

REGULAÇÃO E CRESCIMENTO ECONÔMICO NO BRASIL: UM REGIME DE ACUMULAÇÃO BLOQUEADO PELAS FINANÇAS

Miguel BRUNO

Professor e Pesquisador da ENCE-IBGE e da FCE-UERJ

miguel.bruno@ibge.gov.br

Área 2: História Econômica e Economia Brasileira

Sub-área: 05. Economia Brasileira Contemporânea

Submissão: Sessões Ordinárias.

Resumo A partir da proclamação de esgotamento da estratégia de industrialização por substituição de importações, em finais da década de 1980, a liberalização comercial e financeira passou a ser anunciada pelo governo e por vários especialistas como necessária ao reordenamento das condições estruturais para uma retomada do processo de desenvolvimento econômico brasileiro. Todavia, após quase duas décadas de adesão ao processo de globalização, três principais tendências são identificadas em uma análise de longo prazo: uma persistente queda da participação relativa do capital produtivo no estoque de capital fixo total; uma expansão rápida da renda de juros, que, atingindo a média de 29% da renda disponível bruta, entre 1993 e 2005, representa uma elevadíssima carga financeira sobre o produto total; e, como um resultado direto, a permanência da trajetória de baixo crescimento econômico que se conjuga, em seus efeitos adversos, com um processo persistente de desestruturação da relação salarial e de reconcentração funcional da renda. Para explicitar as condicionantes estruturais e as causas dessa performance macroeconômica muito inferior à média histórica, o artigo propõe uma análise do período pós-liberalização, mobilizando os conceitos de base e os princípios metodológicos da Teoria (francesa) da Regulação. Entre os resultados encontrados, a análise revelou a existência de um processo particular de financeirização na economia brasileira que bloqueia a acumulação de capital produtivo, reduzindo o potencial de crescimento e de geração de emprego e de renda.

Palavras-chave: regime de crescimento – financeirização – acumulação de capital produtivo – modo de regulação – formas institucionais – liberalização econômica – relação salarial – globalização – desenvolvimento econômico.

Abstract: Starting from the proclamation of exhaustion of the industrialization through import substitution strategy, in ends of the decade of 1980, the commercial and financial liberalization started to be announced by the government and by several experts like necessary to reach the new structural conditions of the economic Brazilian development process. However, after almost two decades of adhesion to the globalization process, three principal tendencies are identified in an analysis of the long period: a persistent fall of the relative participation of the productive capital in the stock of total fixed capital; a fast expansion of the interest income, that, reaching the mean of 29% of the GDP between 1993 and 2005. Its represents a high financial tax on the total product; and, as a direct result, the permanence of the low economic growth path, with a persistent destruction process of the wage-labor nexus coherence and of the functional income reconcentration. To explain the structural conditions and the causes of this low macroeconomic performance, the paper proposes an analysis of the post-liberalization period, with the base concepts and the methodological principles of the French Regulation Theory. Among the found results, the analysis revealed the existence of a singular financialization process in the Brazilian economy that blocks the productive capital accumulation, reducing the growth potential and the job generation and income.

Key-words: growth regime – financialization – productive capital accumulation – mode of regulation – institutional forms – economic liberalization – wage-labor nexus – globalization – economic development.

1. Introdução

Partindo de uma perspectiva regulacionista, o artigo busca identificar as principais tendências macroeconômicas que marcam a economia brasileira no período pós-liberalização¹. Entre 1950 e 1980, o dinamismo desta economia foi particularmente notável, com uma taxa média de crescimento do produto interno bruto da ordem de 7% a.a. No intervalo 1967-1975, que se tornou conhecido como o período do “milagre econômico brasileiro”, a taxa média de crescimento do PIB foi ainda maior, atingindo os 10% a.a.. Para muitos observadores, este país parecia, àquela época, rumar rapidamente para o rol dos países desenvolvidos. Todavia, a partir de 1980, tornar-se-ia progressivamente claro que esta economia havia perdido sua trajetória de forte expansão. Uma das explicações para essa perda de performance encontra-se nas próprias condições estruturais em que o regime de acumulação do “milagre” se consolidara. Um regime de crescimento impulsionado por elevadas taxas de lucro e de concentração da renda e da riqueza, onde os ganhos de produtividade não contribuíam significativamente para o crescimento dos salários, comprometendo a evolução da demanda agregada. Nestas condições, a continuidade da acumulação dependia do aporte de capital externo para compensar a incompatibilidade dinâmica entre o regime de produtividade e o regime de demanda. Com a queda brusca da entrada de capitais externos, durante a crise da dívida externa dos 80, essa condição não pôde mais ser satisfeita e a crise do modo de regulação e do próprio regime de acumulação tornaram-se patente.

Em consequência, as tendências macroeconômicas seriam bem diferentes na década de 1980, marcada pela alta inflação e pela quase-estagnação do produto. No entanto, as transformações institucionais do período de alto crescimento possibilitaram o desenvolvimento das estruturas financeiras brasileiras com um grau elevado de sofisticação. Quando as condições endógenas de reprodução do regime de crescimento se esgotam e a conjuntura internacional adversa do período impediram a continuidade do crescimento econômico forte, o eixo da acumulação de capital desloca-se, defensivamente e com o apoio do próprio Estado, para o setor bancário-financeiro. A economia brasileira passa então a funcionar sob um regime de crise muito peculiar. De um modo aparentemente paradoxal, a conjuntura estagflacionista convertera-se no ponto de partida de um novo ciclo de acumulação financeira baseada na dívida pública e nos ganhos inflacionários. No período pós-liberalização e pós-Real, os ganhos inflacionários seriam substituídos pela renda de juros fazendo com que o processo de financeirização entrasse em sua segunda fase. Desta vez potencializado por uma adesão neoliberal à globalização e por um regime de política econômica centrado na estabilidade das

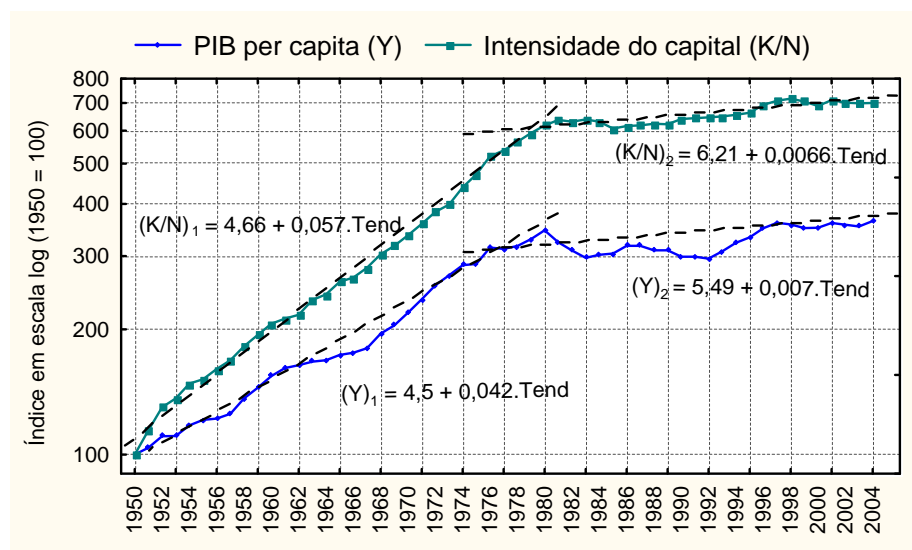
¹ A perspectiva regulacionista refere-se aos trabalhos da Escola francesa da Regulação desenvolvida por Robert BOYER, Pascal PETIT, Benjamin CORIAT, Michel AGLIETTA, Alain LIPIETZ e Bernard BILLAUDOT.

finanças e na manutenção de superávits fiscais incompatíveis com o desenvolvimento econômico e social do país.

2. Uma performance macroeconômica muito inferior à média histórica

O período de industrialização substitutiva de importações foi particularmente notável pelo elevado dinamismo da economia brasileira, com o PIB per capita crescendo a uma taxa média acima de 4% ao ano, apesar do rápido crescimento populacional. Com o avanço da industrialização e da urbanização, a relação salarial tornou-se a principal relação social de produção e de repartição e o Brasil deixara para trás sua condição de economia predominantemente agrícola, entrando no rol dos países em vias de desenvolvimento. Esse período de elevado dinamismo se interrompe com a crise do regime de acumulação do chamado “milagre econômico” brasileiro, cujos desdobramentos se expressariam numa conjuntura macroeconômica inusitada tanto nos anos 80 quanto no período pós-liberalização. No primeiro caso, tem-se uma economia quase-estagnada com alta inflação, mas rápida acumulação bancária e financeira; no segundo, baixo e instável crescimento econômico com reconcentração funcional da renda e novamente forte expansão financeira. Mas o período pós-liberalização destaca-se também pelo aprofundamento do processo de desestruturação da relação salarial, numa sociedade que não fora capaz de completar a institucionalização dessa forma estrutural determinante.

