão da mudança drástica e incauta da forma institucional de inserção internacional, o novo regime monetário-financeiro (RMF) do período pós-abertura e pós-Plano Real reduz as taxas de inflação promovendo a restrição monetária e o encarecimento do crédito. Exatamente as condições que garantem a rentabilidade dos capitais financeiros, ao mesmo tempo em que inibem os investimentos produtivos necessários à retomada do crescimento em bases sustentáveis.

**GRÁF. 15 – Despesas de juros, taxa de acumulação e taxa de lucro das empresas não-financeiras.**



FONTE: Elaborado a partir de dados do DECNA/IBGE.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS – O QUE MUDOU E O QUE PERMANECE ?

A hipótese de hierarquia e complementaridade das formas institucionais quando aplicada ao caso da economia brasileira revela-se particularmente profícua. A estabilidade de preços alcançada a partir da implementação do Plano Real, pressupôs a superação da lógica do regime monetário-financeiro dual herdado dos anos 80. Um regime inflacionista que reproduzia as tendências estagnacionistas ao mesmo tempo em que permitia a acumulação bancária-financeira processar-se a partir do endividamento público e às expensas da acumulação diretamente produtiva. Mas sua lógica de funcionamento requeria um padrão de inserção internacional que mantinha a economia protegida da concorrência internacional e dos fluxos de capitais potencializados pela “globalização”. Isto significa que um RMF inflacionista, uma forma de inserção internacional sob protecionismo comercial e financeiro e uma estrutura produtiva oligopolista complementavam-se na arquitetura institucional desse modo de regulação. Mas pressupunham também um padrão de intervenção ativa do Estado como credor e investidor (fase do “milagre”) e depois como instância de validação das dívidas internas e externas (fase de crise nos anos 80), apesar e a partir mesmo de uma lógica inercial de inflação. Além disso, baseavam-se numa configuração particular da WLN que só foi viável graças à difusão dos dispositivos de indexação salarial que ao menos parcialmente repunham as perdas inflacionárias. Mas é

interessante observar-se que um RMF dual<sup>15</sup> (vigente até 1993) - isto é, funcionando sobre a base de uma moeda indexada que co-existia com a moeda oficial - articulava-se por sua vez à dualidade da WLN. As relações salariais e de emprego formais eram geralmente as de mais alta renda e possuíam acesso ao mercado bancário-financeiro e à moeda indexada que lhes garantiam à reposição do poder aquisitivo. À outra metade (des)institucionalizada e sem acesso às finanças restava o M1, permanentemente corroído pela alta inflação do período. Portanto, a compatibilidade das duas formas institucionais de base expressava-se no fato de que a fração do valor adicionado correspondente aos salários diretos e indiretos da WLN encontrava na moeda indexada a instituição apta a desempenhar a função de reserva de valor. Isto permitiu uma expansão bancária e financeira espetacular, sem, no entanto, superar a histórica dissociação entre capital bancário e capital produtivo no Brasil.

A abertura comercial e financeira dos 90 implode com esse modo de regulação, a partir do momento em que desestrutura seus componentes básicos. As formas institucionais entram rapidamente em uma trajetória de transformação: novo padrão de inserção internacional; as estruturas oligopolistas internas são chamadas a um novo patamar de concorrência e a reestruturação produtiva deslancha; novo regime monetário-financeiro instituído com o Plano Real, reforma do Estado e reconfiguração da *wage-labor nexus* no sentido do aprofundamento do grau de flexibilidade quantitativa e salarial, incluindo a intensificação dos níveis de desinstitucionalização e precarização das relações de emprego. Mas dadas as condições de restrição externa e os novos padrões de concorrência internacional, a WLN brasileira entraria numa longa fase de contenção salarial e de diluição dos compromissos institucionalizados que haviam sido codificados na Constituição de 1988.

