

FINANCE-LED GROWTH REGIME NO BRASIL: ESTATUTO TEÓRICO, EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E CONSEQUÊNCIAS MACROECONÔMICAS

Miguel Bruno (IPEA-UERJ)
Hawa Diawara (UERJ)
Eliane Araújo (IPEA)
Anna Carolina S. Reis (IPEA)
Mario Rubens (IPEA-UFF)

Resumo

O artigo propõe uma análise do padrão de crescimento econômico do Brasil no período pós-liberalização, destacando o relacionamento entre finanças e acumulação de capital fixo produtivo. Entre os resultados encontrados, destaca-se a existência de um regime do tipo *finance-led growth* no período 2004-2008, sob condições estruturais e conjunturais de um processo de financeirização (*financialization*) muito específico. Inicia-se com um *survey* da literatura internacional sobre o tema, procurando-se mostrar a relevância deste conceito para a compreensão dos problemas da economia brasileira atual. Em seguida, é apresentado um panorama histórico sobre as transformações estruturais que permitiram o desenvolvimento de regimes financeirizados. O trabalho termina com uma análise empírica para o caso brasileiro, a partir de indicadores macroeconômicos selecionados.

Palavras-chave: Financeirização, Regime de crescimento, Economia brasileira, Sistema financeiro brasileiro.

Abstract

The aim of this paper is to analyze the Brazilian growth pattern during the post-liberalization period, emphasizing the associations between the productive fixed capital accumulation and the financial system. The found results indicate a finance-led growth system during 2004-2008, under a financialization process. The first part of this paper is a survey, which the target is to highlight the financialization concept to understand the recent Brazilian economic problems. The second part is a historic view of the changes in the structural arrangements that convey to a development of an international financial-led economy. It closes with an empiric analyzes of some Brazilian macroeconomics selected indicators.

Key-words: Financialization, Growth regime, Brazilian economy, Brazilian financial system.

JEL: E44, O11, N26

1. Introdução

O artigo desenvolve uma abordagem do atual regime de crescimento da economia brasileira, mobilizando o conceito de financeirização, *financialization*, segundo a literatura econômica internacional sobre o tema. Seu principal objetivo é elucidar os relacionamentos estruturais e conjunturais entre a acumulação de base rentista-patrimonial e a acumulação de capital fixo produtivo, enquanto fator fundamental do crescimento e do desenvolvimento econômico. Apesar de bastante difundidas no plano internacional, as pesquisas sobre o processo de financeirização em seus efeitos macroeconômicos permanecem ainda escassas para o caso do Brasil.

As transformações estruturais dos anos 1990, incluindo o processo de estabilização de preços e de liberalização comercial e financeira, mudaram de um modo relativamente rápido, a arquitetura

institucional que suportava o padrão de crescimento por substituição de importações. Em consequência, a relação capital-trabalho, o relacionamento entre Estado e economia, e a forma de inserção internacional reconfiguraram-se sob as pressões dos mercados globais e sob interesses político-ideológicos que concorreram tanto no plano nacional quanto internacional, para elevar as finanças a uma posição dominante no que concerne às formas de revalorização dos capitais fora da esfera produtiva. Nesta perspectiva, a financeirização enquanto processo macroeconômico inaugura uma época peculiar em que as alternativas às imobilizações do capital são multiplicadas e sofisticadas graças às inovações financeiras e ao desenvolvimento das novas tecnologias da comunicação e da informação (NTIC). Neste ambiente macroeconômico, a possibilidade de enriquecimento privado através das alocações financeiras dos recursos disponíveis aos detentores de capital se materializou numa gama de produtos financeiros mais complexos (derivativos, *swaps*, títulos securitizados, etc.), mas sem necessariamente encorajar o investimento produtivo em capital fixo. Desta forma compreende-se que nos países em que o processo de financeirização mais avançou, tenha ocorrido queda da participação do capital fixo produtivo no estoque de capital total, baixas taxas de crescimento e elevação do desemprego estrutural. Os estudos para o caso europeu e norte-americano são instrutivos quanto a essa questão (ver, por exemplo, Aglietta, 2008 e 1999; Boyer, 2000 e 1999; Coriat, 2006; Stockhammer, 2007 e 2004), embora a economia dos Estados Unidos tenha apresentado um padrão de financeirização com características próprias.