GRÁFICO 1 – INTENSIDADE DO CAPITAL E PIB PER CAPITA (1950-2004)

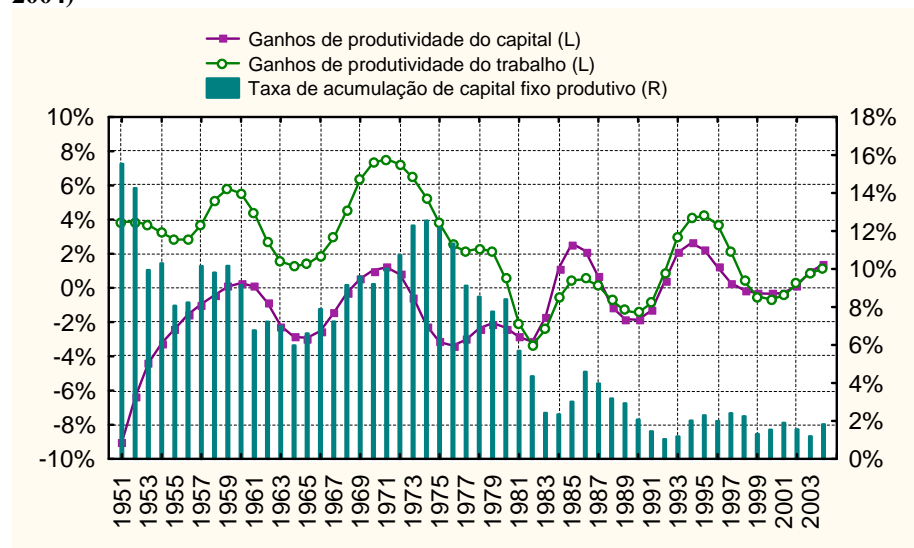


FONTE: IPEADATA e IBGE.

Entre os fatos estilizados da evolução econômica brasileira, destacam-se, no Gráfico 1, as quebras de tendências nas séries da intensidade do capital e do PIB per capita, a partir de 1981. Sinais

inequívocos da entrada da economia brasileira em um longo período de dificuldades macroeconômicas e estruturais (Gráfico 1). No Gráfico 2, os ganhos de produtividade foram filtrados das flutuações de curto prazo, obtendo-se um comportamento cíclico e tendencial. No período 1981-2004, a amplitude dos ciclos e as taxas de crescimento da produtividade são inferiores às do período de substituição de importações, particularmente no que concerne à produtividade do trabalho. Ressalte-se que isto ocorre apesar da reestruturação industrial provocada por uma adesão neoliberal à globalização e defendida pela ortodoxia como a única forma capaz de corrigir as distorções do modelo anterior e recuperar a eficiência da economia. Além disso, as taxas de acumulação de capital fixo produtivo no período de globalização são as mais baixas de toda a história do capitalismo industrial brasileiro. *Como explicar esse novo padrão sem cair no lugar comum das teorias econômicas ortodoxas que buscam nas intervenções do Estado as causas dos problemas micro e macroeconômicos fundamentais?*

GRÁFICO 2 – CICLOS DA PRODUTIVIDADE E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL FIXO PRODUTIVO (1951-2004)



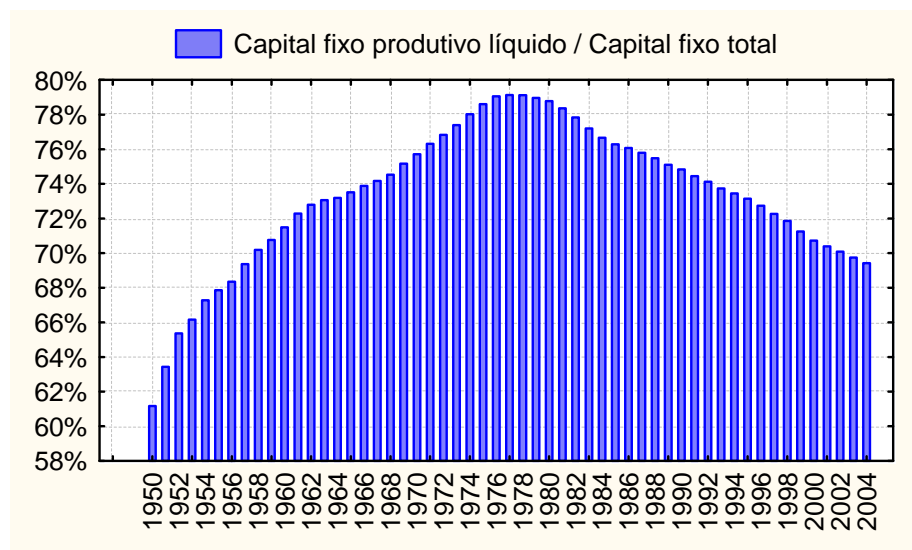
FONTE: IPEADATA e IBGE.

NOTA: As séries reais do PIB per capita e dos ganhos de produtividade foram filtradas pelo filtro 4253H para se obter as dinâmicas cíclicas.

Um terceiro fato estilizado pode ser constatado no Gráfico 3 e se expressa numa queda tendencial da participação do capital produtivo (máquinas e equipamentos e infra-estrutura) no estoque de capital fixo total. Este persistente declínio tem início em 1978, durante a vigência do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND, 1975-1979) e pode ser interpretado como um marco do fim de um modo de desenvolvimento baseado na substituição de importações. Para alguns economistas, a perda de participação do capital fixo produtivo estaria sendo compensada por um estoque em máquinas e equipamentos mais eficiente, embora menor em volume. Ora, os ganhos de produtividade tendencial descritos no gráfico anterior e o baixo crescimento econômico não parecem corroborar esse otimismo,

a não ser que se argumente como o fazem alguns especialistas em economia industrial que a melhor performance macroeconômica virá como um resultado necessário da eficiência no plano micro e setorial.

GRÁFICO 3 – PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL FIXO PRODUTIVO NO ESTOQUE DE CAPITAL FIXO TOTAL (1950-2005)



FONTE: IPEADATA

Os dados empíricos desafiam essa interpretação, pois se a reestruturação da indústria brasileira recuperou os ganhos de produtividade, notadamente entre 1991 e 1996, esse resultado não impactou positivamente no desempenho macroeconômico. Apesar do crescimento da produtividade da indústria nos anos 90, a economia foi incapaz de encontrar uma nova trajetória de crescimento forte e estável, necessária à continuidade de seu processo de desenvolvimento. *A explicação pode ser encontrada nas configurações estruturais particulares dessa economia, que são, de fato, ocultadas por trás dos “bons fundamentos econômicos” divulgados pelo discurso oficial e pelas mídias.*

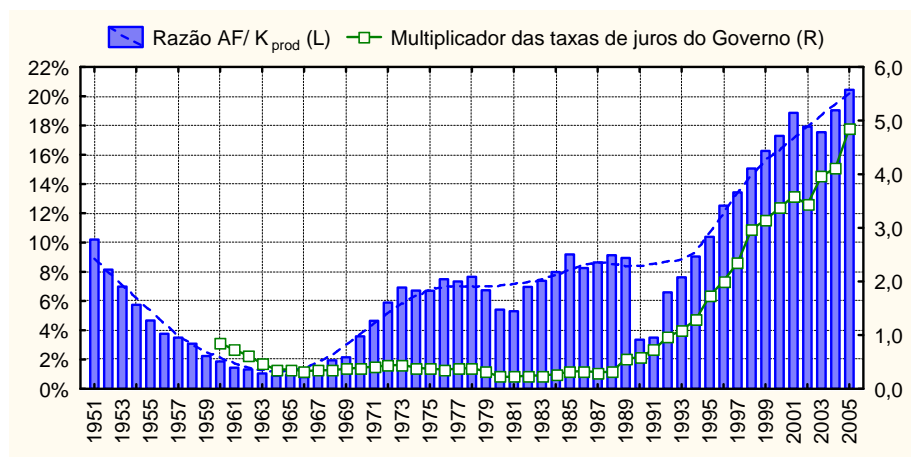
3. Acumulação financeira e regimes de crescimento numa perspectiva regulacionista

A emergência e a estabilidade dos regimes de crescimento pressupõem a existência de condições estruturais particulares. Para as análises regulacionistas, essas condições dependem das configurações das grandes áreas da regulação, representadas pelas cinco formas institucionais (a *relação salarial*; o *Estado*; o *regime monetário-financeiro* e as *formas da concorrência* e de *inserção internacional*). Neste contexto, as interações entre o político e o econômico tornam-se fundamentais porque delas dependem os procedimentos de codificação das formas sociais que remodelam o modo de regulação e os padrões de acumulação de capital. Nesta problemática fundamental, a economia brasileira tem se apresentado como um contra-exemplo ao otimismo das análises neoclássicas, já que

a opção por uma forma neoliberal de adesão à globalização fora apreendida como se fosse a senha de entrada num mundo pleno de virtudes e benefícios irrecusáveis.

Um processo de financeirização tende a desenvolver-se toda a vez em que a acumulação de riquezas está assegurada preponderantemente por conversão direta da forma monetária em mais valor sob forma monetária ou financeira. A necessidade de conversão indireta através das alocações produtivas da poupança das famílias e das empresas é reduzida pela detenção de ativos financeiros, por natureza, mais líquidos e de menor risco. Uma questão fundamental do ponto de vista macroeconômico refere-se aos impactos deste processo sobre a dinâmica da acumulação produtiva e do crescimento econômico.

GRÁFICO 4 – TAXA DE FINANCEIRIZAÇÃO E MULTIPLICADOR DAS TAXAS REAIS DE JUROS DO GOVERNO (1951-2005)



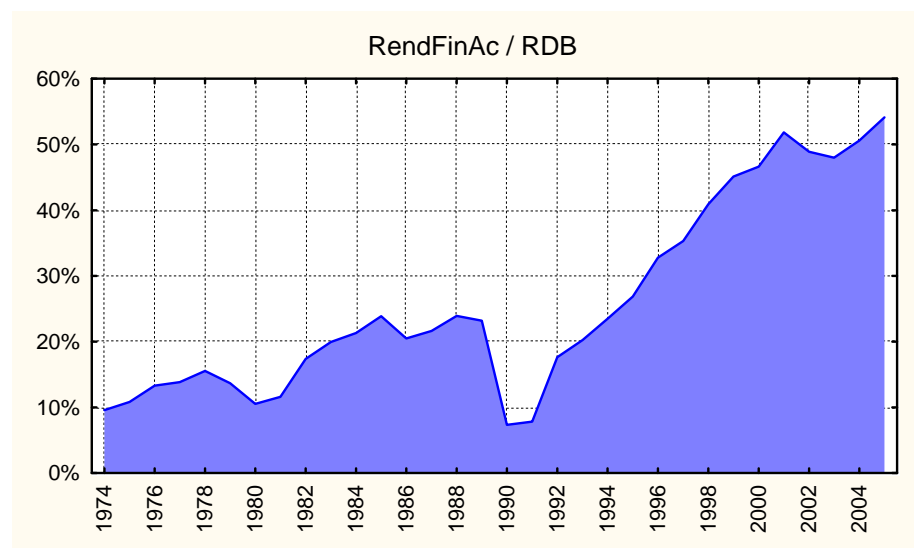
FONTE: IPEADATA E IBGE.