Quanto à hierarquia institucional, a WLN permanece em seu padrão secular característico: hierarquicamente subordinada às formas institucionais do Estado, da concorrência e do regime monetário-financeiro, bem como aos modos de inserção na economia internacional que, via de regra, tem sido muito mais geradores de instabilidades das relações salariais. Trata-se de uma WLN amplamente concorrencial, segmentada e permanentemente administrada pelo Estado. Esta gestão estatal da WLN brasileira processa-se no sentido de adequá-la às exigências seja da acumulação produtiva (fase anterior durante o “milagre” e sua crise), seja da acumulação financeira patrimonial (fase atual). Em ambas, o pretexto tem sido o mesmo, garantir a estabilidade de preços, quando o que se pretende de fato é preservar, face às restrições externas e às pressões internas, a rentabilidade dos capitais hegemônicos no Brasil. A visão é, no entanto, estática, porquanto de curto prazo, pois apreende

---

<sup>15</sup> São particularmente esclarecedores os trabalhos sobre a moeda indexada ou a dualidade monetária, desenvolvidos por L.C. BARROS (1992) e C. TAVARES e J. C. ASSIS (1985), como uma especificidade da economia brasileira.

a renda salarial exclusivamente como um custo de produção, desprezando-a como um fator primordial de demanda efetiva nas sociedades salariais.

### QUADRO 1 – Conseqüências das transformações estruturais dos anos 90 sobre as formas institucionais.

FORMAS INSTITUCIONAIS	O QUE MUDOU	O QUE PERMANECE
ESTADO	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução do papel direto do setor público na economia</li> <li>- O Estado torna-se mais "regulador" e menos "produtor"</li> </ul>	<p>Forte subordinação às finanças nacionais e internacionais</p> <p>Endividamento público muito elevado e perda de autonomia da política econômica</p>
REGIME MONETÁRIO-FINANCEIRO	<p>O regime monetário inflacionista foi bloqueado</p> <p>O sistema bancário e financeiro se abre ao capital estrangeiro num processo de fusões e aquisições</p>	<p>Uma lógica usurária como suporte de uma financeirização improdutiva (taxas reais de juros extremamente elevadas bloqueiam a acumulação de capital)</p> <p>O sistema bancário-financeiro privado não financia os investimentos de longo prazo e o mercado de capitais é pouco desenvolvido</p>
WAGE-LABOR NEXUS	<p>A flexibilidade quantitativa e salarial é aprofundada e os ganhos de produtividade se elevam expressivamente, mas às expensas do emprego</p> <p>O emprego em tempo parcial em processo de regulamentação e o direito de greve é limitado por nova legislação</p>	<p>A dualidade do mercado de trabalho num processo de "desinstitucionalização" das relações salariais</p> <p>O desemprego, a precariedade e a contenção salarial se articulam com o aumento das desigualdades sociais</p>
INSERÇÃO INTERNACIONAL	<p>A abertura comercial e financeira se afirma de forma drástica e incompatível com um processo coerente de desenvolvimento econômico</p> <p>A vulnerabilidade externa se eleva</p>	<p>A inserção subordinada ao regime internacional que reproduz os fatores de instabilidade econômica e crise financeira</p> <p>A grande dependência dos fluxos de capitais internacionais</p>
CONCORRÊNCIA	<p>A indústria foi exposta à concorrência internacional sem uma política industrial consistente</p> <p>Os setores financeiro, energético, automobilístico e de telecomunicações foram favorecidos pelas taxas de importação e garantias de lucro</p>	<p>Uma economia fortemente oligopolista onde o capital bancário-financeiro é o setor de mais elevada rentabilidade</p> <p>Os grandes grupos multinacionais predominam no setor oligopolista</p>

FONTE: Elaboração própria.

Em conseqüência, numa economia caracterizada pela alta concentração da propriedade e da renda, com níveis elevados de oligopolização de suas estruturas produtivas, o lucro empresarial pode expandir-se para absorver custos financeiros crescentes. Mas esse processo desenvolve-se às expensas da taxa de acumulação de capital produtivo e com pressões permanentes sobre o nível geral de preços da economia, afinal juros são custos financeiros das empresas. E como a nova fase de abertura econômica inaugurada pela “globalização neoliberal” pressupõe, para sua efetivação e lógica de



funcionamento, de taxas de inflação baixas e de taxas de juros atrativas aos fluxos de capitais transnacionais, o Estado recorrentemente “freia” esse tipo de economia. A recomposição das condições de retomada da acumulação de capital produtivo, base do crescimento e do desenvolvimento econômico, torna-se visivelmente um problema maior. Sobretudo em se tratando de uma economia ainda em construção e submetida a um processo de financeirização usurária sem precedentes históricos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

AGLIETTA, Michel. *Le capitalisme au tournant du siècle – la théorie de la régulation à l’épreuve de la crise*. Posface in *Régulation et crises du capitalisme*. Opus, Paris, 1997.