Entre as principais hipóteses deste trabalho está a proposição de que a financeirização na economia brasileira é também muito peculiar, desenvolvendo-se sobre a base da renda de juros e tendo como eixo o endividamento público interno. Nas economias desenvolvidas, a financeirização tende a se desenvolver através do endividamento privado e sob taxas reduzidas de juros, pois é o mercado de capitais o *locus* da revalorização rentista. A primeira seção proporciona um exame da literatura internacional sobre o conceito de financeirização, explicitando seu estatuto teórico e relevância para as macro-análises do crescimento econômico. A segunda seção faz um panorama das transformações estruturais e institucionais na economia mundial que permitiram o advento e consolidação deste processo. A terceira seção desenvolve uma análise empírica para o caso brasileiro a fim de elucidar os determinantes do regime de crescimento que emerge quando as condições de produção e de circulação estão subordinadas à lógica da acumulação financeira.

2. Financeirização: origens do conceito e estatuto teórico

Embora objeto de diversos trabalhos teóricos e empíricos, principalmente a nível internacional, a definição do conceito de financeirização continua sendo bastante heterogênea. Tanto seu conteúdo quanto seus pressupostos teóricos se alteram em função dos tipos de abordagem e dos estudos de caso.

2.1 O conceito de financeirização (*financialization, financierisation*)

Com o intuito de simplificar uma primeira etapa de análise sobre as condições relativas ao surgimento desta categoria analítica, optou-se por apresentar a definição de Braga (1985), que é provavelmente um dos primeiros pesquisadores a estudar a questão¹. Segundo o autor, a financeirização pode ser definida como uma *norma sistêmica de riqueza*, na medida em que ela produz uma dinâmica estrutural articulada segundo os princípios da lógica financeira. Mais especificamente, essa norma de riqueza determina as formas contemporâneas de produzir e acumular a riqueza. Ela não resulta apenas de práticas de segmentos ou de setores específicos (representados tradicionalmente pelo capital bancário e pelos rentistas), mas caracteriza, em âmbito global, as estratégias de todos os agentes privados relevantes (grandes corporações industriais, famílias, Banco Central, Tesouro Nacional, etc.). Nesse sentido, a financeirização condiciona as operações de financiamento e de despesas públicas, modificando a dinâmica macroeconômica.

O processo de financeirização se originou em decorrência das transformações do sistema monetário e financeiro após a década de 1960, quais sejam: (i) o colapso do sistema de Bretton Woods e a mudança do padrão monetário internacional; (ii) a internacionalização dos mercados de capitais, a intensificação da inovação e da concorrência financeira e o fenômeno de desintermediação bancária²; (iii) o surgimento de novos e potentes atores financeiros (fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguros), e as implicações dessas mudanças institucionais sobre a centralização e aumento da liquidez financeira fora do circuito tradicional gerido pelo Banco Central; (iv) estagflação e reafirmação da hegemonia norte-americana pelo viés de uma nova gestão da política monetária, com drástico aumento das taxas de juros em 1979; e (v) mudanças nas estratégias das grandes corporações industriais, tanto pela transnacionalização/internacionalização do sistema produtivo como pela modificação das estruturas patrimoniais (multiplicação das operações de fusões e aquisições)

O conjunto dessas transformações, que deram origem a essa nova norma sistêmica de riqueza (representada aqui pela figura da *dominância financeira*), revela, de uma maneira geral, uma mudança

¹ A escolha de começar pelos trabalhos de Braga (1985) se justifica por duas razões. Em primeiro lugar, embora os estudos teóricos e empíricos sobre o conceito de financeirização tenham sido desenvolvidos majoritariamente a partir da segunda metade da década de 1990, Braga já tinha considerado plenamente a questão na década de 1980, através de sua tese de doutorado, intitulada « *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo* ». Em segundo lugar, o conceito de financeirização apresentado pelo autor constitui, provavelmente, a abordagem “mais abrangente”, na medida em que inclui uma dimensão ao mesmo tempo macroeconômica e histórica, especificando as mudanças estruturais associadas à estratégia do conjunto dos agentes econômicos no contexto das grandes transformações ocorridas no funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional.