No Gráfico 4 podem ser observadas as evoluções do multiplicador das taxas reais de juros Selic e da taxa de financeirização, definida como a razão entre o estoque total de ativos financeiros em poder das famílias e das empresas (AF)² e o estoque total de capital fixo produtivo (K_{prod}). Há dois momentos principais a serem destacados. O primeiro é o período 1967-1990, onde a taxa de financeirização expande-se para o patamar próximo aos 8% (até 1979) e em seguida para o patamar dos 9%. Todavia, esse crescimento foi decorrente das transformações institucionais promovidas pelo Estado brasileiro. No período 1964-1966, o governo lança as novas bases estruturais para o funcionamento do mercado bancário-financeiro e de capitais, bem como o dispositivo institucional da correção monetária. Conseqüentemente, o crescimento da razão AF/K_{prod} expressou o aumento das operações envolvendo novos produtos financeiros que simplesmente não existiam antes das reformas institucionais. O

² Utiliza-se a diferença entre os agregados monetários M4 e M1 como uma estimativa do total de ativos financeiros não monetários.

segundo momento refere-se ao período 1991-2005, em que a taxa de financeirização cresce rapidamente com o crescimento da taxa básica de juros da economia brasileira. Esta correlação positiva entre essas duas variáveis é um indício de que a financeirização da economia brasileira estaria sendo promovida principalmente pela elevada rentabilidade proporcionada por ativos que rendem juros. Trata-se de um padrão de financeirização diferente do observado em economias desenvolvidas, sobretudo, bem diverso do existente na economia dos Estados Unidos.³ À falta de uma melhor denominação, pode-se classificá-lo como *um processo de financeirização por juros ou usurária, para contrastá-lo com o padrão vigente nos EUA onde a financeirização baseia-se no mercado de capitais ou em títulos de renda variável (ações)*.

GRÁFICO 5 - RENDIMENTO FINANCEIRO ACUMULADO EM PROPORÇÃO DA RENDA DISPONÍVEL BRUTA (1974-2005)



FONTE: IPEADATA e Banco Central do Brasil.

NOTA: *RendFinAc* é o rendimento financeiro acumulado, calculado como a diferença acumulada entre os saldos médios representados por AF.

Outra estatística relevante para uma análise desse padrão de financeirização por juros pode ser observada no Gráfico 5. A variável é o rendimento financeiro acumulado, calculado como a diferença acumulada entre os saldos médios representados por AF, mas agora como proporção da renda disponível bruta (RDB). Observe-se que no ano de 2005, o rendimento financeiro acumulado atinge a surpreendente cifra de 54% da RDB, enquanto em 1974, auge do “milagre econômico” brasileiro era de apenas 10%.

³ Sobre a financeirização na economia norte-americana ver BOYER (2000) e KRIPPNER (2005). Para uma análise focada nos impactos deste processo sobre a acumulação de capital fixo produtivo, ver STOCKHAMMER (2004).

3.1 Inflação e renda de juros como base da acumulação financeira: uma especificidade do caso brasileiro

As particularidades de um modo de regulação não derivam apenas de uma dada forma institucional, mas dos efeitos conjugados das configurações de suas cinco componentes. No entanto, os trabalhos sobre o fordismo detectaram a presença de uma certa hierarquia das formas institucionais, no sentido de que uma delas apresentava-se como determinante para as macro-regularidades que definiam os padrões de acumulação de capital. No caso específico dos regimes fordistas, a relação salarial ocupava o lugar de forma institucional hierarquicamente superior, já que as configurações das outras quatro áreas da regulação evoluíam de maneira a reproduzir e legitimar o compromisso institucionalizado entre capital e trabalho que emergiu das transformações sócio-econômicas do pós-Segunda Guerra. Em regimes de crescimento à dominante financeira, esta descoberta da pesquisa regulacionista torna-se particularmente profícua. A acumulação rentista e patrimonial não pode desenvolver-se sem que o regime monetário-financeiro (RMF) adquira uma configuração compatível com o processo de financeirização das economias e sem que as outras formas institucionais evoluam em conformidade com a acumulação de riquezas com base na detenção de ativos financeiros. *Isto significa que estamos diante de um novo modo de regulação, onde o RMF ocupa o lugar de forma institucional hierarquicamente superior.*

3.1.1 Um RMF dual: base da “financeirização por inflação” dos anos 80

Uma das hipóteses mobilizadas nesta análise é a de que, ao longo dos anos 80, um padrão particular de financeirização da economia brasileira foi a base para o desenvolvimento bancário-financeiro. Mas certas condições institucionais permitiram que a dominância das finanças emergisse a partir do esgotamento e crise do regime de alto crescimento do “milagre econômico” dos anos 70. O Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), de 1964, que estabeleceu as bases institucionais para a constituição de um moderno sistema bancário-financeiro, apresentava, contudo, uma peculiaridade: a criação do dispositivo institucional da correção monetária (CM), que possibilitava a indexação dos ativos financeiros à evolução da inflação. O objetivo governamental com a criação da CM era garantir aos credores da dívida pública a reposição das perdas inflacionárias sobre a detenção de títulos públicos e sobre os fluxos de renda correspondentes. Numa economia caracterizada por pressões inflacionárias recorrentes, a CM tendia a reduzir os riscos de perdas financeiras e seria um fator de promoção do crédito e dos financiamentos à produção e ao consumo, necessários ao regime de alto crescimento que caracterizou o “milagre”. Com o ambiente macroeconômico adverso dos anos 80, marcado pela crise da dívida externa, pelas tendências à estagnação e à alta inflação, a prática da

correção monetária difunde-se e se torna a base de uma indexação generalizada de preços e salários. Um dos resultados diretos foi a completa perda da função reserva de valor por parte da moeda emitida pelo Estado brasileiro, já que os ativos financeiros privados indexados à inflação substituíam com muito mais eficiência a moeda corrente nesta função. Essa “privatização” da função reserva de valor representava, no entanto, uma base formidável para o desenvolvimento dos lucros bancários – já que, sob alta inflação, a liquidez passava a ser retida, administrada e criada endogenamente pelas instituições financeiras.

Em consequência, um regime monetário-financeiro (RMF) dual e inflacionista (moeda fiduciária emitida pelo Estado e moeda financeira indexada, emitida pelos bancos privados) pôde emergir e se consolidar com base na crise do regime de acumulação do “milagre”. As empresas financeiras expandiram sua participação no produto total através dos ganhos inflacionários que auferiam pela detenção e emissão dessa moeda indexada. Uma das peculiaridades desse RMF foi que essa dualidade monetária evitou a eclosão de uma hiperinflação clássica que teria provocado uma fuga em massa para ativos reais e moedas estrangeiras.⁴ *Desta maneira, a década de 80 inaugura na economia brasileira, a primeira fase de um processo de financeirização centrado nos grandes lucros do setor bancário, derivados dos ganhos inflacionários apropriados por meio do dispositivo institucional da correção monetária.*

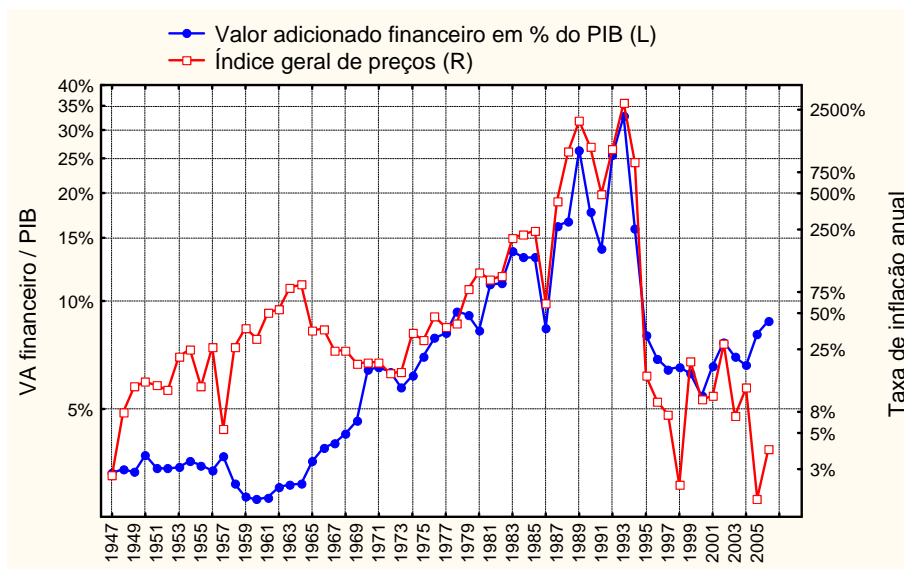
O Gráfico 6 mostra a evolução conjunta da taxa de inflação e da participação do valor adicionado pelo setor bancário-financeiro no PIB, mensurada pelo método SIFIM (serviços de intermediação financeira indiretamente medidos) utilizado pelo IBGE, conforme recomendação do *System of National Accounts* (SNA - 1993) da ONU. Esta metodologia consiste em se considerar o diferencial entre juros recebidos e pagos pelas instituições financeiras aos demais setores da economia, como uma medida da contribuição do sistema financeiro ao valor adicionado total da economia.⁵ Ressalte-se que esta estatística representa apenas a parcela do produto que é apropriada pelas empresas financeiras e portanto exclui, por definição, a parcela recebida pelos rentistas, famílias e empresas do setor produtivo. Conseqüentemente, *a participação do valor adicionado financeiro no produto total não é um bom indicador do grau de financeirização de uma economia, pois representa uma medida da acumulação patrimonial apenas ao nível dos bancos e das demais empresas financeiras.*

⁴ Esta é uma importante diferença com relação ao caso da economia argentina ou de outras hiperinflações clássicas.