\_\_\_\_\_. *Macroéconomie financière*. La Découverte, Paris, 2001.

AGLIETTA, Michel, BRETON, Régis. *Sistemas Financeiros, Controle corporativo e Acumulação de Capital*. Seminários DIMAC nº 78, IPEA, outubro de 2001.

BILLAUDOT, Bernard. *Régulation et croissance: une macroéconomie historique et institutionnelle*. L’Harmattan, 2001;

BOYER, Robert. *Deux défis pour le XXI<sup>e</sup> siècle: discipliner la finance et organiser l’internationalisation*. CEPREMAP nº 2000-08, Paris, 2000.

\_\_\_\_\_. *Les institutions dans la Théorie de la Régulation*. CEPREMAP – n.2003/08, Paris, 2003.

BOYER, Robert e JUILLARD, Michel. *The contemporary Japanese crisis and the transformations of the wage labour nexus*. CEPREMAP nº 9822, décembre, 1998.

BOYER, R. & SAILLARD, YVES. *Théorie de la Regulation – L’état des Savoirs*. Édition Nouvelle édition complétée. La Decouverte, Paris, 2002.

CARNEIRO, Ricardo. *Desenvolvimento em crise – A economia brasileira no ultimo quarto do século XX*. UNESP. Sao Paulo – 2002.

CHESNAIS, François. *La théorie du régime d’accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations*. Forum de la Regulation, Paris, 2003.

CORIAT, Benjamin. e SABOIA, João. *Regime de acumulação e relação salarial no Brasil: um processo de fordização forçada e contrariada*. Porto Alegre, Ensaio FEE, 1988.

CORIAT, Benjamin., SABOIA, João. e BRUNO, Miguel. *L’accumulation du capital au Brésil (1930-2000): Heurs et Malheurs d’une Régulation « Tutellaire » - formes institutionnelles fondamentales, mode de régulation et régime d’accumulation*, mimeo, Paris, junho de 2002.

DIAWARA, Hawa. *L'hypothèse d'une Régulation Monétaire des Interets : les apports de L'école de la Régulation*. Forum de la Régulation – octobre – 2003.

GONÇALVES, Reinaldo. *A herança e a ruptura – cem anos de historia econômica e propostas para mudar o Brasil*. Garamond – 2003.

HARRISON, Anne . *Has Globalisation Eroded Labour's Share ? Some Cross – Country Evidence* . NBR – 2002.

LORDON, Frédéric. *Finance internationale: les illusion de la transparence*. Critique internationale, janvier 2001, n° 10.

MARQUES-PEREIRA, J. M. e THÉRET, Bruno. *L'aléa moral de la souveraineté monétaire en Amérique Latine ou le voile du conflit distributif*. Cadernos. PROLAN /USP, ano 02 , V .02 , n . 04 – 2003 .

MARQUETTI, Adalmir. Nota Metodológica sobre as Informações Estatísticas Utilizadas na Análise do Padrão de Progresso Técnico na Economia Brasileira, 1950-1998. Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

MORANDI, Lucilene. Estimativas do estoque de capital fixo da economia brasileira (1950-2002). IPEA. 2003.

MIOTTI, E. L. *Accumulation, régulation et crises en Argentine*. Thèse de doctorat, Université de Paris VII, cotobre 1991.

PETIT, Pascal. *Évolution du rapport salarial dans le nouveau régime de croissance*. Communication au colloque international “État versus marché: rupture ou nouvelle forme de régulation, 23-25 octobre 2001, Université UAM Xochimilco, Mexico.

\_\_\_\_\_. *On Growth regimes in a post fordist era*. CEPREMAP. Paris, 2003.

REBERIUOX, Antoine . *La Financiarisation du Rapport Salarial: étude économétrique sur REPONSE 1998*. Forum de La Régulation, Paris, 2003.