² Essa desintermediação não significa um “desaparecimento” das atividades bancárias ou a não-adesão dos bancos aos mecanismos de inovações financeiras.

na natureza do dinheiro, do crédito e do patrimônio³. A hipótese de financeirização, tal como a apresenta Braga, é o resultado tanto de uma análise empírico-histórica quanto de uma análise teórica.

Do ponto de vista do debate acadêmico, a noção de financeirização foi introduzida a fim de proporcionar uma perspectiva crítica para os pressupostos fundamentais da teoria convencional, em especial sua concepção do papel dos mercados financeiros sobre a hipótese de eficiência alocativa (PALLEY, 2007). A financeirização apresenta, portanto, uma visão alternativa dos mercados financeiros, não mais através do paradigma da eficiência alocativa, mas sim no contexto do sistema econômico como um todo. Os mercados financeiros são considerados um subconjunto do sistema econômico que “distribui o poder” e afeta a dinâmica da produção e distribuição de renda.

2.2 Abordagens do processo de financeirização

As diferentes abordagens do processo de financeirização podem ser divididas em duas partes, uma que analisa este processo em nível macro-setorial e outra em termos microeconômico. A abordagem macro-setorial pode ser subdividida ainda em três subcategorias: i) a análise histórico-estrutural, ii) a análise regulacionista e iii) as demais abordagens sobre o tema.

2.2.1 Abordagem Macro-setorial – esta abordagem analisa os mecanismos de financeirização integrando as estratégias do conjunto (ou de uma parte significativa) dos atores sociais e econômicos (bancos, Banco Central ou autoridade monetária, empresas, famílias, Estado/Tesouro Nacional).

i) Análise histórico-estrutural – nessa abordagem destacam-se as pesquisas de Braga (1998) e Salama (1999). Segundo Braga (1998) o processo de financeirização reflete uma mudança no conjunto das estratégias dos atores econômicos e na natureza do dinheiro, do crédito e do patrimônio. O autor inicialmente busca uma compreensão da forma como os agentes econômicos em seu conjunto (corporações industriais, bancos, empresas financeiras, etc.) monetizam a riqueza financeira, partindo do conceito de capital financeiro de Hilferding (1963). Em termos empíricos, o autor destaca que o processo de financeirização se manifesta por uma defasagem, crescente e recorrente, entre o valor dos papéis que representam a riqueza, o valor dos bens e serviços e as bases técnico-produtivas sobre as quais se fundamenta a representação da vida em sociedade. Salama (1999) destaca que o processo de financeirização deve ser inserido em um estudo mais amplo, tanto das características dos regimes de crescimento, quanto das políticas econômicas adotadas, pois este modifica tanto a dinâmica de

³ “No plano nacional, o padrão de riqueza típico é institucionalizado nos Estados Unidos através da concorrência acirrada, nos mercados creditício e de capitais, interconectados pela securitização, praticada por bancos, corretoras, nas parcerias com investidores institucionais e corporações industriais, administrando um amplo espectro de títulos e moedas conversíveis, numa perspectiva de gestão de ativos. Nesse sentido, o espaço nacional, por excelência, onde se verifica, com a participação de capitais mundializados, o novo tipo de interação entre moeda, crédito e patrimônio” (BRAGA, 1997, p.198).

acumulação do capital quanto a forma de gestão ou exploração da força de trabalho. O autor faz referência à teoria do ciclo do capital de Marx e retoma a hipótese marxista sobre as origens do valor a fim de explicitar as duas dimensões que podem existir entre os setores financeiro e produtivo. Inspira-se igualmente na teoria keynesiana para compreender como a condução da política econômica pode modificar a estratégia das empresas em termos de investimento produtivo. Como indicador empírico do grau de financeirização de uma nação ou de uma empresa o autor utiliza o seguinte: ativos financeiros como proporção dos ativos totais (soma dos ativos financeiros com os ativos reais).