⁵ Adiciona-se também a parte correspondente à cobrança por serviços relacionados, como as receitas provenientes de tarifas bancárias. Mas o SIFIM representa mais de 90% do valor adicionado financeiro.

Entre 1947 e 1969, não se observa uma relação positiva ou mesmo uma conexão entre inflação e aumento da participação do valor adicionado financeiro no produto. A economia brasileira, ainda em sua etapa de industrialização, não possuía um sistema bancário-financeiro integrado e dotado da institucionalidade que lhe seria conferida pelo PAEG. Este programa do governo estabeleceu as condições institucionais para as novas regularidades observadas no período 1970-1993, onde as séries compartilham uma tendência estocástica comum. A partir de 1970, quanto maior a taxa de inflação, maior a participação do sistema financeiro no produto total da economia brasileira. Este fato é inclusive reconhecido pelas autoridades monetárias brasileiras. A acumulação bancária e financeira pôde desenvolver-se ao absorver parte considerável dos ganhos inflacionários deste período. *Desta maneira, o RMF dual promovia a acumulação patrimonial e inaugurava a primeira fase da financeirização da economia brasileira. Uma financeirização baseada na moeda indexada e na reprodução das tendências à estagnação e à alta inflação.*⁶

GRÁFICO 6 – INFLAÇÃO E ACUMULAÇÃO FINANCEIRA (1947 – 2006)



FONTE: IBGE, séries do valor adicionado (VA) das instituições financeiras e Fundação Getúlio Vargas (FGV), séries do Índice Geral de Preços – IGP-DI.

NOTA: Os eixos verticais estão em escala logarítmica.

Uma análise econométrica mostra que de fato, no período de vigência do regime monetário-financeiro dual e inflacionista, entre 1970 e 1993, existia uma relação de equilíbrio de longo prazo expressa pela co-integração entre a taxa de inflação e a participação do valor adicionado financeiro no

⁶ Relatório do Banco Central do Brasil sobre as transformações do sistema financeiro brasileiro (1989-2000), disponível no site desta instituição, reconhece que “o quadro inflacionário presente na economia brasileira desde 1960 foi extremamente favorável ao sistema bancário. (...). Elevadas taxas de inflação contribuíram para alavancar a participação do setor financeiro na renda nacional.”

PIB brasileiro. A equação estimada foi especificada da seguinte maneira: $LVAF = \beta_1 + LP \cdot \beta_2 + \varepsilon$ (1), onde $LVAF$ e LP são, respectivamente, os logaritmos naturais do valor adicionado (VA) financeiro como percentagem do produto total e da taxa de inflação, medida pelo índice geral de preços-disponibilidade interna (IGP-DI) da Fundação Getúlio Vargas. A periodização foi efetuada mediante testes de estabilidade estrutural do CUSUM. Os valores das elasticidades por período encontram-se no Quadro 1.

QUADRO 1 – ESTIMATIVAS DA ELASTICIDADE-INFLAÇÃO DO VALOR ADICIONADO PELAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS (1948-1993)

Períodos	Estimativas
[1948-1969]	$\beta_2 = -0,068$
[1970-1993]	$\beta_2 = 0,301$

FONTE: BRUNO (2005).

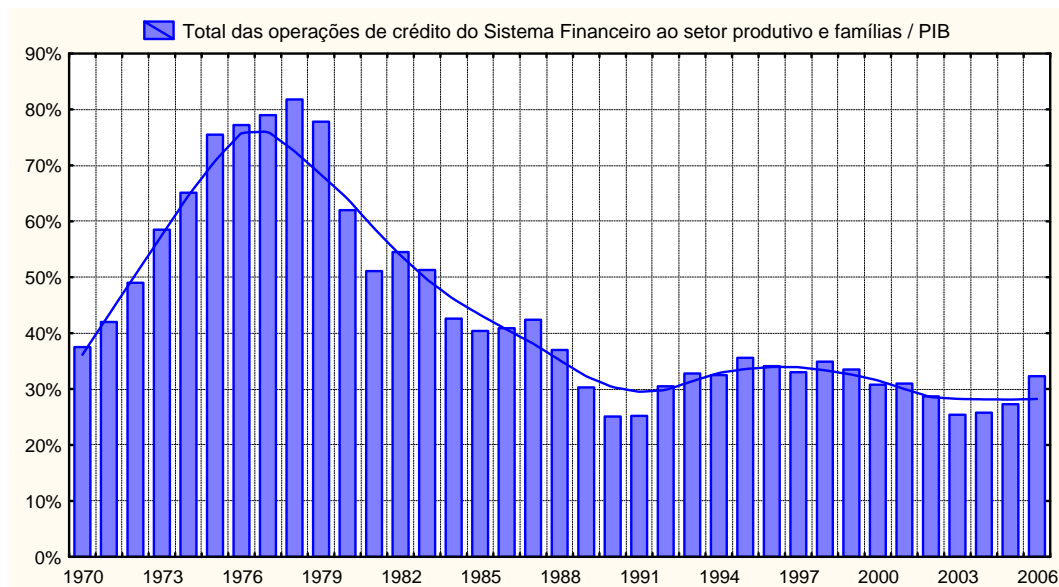
Entre 1948-1969, quando a economia brasileira ainda não dispunha de estruturas bancárias e financeiras suficientemente desenvolvidas, a inflação não podia constituir-se na base para a acumulação bancária e financeira. A elasticidade-inflação do valor adicionado financeiro é muito reduzida e de sinal negativo. Todavia, no período subsequente, 1970-1993, as instituições financeiras já dispunham de um moderno sistema de rede bancárias e de estruturas institucionais favoráveis à expansão deste setor. A elasticidade estimada eleva-se para 0,30. Um aumento de 10% na taxa de inflação expande o valor adicionado financeiro como percentagem do PIB em cerca de 3%. *Considerando-se que este período foi marcado pela alta inflação com forte componente inercial, pode-se compreender como a expansão bancária-financeira foi possível apesar de condições macroeconômicas tão adversas no plano nacional e internacional.*

Ressalte-se que a presença de co-integração entre o processo inflacionário de base inercial e o aumento da participação do valor adicionado no produto total da economia brasileira não deve ser interpretada como uma simples propriedade estatística de variáveis que dividem uma tendência comum. Essa relação de equilíbrio de longo prazo é um resultado de características próprias do RMF vigente entre 1970 e 1993 e, enquanto tal, depende de condições institucionais específicas que emergiram àquela época. Ela expressa um padrão de regularidade macroeconômica induzido pelo modo de regulação e não um caso atípico ou uma distorção, face ao esperado pelas teorias econômicas ortodoxas.

3.1.2 Um RMF à elevada restrição monetária: base da “financeirização por juros” do período pós-liberalização

No período subsequente, marcado pela liberalização comercial e financeira, a acumulação rentista se desenvolverá sobre novas bases institucionais e num ambiente caracterizado por baixa inflação, mas com elevadas taxas reais de juros. Sob a hegemonia do pensamento econômico neoliberal, a economia brasileira redefinirá seu modo de regulação e todas as formas institucionais foram reconfiguradas num prazo relativamente rápido. Essa nova arquitetura institucional permitiu que os ganhos inflacionários fossem substituídos pelos ganhos provenientes dos ativos de renda fixa conectados à dívida pública.

GRÁFICO 7 – EVOLUÇÃO DO VOLUME DE CRÉDITO COMO PERCENTAGEM DO PIB (1970-2006)



FONTE: Ipeadata.

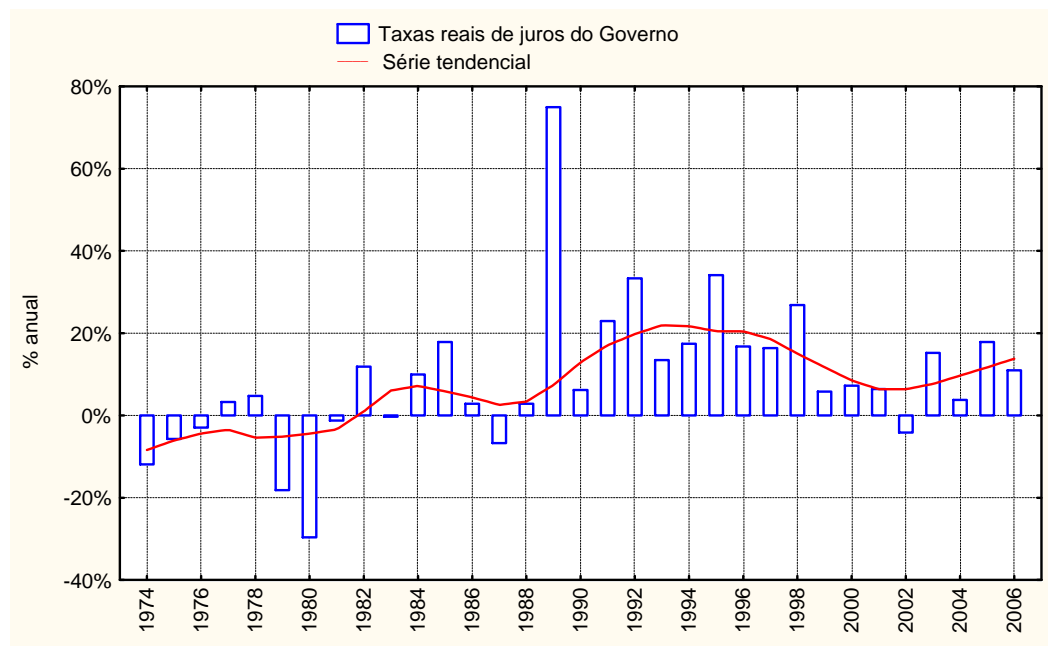
NOTA: Valores das operações de crédito foram deflacionadas pelo IGP-DI (média de 2006 = 100). O PIB real pelo deflator implícito do produto (2006=100).

O Plano Real fora bem-sucedido em reduzir as altas taxas de inflação, mas a combinação de liberalização financeira e comercial com elevado endividamento da economia brasileira, levou a uma forte pressão por taxas reais de juros extremamente elevadas pelos padrões internacionais. *Um dos resultados foi a rápida expansão do rendimento financeiro real acumulado, elevando o peso político do capital financeiro e dos rentistas frente às decisões do Estado brasileiro em matéria de política econômica e das prioridades nacionais.* Operava-se então uma transição forçada para um novo padrão de acumulação financeira, que não seria possível sem que um conjunto de transformações estruturais tivesse sido deliberadamente promovido pelo Estado brasileiro. Sob condições de democracia política e sob pressão das ideologias pró-globalização, nos anos 90, o novo modo de regulação brasileiro

encontrava suas condições de estabilidade institucional. Sua coerência macroeconômica vinculava-se agora a uma inserção de tipo neoliberal no regime internacional e no impulso que a acumulação patrimonial recebia do RMF à elevada restrição monetária. Uma característica que pode ser constatada pela reduzida participação das operações de crédito no PIB brasileiro, descrita no Gráfico 7.

Neste contexto, as promessas dos economistas ortodoxos e neoliberais pautavam-se no argumento de que os regimes de crescimento do período de substituições de importações haviam gerado várias distorções de ordem estrutural e macroeconômica. Tais distorções responderiam pelas tendências à estagnação e à alta inflação que marcaram os anos 80. Conseqüentemente, a liberalização comercial e financeira, conjugada com as reformas estruturais (privatizações, reestruturação industrial; reforma do Estado, etc.), possibilitariam, como um resultado necessário, a retomada do processo de crescimento e de desenvolvimento econômicos. *O argumento reservava à poupança externa um papel-chave para o financiamento do investimento produtivo no país. Mas a abertura comercial e financeira, acopladas às reformas estruturais foram, contudo, incapazes de proporcionar as condições para um novo ciclo de crescimento econômico sustentado.*

GRÁFICO 8 – TAXAS REAIS DE JUROS DO GOVERNO (1974-2006)



FONTE: Banco Central do Brasil.

NOTA: As séries correspondem às taxas reais de juros, calculadas pela Equação de Fisher: $r = [(1 + i) / (1 + p)] - 1$; onde r , i e p são, respectivamente, a taxa real de juros, a taxa nominal de juros e a taxa de inflação medida pelo índice geral de preços - IGP da Fundação Getúlio Vargas

De fato, a economia brasileira terminou por prolongar as tendências à estagnação do produto que marcaram a década de 1980, mas agora sob baixa inflação e taxas reais de juros que elevam

sobremaneira o custo de uso do estoque de capital fixo produtivo disponível. Tão pouco se realizaram as promessas de que os investidores institucionais iriam espontaneamente impulsionar a base produtiva a partir das privatizações. Dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – Abrapp mostram que os ativos de renda fixa representam 65,4% do total das aplicações dos fundos de pensão, enquanto os de renda variável ficam com menos da metade desse valor. Em consequência, essa poupança proveniente dos salários e gerida pelos investidores institucionais permanece muito pouco conectada às atividades produtivas.

As evidências empíricas sugerem que *a renda de juros substituiu os ganhos inflacionários enquanto base da acumulação patrimonial e do processo de financeirização da economia brasileira. Um padrão de financeirização sob alta inflação seria deslocado por outro, agora, sob alta taxa reais de juros e liberalização da conta de capital.* Essa mudança de comportamento das taxas de juros fixadas pelo Banco Central do Brasil pode ser atestada pelo Gráfico 8. No período pós liberalização, as taxas reais de juros permanecem em patamares muito elevados, comparativamente ao período 1974-1988, provocando uma forte transferência de renda da sociedade para os segmentos rentistas e detentores dos títulos da dívida pública e privada brasileiras.

3.1.3 A renda financeira enquanto renda de juros

Ao distinguir lucros empresariais de retornos provenientes de ativos financeiros, a definição de renda financeira utilizada nesta análise é similar à proposta em EPSTEIN e JAYADEV (2005). Consequentemente, são excluídos os dividendos de empresas não-financeiras. Não são incluídos os ganhos de capital, em razão da dificuldade de obtenção de séries históricas completas e de boa qualidade. *A renda financeira será definida como o fluxo total de juros reais recebidos pelo sistema bancário-financeiro, pelas empresas não-financeiras, famílias e rentistas. Trata-se de uma “rentier income”, porquanto proveniente da renda de juros sobre o capital.* Esta definição está coerente com o padrão de acumulação financeira observado no Brasil, onde os títulos de renda fixa (aplicações em títulos públicos e privados remunerados por juros) possuem a maior participação nos ativos financeiros totais, reduzindo a atratividade do mercado de capitais (renda variável ou ações) e contribuindo para sua atrofia.

Em sua primeira coluna, a Tabela 1 mostra a renda financeira correspondente ao fluxo total de juros reais recebidos pelo sistema bancário-financeiro brasileiro e sua repartição. Na segunda coluna, encontra-se o fluxo total de juros pagos às famílias e às empresas não-financeiras. Na terceira coluna, tem-se a parcela correspondente ao montante efetivamente apropriado pelas empresas financeiras.

Essas variáveis foram tomadas em percentagens do PIB. Observe-se que a parcela média paga pelo sistema bancário-financeiro brasileiro (SF) aos rentistas (famílias e empresas não-financeiras) chega aos 22,2% da renda disponível bruta no período 1993-2005. É uma cifra surpreendente, comparativamente à parcela dos juros apropriados pelo SF, que se mantém em uma média de 7,1% no mesmo período.

TABELA 1 – REPARTIÇÃO DA RENDA DE JUROS EM PERCENTAGEM DA RENDA DISPONÍVEL BRUTA (1993-2005)

Ano	Total de renda de juros recebida pelo SF	Parcela paga às famílias e empresas não-financeiras pelo SF	Parcela apropriada pelo SF
1993	38,2%	10,0%	28,2%
1994	33,0%	20,4%	12,5%
1995	29,0%	23,3%	5,7%
1996	21,8%	17,0%	4,8%
1997	20,2%	15,6%	4,6%
1998	23,8%	19,1%	4,7%
1999	43,8%	39,4%	4,4%
2000	19,2%	15,5%	3,7%
2001	30,9%	26,2%	4,7%
2002	36,2%	30,9%	5,2%
2003	30,6%	24,7%	5,8%
2004	27,8%	23,0%	4,8%
2005	27,3%	23,9%	3,5%
Média	29,4%	22,2%	7,1%

FONTE: IBGE-Coordenação de Contas Nacionais.

NOTA: SF = Sistema Bancário-Financeiro Brasileiro.

4. As consequências da financeirização sobre a geração de emprego e de renda

O Quadro 2 apresenta uma periodização da economia brasileira com base na estimação, por análise de co-integração, da relação $N = c_1 + c_2 \cdot (uK_{prod}) + e$ (2), onde N é o nível geral de emprego e (uK_{prod}) é o estoque de capital fixo produtivo ponderado pela taxa de utilização da capacidade produtiva instalada. (ε) é a elasticidade do nível geral de emprego às variações do estoque de capital fixo produtivo em uso. As variáveis foram tomadas em logaritmo natural. Os períodos foram identificados também pelos testes de estabilidade do CUSUM, permitindo a detecção de três diferentes regimes de crescimento e acumulação de capital.

O período 1950-1980 destaca-se por apresentar as maiores taxas de acumulação de capital fixo produtivo e de geração de postos de trabalho. O PIB per capita (PIBpc) apresentou uma taxa média de expansão de 4,51% ao ano, e o nível geral de emprego expandiu-se a 3,06%, portanto, num ritmo mais de duas vezes superior ao encontrado no período de liberalização comercial e financeira. No segundo

período, 1984-1993, a performance da economia brasileira avaliada pela dinâmica dessas variáveis é nitidamente inferior à precedente. Os testes econométricos mostraram a ausência de uma relação de equilíbrio de longo prazo entre (N) e (u.Kprod). Este fato pode estar ligado às tendências macroeconômicas e estruturais dos anos 80, caracterizados pela vigência de um *regime de crise*, onde o desenvolvimento da acumulação bancária e financeira processava-se às expensas da acumulação de capital produtivo. *De um ponto de vista teórico, as transformações estruturais observadas são ainda insuficientes para produzir uma alteração significativa dos parâmetros do modo de regulação, mas já está em curso o processo de financeirização baseada nos ganhos inflacionários.* Tudo se passa como se a economia brasileira funcionasse sob as mesmas configurações institucionais do período de alto crescimento econômico, exceto pelo fato de que o Estado deixara de ser a forma institucional hierarquicamente superior (FIHS),⁷ cedendo esta posição para o RMF na arquitetura institucional que define o modo de regulação. As razões para a mudança de hierarquia institucional encontram-se tanto na progressiva perda de autonomia do Estado, em face de um endividamento público crescente, quanto na forte ingerência do capital financeiro nacional e internacional sobre a política econômica e sobre as prioridades da administração pública central.