ii) Análise regulacionista – um dos representantes desta escola é Boyer (2000). Para esse autor, o modo de regulação da economia (representado pela arquitetura institucional que suporta o regime de crescimento e de acumulação de capital) responde pelas tendências de evolução da produção e da demanda agregadas. Em consequência, as regularidades macroeconômicas são influenciadas pela natureza do compromisso social institucionalizado e não podem ser inferidas de nenhum modelo geral que se abstraia das especificidades nacionais. Sua análise teórica se insere no contexto geral da Teoria da Regulação, enfatizando as noções de complementaridade e de hierarquia institucional, que são utilizadas para caracterizar a natureza do regime de crescimento. Além disso, a macroeconomia keynesiana (princípio do acelerador e da demanda efetiva) é mobilizada para construir um modelo representativo de uma economia simplificada. Em termos empíricos, Boyer analisa o caso das economias desenvolvidas e aponta os seguintes indicadores de financeirização: proporção da riqueza sob a forma de ações como parcela da renda disponível; e proporção de ações e obrigações em relação ao capital total das famílias.

Nessa abordagem destaca-se também a pesquisa de Bruno (2007), sugerindo que o regime monetário-financeiro determina a *norma de financeirização* da economia, a qual influencia a dinâmica dos investimentos e o ritmo de acumulação de capital fixo da economia. Teoricamente, o autor retoma a hipótese de hierarquia das formas institucionais da Teoria da Regulação, assim como a hipótese dos autores clássicos, que relaciona a forma de repartição do excedente econômico com o ritmo de acumulação do capital. Empiricamente Bruno desenvolve uma análise setorial e constrói a seguinte medida de financeirização: fluxo de juros recebido pelo setor bancário e financeiro como proporção do produto interno bruto

iii) Demais pesquisas – dentre estas pesquisas enquadra-se o artigo de Epstein (2002). Para o autor o processo de financeirização modifica os objetivos do Banco Central em termos de política econômica, e por esse canal influi sobre a dinâmica da inflação e sobre a estrutura de distribuição de renda. Nesta pesquisa quatro grandes fatores determinam a política do Banco Central: i) a relação de força

capital/trabalho e a relação produtos/mercado; ii) a estrutura política do Banco Central (Banco Central Independente ou integrado ao governo); iii) relação finanças/indústria; e iv) o posicionamento da nação na economia mundial. O autor propõe um modelo que explica o comportamento do Banco Central e o estima para a economia norte-americana, considerando o período 1960/1977.

Também merece destaque a pesquisa de Krippner (2005), para quem a evidência empírica do processo de financeirização necessita conjugar uma abordagem setorial (analisar a importância crescente do setor financeiro como fonte de lucro para a economia) com uma abordagem extra-setorial (analisar as fontes de rendas das firmas não financeiras). Dois grandes indicadores de financeirização podem ser apresentados em nível setorial e extra-setorial: lucros gerados no setor financeiro / lucros gerados no setor não financeiro; e as rendas de portfólio / *Cash Flow*. Esses indicadores são construídos e analisados para o caso da economia norte-americana durante o período 1950/2000.

Para Stochhammer (2007), o processo de financeirização modifica as normas de comportamento dos agentes econômicos e a dinâmica macroeconômica. O autor parte da função de demanda agregada para analisar a relação entre financeirização e transformação dos comportamentos macroeconômicos. Estima econometricamente as funções de comportamento (consumo, investimento, exportações líquidas e déficit público) para o conjunto das economias desenvolvidas entre 1970 e 2000 e, a partir destas funções, investiga as transações decorrentes do processo de financeirização.

2.2.2 Abordagem Microeconômica – esta segunda vertente de análise concentra-se essencialmente no comportamento de um setor (geralmente suas estratégias de negócios e gestão), enfatizando as estratégias das grandes corporações industriais e suas implicações sobre o modo de gestão do trabalho assalariado. Um dos autores representados por esta abordagem é Serfati (1999), para quem a mudança de estratégia das grandes corporações industriais se insere no processo mais amplo de transformação do capitalismo internacional. Como enquadramento teórico, o autor retoma a hipótese marxista sobre as origens do valor a fim de analisar a relação entre o capital financeiro e o capital produtivo, e, mais especificamente, a “interpenetração” entre ambos que passa a operar a partir da centralização financeira realizada pelos grandes grupos industriais. A análise empírica implementada pelo autor baseia-se na evolução da estrutura patrimonial das grandes corporações industriais.