QUADRO 2 – CAPITAL FIXO PRODUTIVO, PIB PER CAPITA, POPULAÇÃO E EMPREGO – TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO POR PERÍODO E ELASTICIDADES DE LONGO PRAZO (1950-2005)

Variáveis Períodos	u.Kprod	PIB _{pc}	POP	PIA	N	$\varepsilon_{N; .Kprod}$
[1950-1980]	9,42%	4,51%	2,80%	2,89%	3,06%	0,3479
[1984-1993]	2,99%	0,89%	1,93%	2,41%	2,42%	sem relação de ELP
[1996-2005]	1,86%	0,72%	1,49%	2,00%	1,33%	0,7379

FONTE: Cálculos próprios a partir das séries do IBGE e MARQUETTI (2000).

NOTA: u.Kprod = Capital fixo produtivo em uso; PIB_{pc} = Produto interno bruto per capita; POP = População total; PIA = População em idade ativa; N = Nível geral de emprego, incluindo os trabalhadores independentes; $\varepsilon_{N; .Kprod}$ = Elasticidade-capital fixo produtivo em uso do emprego. ELP = Equilíbrio de longo prazo dado pela relação de co-integração.

No terceiro e último período identificado pelos testes de estabilidade estrutural, 1996-2005, o desempenho macroeconômico é ainda pior do que o do segundo período. A taxa de acumulação de capital fixo produtivo em uso mantém-se em uma média anual de apenas 1,86%, enquanto o nível geral de emprego expande-se a uma taxa média de 1,33% e, portanto, abaixo da expansão média da população em idade ativa - PIA (2,0% anuais). Observe-se que o crescimento da população brasileira

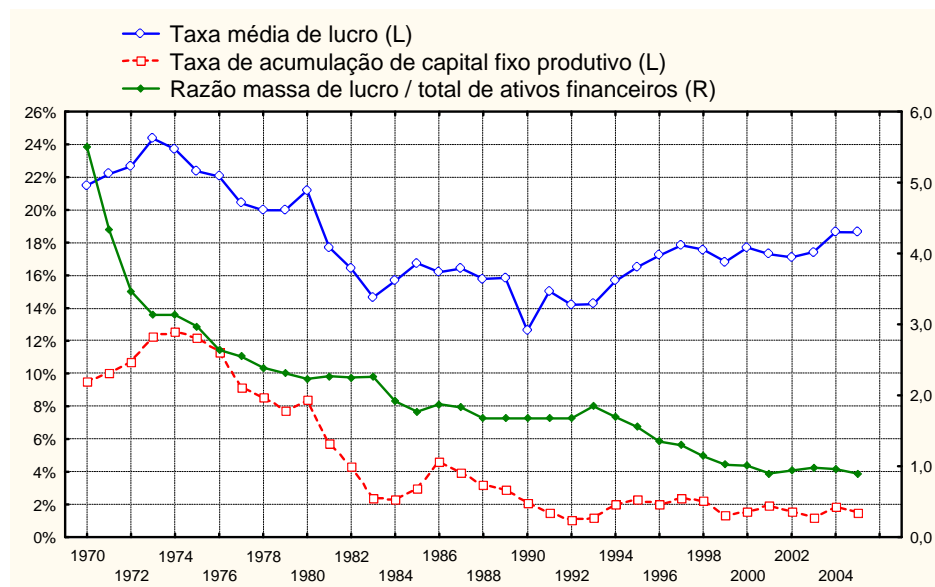
7. Segundo BOYER (1998), uma forma institucional é definida como FIHS se for capaz de impor restrições estruturais quanto à configuração das outras formas institucionais.

no primeiro período (1950-1980) dera-se num ritmo duas vezes superior ao do período pós-globalização (cerca de 3,0% anuais), mas o PIB per capita expandia-se a um ritmo de 4,5% anuais. Este fato desafia as atuais interpretações neomalthusianas dos problemas sociais e econômicos brasileiros. Outra característica relevante por suas conseqüências macroeconômicas refere-se às elasticidades-estoque de capital do emprego. No terceiro período, a elasticidade mais do que dobra em relação ao valor estimado para o período de vigência do modo de desenvolvimento por substituição de importações, passando de 0,35, entre 1950-1980, para 0,74 entre 1996-2005. Isto significa que sob o atual padrão de financeirização do período pós-liberalização, o emprego mostra-se muito mais dependente da evolução do estoque de capital produtivo desta economia. Uma expansão de 1% no estoque de capital fixo produtivo em uso (u.Kprod) tenderia a elevar o nível geral de emprego em cerca de 0,74%.

5. Um regime de acumulação bloqueado pelas finanças

Um dos efeitos diretos da financeirização é a elevação das taxas esperadas de retorno dos projetos de investimento, já que a rentabilidade de referência está centrada, não nos setores diretamente produtivos, mas no setor financeiro. Conseqüentemente, inúmeros projetos cujos impactos seriam relevantes do ponto de vista social e do desenvolvimento econômico nacional podem ser descartados se suas taxas de retorno e de risco são avaliadas como não satisfatórias pela acumulação patrimonial.

GRÁFICO 9 – LUCRO, ACUMULAÇÃO PRODUTIVA E RAZÃO MASSA DE LUCRO / ATIVOS FINANCEIROS (1970-2005)



FONTE: Cálculos próprios a partir das séries do IBGE.

No Gráfico 9, a razão massa de lucro/ ativos financeiros é uma proxy da parcela da poupança das empresas (lucros não-distribuídos aos proprietários de capital) que está sendo alocada em ativos financeiros e não se destina aos investimentos produtivos. Consequentemente, a queda persistente deste indicador pode estar expressando a vigência de um processo de financeirização da poupança das empresas. Considerando-se as tendências de longo prazo, a taxa de lucro e a taxa de acumulação de capital permaneceram sob correlação positiva até inícios dos anos 90 e acompanharam de uma maneira geral, a queda da razão lucro/ativos financeiros. Isto porque os capitais buscam defensivamente formas de valorização alternativas às imobilizações produtivas. Com o aprofundamento da liberalização, a taxa de acumulação de capital produtivo atinge o seu nível mais baixo de toda a série, precisamente quando a razão lucro/ ativos financeiros também atinge seu patamar mais baixo. *Um fato inusitado nesta fase de globalização da economia brasileira é que a recuperação da taxa média de lucro não é capaz de impulsionar a acumulação produtiva que permanece estagnada num patamar abaixo de 2% ao ano.*

Segundo dados do Banco Central do Brasil, os saldos dos investimentos em carteira observados a partir da liberalização financeira não têm precedentes históricos no Brasil. As cifras atingem o patamar médio de 5 bilhões de dólares trimestrais nos anos 90, isto significa praticamente 100 vezes a média vigente na década de 70. Quanto aos investimentos diretos estrangeiros, a forte entrada nos anos 90 deveu-se às privatizações e concentraram-se principalmente no setor serviços e desta forma, pouco impactaram na expansão da capacidade produtiva (CARNEIRO, 2002; GONÇALVES, 2003). Conseqüentemente, não alteraram o padrão de estagnação da taxa de acumulação de capital fixo produtivo na economia brasileira.

Quanto ao recente crescimento das exportações brasileiras, trata-se de um resultado em grande parte provocado pelo aumento da demanda externa pelas *commodities* brasileiras e por uma substituição do consumo doméstico pelas vendas ao exterior. Como o RMF à elevada restrição monetária mantém baixo o consumo final das famílias, as empresas voltam-se para os mercados externos. No período 1999-2005, apesar da participação das exportações no PIB ter crescido a 9% ao ano, a participação do consumo final tem caído a um ritmo de -1,3% ao ano, a partir de cálculos com as séries disponibilizadas pelo Ipeadata. O valor da elasticidade de curto prazo do PIB brasileiro com relação às exportações de bens e serviços é de fato muito baixo (0,06)⁸. Um crescimento de 1% nas exportações brasileiras leva a um aumento de apenas 0,06% no Produto Interno Bruto. Por outro lado, os gastos do governo e o investimento permanecem estagnados em torno de 20% do produto total.

⁸ Por economia de espaço, os detalhes dos testes não serão explicitados.

Uma explicação para o baixo dinamismo da economia brasileira, apesar de seu bom desempenho exportador e da estabilidade de preços, pode ser encontrada a partir de uma análise dos determinantes da taxa média de lucro empresarial. Estes últimos podem ser explicitados com base na repartição do produto pela ótica das remunerações. Considerando-se que o produto (Y) é apropriado sob a forma de lucro empresarial líquido (Π), renda de juros (F), salários (W) e arrecadação fiscal líquida (T), tem-se que $Y = \Pi + F + W + T$ (1). Dividindo-se (1) por Y , chega-se à $\Pi = Y(1 - F^s - W^s - T^s)$ (2), em que F^s é a carga financeira total em juros sobre o produto, base da financeirização usurária, característica da economia brasileira atual; W^s é a parcela salarial e T^s é a carga fiscal líquida. Dividindo-se agora ambos os membros pelo estoque de capital fixo produtivo K e considerando-se que a parcela salarial W^s é igual a razão entre o salário médio real (w) e a produtividade do trabalho, tem-se que: $\frac{\Pi}{K} = \frac{Y}{K} \cdot [1 - F^s - \frac{W}{Y} - T^s]$. Mas como $\frac{W}{Y} = \frac{N \cdot r_w}{Y}$ (3), onde

N é o nível geral de emprego, a taxa média de lucro empresarial (r_e) será dada por:

$$R_e = Pr_K \cdot \left[1 - \frac{w}{Pr_L} - F^s - T^s \right] \quad (4).$$

A equação (4) apresenta a taxa média de lucro empresarial líquida como uma função da produtividade do capital (Pr_K), da carga financeira em juros (F^s), do salário médio real (w), da produtividade do trabalho (Pr_L) e da carga fiscal líquida (T^s). Embora algebricamente simples, as implicações empíricas dessa relação são complexas e fundamentais tanto do ponto de vista micro quanto macroeconômico. A taxa média de lucro surge diretamente relacionada com a produtividade da economia, que por sua vez reflete não apenas as características do sistema sócio-técnico de produção vigente, mas também as particularidades do modo de regulação. Dadas a carga financeira e a carga fiscal líquida, a taxa de lucro será tão mais alta quanto maiores forem as produtividades do capital e do trabalho e menor for o salário médio real. Esta equação pode então revelar o conflito distributivo entre capital produtivo, capital financeiro, setor público e trabalho, num contexto de aprofundamento do caráter concorrencial da relação salarial.

O Quadro 3 exhibe os valores dessas variáveis para o caso brasileiro. Entre 1990 e 2005, a parcela salarial reduziu-se em 30% do valor que apresentava em 1990, enquanto a produtividade do trabalho elevou-se em 22%. A carga fiscal líquida expandiu-se em 26%, em resposta às pressões dos mercados financeiros sobre as finanças públicas. Com relação à carga financeira em juros, optou-se por manter os dados em percentuais, porque o período 1990-1992 é atípico em razão do Plano Collor (1990) de estabilização monetária, pois teríamos uma base muito baixa para os índices dessa variável. Em sua tentativa de derrubar a inflação inercial brasileira, o Governo daquela época determinou a

indisponibilidade de 80% de todos os ativos bancários e financeiros, através dos quais o RMF dual e inflacionista se reproduzia. Um dos resultados foi a quase zeragem da carga financeira nesses três anos iniciais, além da brutal recessão de mais de 4% do PIB no ano de 1990. Ressalte-se o enorme patamar de 29% da carga financeira em juros sobre o produto, entre 1993 e 2005, base do atual processo de financeirização usurária.

Segundo AGLIETTA (2001), o atual desenvolvimento dos mercados financeiros liberalizados tem impulsionado o enriquecimento privado sem encorajar o investimento produtivo. Mas o vetor principal do aumento da riqueza não tem sido a produção de bens e serviços novos, já que a taxa de crescimento da produção baixou. Consequentemente, as finanças não são neutras, mesmo no longo prazo, porque elas influenciam a alocação da poupança entre suas formas produtiva e improdutivo. A poupança investida nas transferências de propriedade sobre os ativos existentes é improdutivo, pois não se destina ao financiamento dos investimentos das empresas. Em geral, os mercados financeiros proporcionam diversos produtos e serviços que não só respondem à busca de alternativas às imobilizações no setor produtivo, mas funcionam de modo aparentemente paradoxal. Por um lado facultam o acesso a recursos financeiros que possibilitariam a expansão do investimento produtivo, mas de outro, e a depender das especificidades do RMF vigente, proporcionam também o acesso a ativos imateriais que permitem adiá-lo por tempo, a priori, indeterminado. Esta segunda modalidade implica numa alocação improdutivo da poupança das empresas e das famílias ou em sua financeirização.

QUADRO 3 – DETERMINANTES DA TAXA MÉDIA DE LUCRO EMPRESARIAL NA ECONOMIA BRASILEIRA (1990-2005)

Ano	R_e	Pr_K	w	Pr_L	$W^s = \frac{w}{Pr_L}$	$F^s (\%)$	T^s
1990	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	0,1	100,0
1991	113,7	99,2	92,6	100,1	92,6	0,1	87,5
1992	109,3	99,8	95,6	99,0	96,6	0,2	86,8
1993	3,5	99,2	103,0	103,1	99,9	37,4	89,5
1994	26,5	100,4	95,1	108,0	88,1	32,6	103,4
1995	43,6	99,5	93,1	111,3	83,6	28,7	100,2
1996	62,7	101,3	98,2	117,1	83,9	21,5	103,2
1997	70,1	100,8	98,2	120,6	81,4	19,9	103,0
1998	61,1	100,0	98,9	119,6	82,7	23,3	96,9
1999	6,6	100,5	95,4	117,1	81,4	42,4	108,2
2000	73,5	101,4	93,1	117,4	79,3	18,6	110,9
2001	40,1	101,8	93,8	120,6	77,8	29,9	122,6
2002	25,4	104,0	90,4	119,4	75,7	35,0	132,2
2003	43,5	102,4	88,5	118,2	74,8	29,7	125,8
2004	47,2	103,2	87,1	121,8	71,5	30,3	124,1
2005	56,2	102,4	85,5	122,0	70,1	27,3	126,3

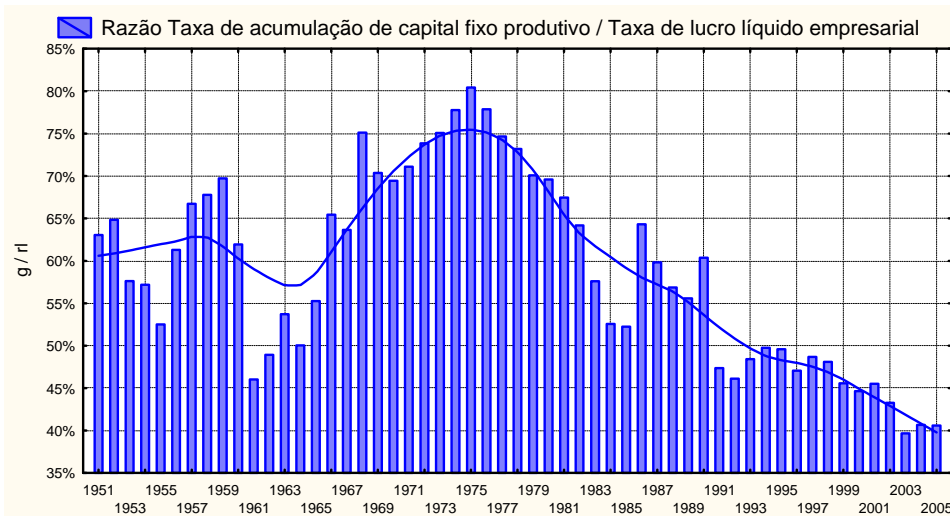
FONTE: Cálculos próprios.

Para se investigar essa problemática no caso brasileiro, pode-se partir da razão entre a taxa de acumulação produtiva e a taxa média de lucro empresarial líquido ($\frac{g_e}{r_l}$), que corresponde à parcela do

lucro líquido empresarial que foi efetivamente investida: $\frac{g_e}{r} = \frac{\frac{INV}{K}}{\frac{\Pi}{K}} = \frac{INV}{\Pi}$ (5). Trata-se da parte dos

lucros retidos que não foram consumidos nem convertidos em ativos financeiros, pois foram destinados à formação de capital fixo. O Gráfico 10 registra a evolução de longo prazo da relação (5). A proporção investida dos lucros ultrapassa os 80% no ano de 1975, no auge do “milagre econômico brasileiro”, mas desde então entra em uma trajetória persistente de queda tendencial, atingindo o valor de 41% no ano de 2005.

GRÁFICO 10 – PROPORÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO EMPRESARIAL INVESTIDO EM FORMAÇÃO DE CAPITAL FIXO PRODUTIVO (1951-2005)



FONTE: IPEADATA e MARQUETTI (2003)

Nesta etapa da análise, a influência da renda financeira em juros e da taxa de lucro líquido sobre o comportamento da taxa de acumulação de capital fixo produtivo pode ser verificada. Para isso foi estimada a seguinte relação: $g = \beta_0 + \beta_1.r + \beta_2.\Phi + \varepsilon$ (6), onde g , r e Φ são, respectivamente, a taxa de acumulação de capital fixo produtivo líquido, a taxa de lucro empresarial e a participação dos ativos financeiros (estoque de riqueza financeira) na renda disponível bruta, utilizada como um indicador de financeirização. Por economia de espaço, os detalhes dos testes são omitidos e o Quadro 4 exhibe os principais resultados. Nos dois períodos, o teste de Johansen revelou que as variáveis co-

integram e então foram estimados os respectivos mecanismos de correção de erro que fornecem as elasticidades de curto prazo.

QUADRO 4 – ELASTICIDADES DE LONGO E DE CURTO PRAZOS DA RELAÇÃO ENTRE ACUMULAÇÃO, LUCRO E RENDA FINANCEIRA (1950-2005)

Variável dependente: g		r	Φ		constante	
[1970-1989]		1,884273 (30,9965)	0,042966 (1,13177)		-4,230419	
[1994-2005]		0,013839 (0,05356)	-0,188478 (-2,36320)		5,009141	
Mecanismo de Correção de Erros (MCE)						
D(g)	CointEq1	D(g ₋₁)	D(r ₋₁)	D(Φ ₋₁)	constante	\bar{R}^2
[1970-1989]	-1,117055 (-2,06607)	0,330008 (1,11726)	-0,583925 (-0,85047)	0,283794 (1,53082)	-0,050130 (-2,29075)	0,38
[1994-2005]	-0,848009 (-6,57251)	-0,512012 (-2,17915)	1,203683 (2,92804)	0,539364 (2,99327)	-0,041864 (-2,50312)	0,80

NOTA: Os períodos foram identificados através dos testes de estabilidade estrutural do CUSUM e CUSUMSQ.

O período 1970-1989 inclui o apogeu e a crise do “milagre brasileiro”, tornada explícita a partir de 1974, mas também a primeira fase de financeirização por inflação. No que concerne às elasticidades de longo prazo, o coeficiente relativo ao termo que capta a financeirização não é estatisticamente significativo, mas sim o do coeficiente da taxa de lucro empresarial, revelando uma elevada elasticidade-lucro da taxa de acumulação de capital fixo produtivo. Ressalte-se que este resultado é coerente com o fato dessas variáveis permanecerem em correlação positiva até o início das mudanças estruturais dos anos 90. No segundo período, 1994-2005, lucro e acumulação se desconectam e o coeficiente relativo à taxa de lucro não é mais estatisticamente significativo, mas sim o coeficiente relativo ao indicador de financeirização que é negativo. Um aumento de 10% da riqueza financeira como percentagem da renda disponível bruta deprime a taxa de acumulação produtiva em cerca de 2%. Embora o valor dessa elasticidade não seja elevado, este resultado deve ser interpretado juntamente com o fato da taxa de acumulação de capital fixo produtivo ter perdido sua sensibilidade à taxa de lucro, nesta especificação de longo prazo.

6. Considerações finais: os descaminhos da política econômica e as possibilidades de reformas institucionais

A economia brasileira destaca-se pelo seu pioneirismo na emergência de um processo de financeirização com características muito peculiares. Um padrão de financeirização por inflação nos

anos 80 e depois por juros, no período de globalização. Em ambos os casos a autonomia da política econômica reduziu-se drasticamente em razão da hegemonia das finanças e da influência dos rentistas sobre a forma institucional do Estado. Também em ambos os casos, o regime de crescimento se caracteriza por seu baixo dinamismo. O setor bancário-financeiro e os rentistas se apropriam de frações muito elevadas da renda nacional, em detrimento da acumulação de capital produtivo e da expansão do emprego e dos salários. Há de fato um problema estrutural maior, pois o ritmo de acumulação de capital fixo produtivo tem permanecido aquém do necessário a uma expansão das relações salariais que seja compatível com o crescimento da força de trabalho. Sua taxa média de crescimento parece tão somente acompanhar a lenta expansão da demanda agregada provocada exogenamente pelo crescimento da população total. Esta é uma das razões para a quase estagnação do produto per capita.

A política econômica de regime está centrada nos equilíbrios macroeconômicos de curto prazo e monitorada pelas expectativas dos mercados financeiros globalizados. Neste sentido, ela legitima e reproduz as regularidades macroeconômicas que tornam a alocação financeira dos capitais muito mais atrativa do que a alocação diretamente produtiva. Por isso a credibilidade do regime de política econômica foi restaurada mesmo sob um governo suposto de oposição. Todavia, em face da enorme concentração de riqueza e do fato da renda financeira ser apropriada principalmente por reduzida parcela da população, os efeitos deste padrão de financeirização sobre o consumo final não são significativos no nível agregado. O regime de demanda resultante torna-se então incompatível com uma retomada forte e sustentada do crescimento econômico. As possibilidades de reformas institucionais que superem essas restrições estruturais existem, mas dependem fundamentalmente de um novo projeto de nação que articule as forças políticas em prol de um novo modo de regulação, que possa ser a base de um regime de crescimento mais consentâneo com as reais necessidades da sociedade brasileira.

Bibliografia

AGLIETTA, Michel. (1999) *La globalisation financière*. Éditions La Découverte, collection Repères, Paris.;

_____. *Macréconomie financière*. vol 1 et 2, La Découverte, Paris, 2001;

ALVES, José Eustáquio D. e BRUNO, Miguel (2006). *População e Crescimento Econômico de Longo Prazo no Brasil: como aproveitar a janela de oportunidade demográfica ?*. XV Encontro Nacional de Estudos Populacionais, Tema Central: Desafios e Oportunidades do Crescimento Zero -18 a 22 de setembro de 2006, Caxambu- MG, Brasil;

BELLUZZO, Luiz Gonzaga e ALMEIDA, Júlio Gomes de (2002). *Depois da queda – a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Ed.Civilização brasileira. Rio de Janeiro.

- BOYER, Robert (2004). *Théorie de la régulation. 1. Les fondamentaux*. La Découverte. 2004;
- _____. *La croissance, début de siècle: de l'octet au gène*. Éditions Albin Michel Économie, 2002;
- _____. *Deux défis pour le XXI^e siècle: discipliner la finance et organiser l'internationalisation*. CEPREMAP n° 2000-08, Paris, 2000.
- _____. *Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis*. Economy and Society. Volume 29 number 1 february 2000 ;
- _____. *La politique a l'ere de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches regulationnistes*. CEPREMAP, Paris, 1999.
- _____. *Le lien salaire-emploi dans la Théorie de la Régulation: autant de relations que de configurations institutionnelles*. CEPREMAP, n° 9814, septembre 1998.
- BOYER, Robert., Miotti, L.E. e Quenan, C (1997). *Transformation des Regimes d'Accumulation et Modes de Régulation : un bref survol de 20 années de recherches sur l'Amérique Latine*. Canevas de L'Exposé pour le Seminaire « Théorie de la Régulation et Économie du Développement. ». juillet 1997.
- BRUNO, M (2006). *Lucro, acumulação de capital e crescimento econômico sob finanças liberalizadas: o caso brasileiro*. In « Perspectivas para a Economia Brasileira : Inserção Internacional e Políticas Públicas. Organizadores : Léo da Rocha Ferreira, Luiz Fernando de Paula e Milton Assis, EDUERJ, setembro, 2006;
- _____. (2005). *Macroanálise, regulação e o método - Uma alternativa ao holismo e ao individualismo metodológicos para uma macroeconomia histórica e institucionalista*. Revista de Economia Política, Volume 25, n° 4 (100), pp. 337-356 outubro-dezembro/2005;
- _____. (2005). *Croissance économique, changements structurels et distribution : les transformations du régime d'accumulation au Brésil – une analyse regulationniste*. Thèse de doctorat en cotutelle EHESS- Paris et IE/UFRJ, mars 2005;
- CAFFE, Ricardo (2005). *Cycles de croissance financiarisés en Amérique Latine depuis les années 1970 : l'économie brésilienne entre le cycle du « miracle » économique et le cycle stagnant (1967-2001)*. Thèse de doctorat. Université de Paris XIII. Décembre 2005;
- CARNEIRO, Ricardo (2002). *Desenvolvimento em crise: A economia brasileira no último quarto do século XX*. Editora Unesp/UNICAMP. São Paulo.
- CASTRO, A. B. de e SOUZA, F. E. P. (2004) *A economia brasileira em marcha forçada*. 3^a edição. Ed. Paz e Terra/Santa Efigênia, São Paulo;
- CHESNAIS, François (2003). *La théorie du regime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations*. Forum de la Régulation. Paris.
- COLLETIS, Gabriel (2005). *Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation. Recherche & Régulation*. Working papers, september 2005.
- CORIAT, Benjamin. *Moves towards finance-led capitalism : the French case*;
- CORIAT, Benjamin. e SABOIA, João (1988). *Regime de acumulação e relação salarial no Brasil: um processo de fordização forçada e contrariada*. Porto Alegre, Ensaios FEE, 1988.

CORIAT, Benjamin. SABOIA, João e BRUNO, Miguel (2002). *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.

DIAWARA, Hawa (2006). *Monnaie, valorisation rentière du capital et dynamique du marché du travail dans l'économie brésilienne*. Thèse de doctorat, Université de Paris III.

EPSTEIN, Gerald (2001). *Financialization, rentier interests and Central Bank Policy*. PERI Conference on "Financialization of the World Economy", December 7-8.

EPSTEIN, Gerald A., GINTIS, Herbert M.(1995). *Macroeconomic polity after the conservative era-studies in investment and finance*. Cambridge University Press;

EPSTEIN, Gerald A. and JAYADEV, Arjun (2005). *The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity*. In *Financialization and the World Economy*, edited by Gerald Epstein of the Political Economy Research Institute. Forthcoming from Edward Elgar, spring;

GONÇALVES, Reinaldo (2003). *A herança e a ruptura: cem anos de historia econômica e propostas para mudar o Brasil*. Garamond, Rio de Janeiro ;

HARRIBEY, Jean-Marie (2003). *Le régime d'accumulation financière est insoutenable socialement et écologiquement*, in J-M Harribey et Michael L »owy, *Capital contre nature*, Paris, PUF, Actuel Marx Confrontation, p. 109-121 ;

KRIPPNER, Greta R (2005) *The financialization of the American economy*, *Socio-Economic Review*, 173-208 ;

MARQUES-PEREIRA, Jaime (2003). *L'aléa moral de la souveraineté monétaire em Amérique Latine ou le voile du conflit distributif*. Cadernos PROLAM/USP. Ano 02. V.02 .Nº. 4.

_____. *Cycle économique, politique monétaire et répartition*. Colloque Régulation sociale et Développement- Spécificités et enseignements du cas brésilien. Septembre, 2004.

MARQUETTI, Adalmir(2003). *Nota metodológica sobre as informações estatísticas utilizadas na análise do padrão de progresso técnico na economia brasileira, 1950-1998*. Instituto de Economia/ PUC-RS, 2003.

PETIT, Pascal (2003). *On growth regimes in a pos fordist era*. CEPREMAP. July, 2003.

POCHMANN, Márcio et al. (2004). *Atlas da Exclusão Social - Os Ricos no Brasil*, vol. 3. Editora Cortez, SP;

SALAMA, Pierre (2000). *Do produtivo ao financeiro e do financeiro ao produtivo na Ásia e na América Latina*. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política nº6. Rio de Janeiro, junho, 2000;

STOCKHAMMER, Engelbert (2004). *Financialization and the slowdown of accumulation*. *Cambridge Journal of Economics* 2004, 28, 719-741;

THÉRET, Bruno (1998). *Estado, Economia Pública e Regulação: Uma visão critica das intervenções econômicas do Estado*. Editora Universa / UCB, Brasília.

This document was created with Win2PDF available at <http://www.daneprairie.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.