Também o artigo de Plihon (1999) enquadra-se nesse tipo de abordagem. Segundo o autor a consolidação do poder do setor financeiro, no âmbito das transformações do capitalismo internacional, favoreceu a adoção de novas políticas econômicas e formas de organização e gestão do mercado de trabalho. Para verificar essa questão, ele analisa a evolução da estrutura patrimonial das grandes empresas francesas a partir da década de 1980.

Segundo Stochhammer (2004), no contexto de transformações do capitalismo internacional e da consolidação do poder do setor financeiro, as firmas operam uma mudança de estratégia. O autor se remete à teoria da firma pós-keynesiana e, mais particularmente, aos trabalhos de Lavoie (1992) e Davidson (1994). A hipótese teórica é que os capitalistas não possuem como único objetivo a maximização da taxa de lucro, isto é, existem outros objetivos tais como o crescimento (externo) da firma, a expansão da participação no mercado, o exercício de poder sobre os assalariados e fornecedores, etc. Para completar sua análise, o autor utiliza uma metodologia econométrica para testar a relação entre financeirização e acumulação de capital. O estudo empírico abrange o período 1963/1997 e se aplica aos Estados Unidos, Alemanha, Inglaterra e França.

3. Determinantes estruturais do processo de financeirização na economia mundial e brasileira

Com o aumento na relevância do fluxo de capital global nos Estados Unidos, se verifica em simultâneo um declínio da participação dos bancos comerciais americanos nos ativos das instituições financeiras operantes neste país. A partir de então, os fluxos internacionais de capitais passam a ter um papel importante na determinação do comportamento da economia global, intensificando a concorrência no setor bancário, o que direciona os bancos a novas áreas de atividade e a novas áreas de atuação geográfica (KREGEL, 1998). Esse aumento do fluxo de capitais tem sido acompanhado por um aumento da frequência de crises financeiras nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. As crises de 1975-83, no Cone Sul, foram seguidas por uma série de novas crises: a) a da dívida na América Latina em 1982, b) a crise *thrift* e bancária nos EUA; c) a quebra dos mercados de ações em 1987 e 1989; d) a crise do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1982; e) o colapso do mercado global de títulos (*bond market*) em 1994; f) a crise do México 1994-95; g) a crise asiática em 1997; h) a crise Russa em 1998; e i) a recente crise das hipotecas *subprime*, com epicentro nos EUA, e tornada explícita em 2008 por sua gravidade e rápida propagação pelos mercados globais.

Esse conjunto de mudanças estruturais que provocam aumento da instabilidade macrodinâmica está na origem do processo de financeirização. Para analisar esse fenômeno é necessário considerar o processo de desregulamentação financeira e de liberalização dos movimentos internacionais de capitais que, historicamente, o antecede. Há pelo menos duas razões para essa *démarche*: em primeiro lugar, os processos que levaram às novas medidas de regulamentação se manifestam tanto em outras regiões do mundo quanto aqui no Brasil, guardadas suas especificidades. Em segundo lugar, e relacionado com o anterior, é de se supor que a evolução acadêmica e doutrinária ocorrida no exterior quanto ao tema tenha exercido influência sobre os rumos da regulamentação no Brasil.

No que concerne a essa evolução no âmbito internacional, a ampliação do espaço supranacional de circulação do capital monetário é decorrente das decisões políticas adotadas pelo governo norte-

americano, diante da decomposição do sistema de Bretton Woods, a partir do final dos anos 1960. Tais políticas devem ser entendidas “como um dos fatores centrais que determinaram os movimentos de internacionalização financeira gestados pela desorganização do sistema monetário e de pagamentos criados em Bretton Woods” (BELLUZZO, 1999, p.102).

O Euromercado foi o *locus* de inicialização dessa internacionalização financeira, a partir dos crescentes déficits comerciais americanos, que excediam a demanda estrangeira. Com essa sobre-oferta de dólares (eurodólares), acentuou-se a expansão do crédito concedido a empresas, bancos e governos, aumentando substancialmente a dívida externa dos países em desenvolvimento concatenada com o crescimento espetacular das praças *offshore* e do euromercado. Mas enquanto a desvalorização do dólar permitia que o sistema bancário americano tivesse participação nos ganhos de senhoriagem, através do aumento do volume do crédito numa velocidade maior do que a respectiva taxa de desvalorização, afrouxaram-se os critérios de avaliação de risco. Em consequência, os devedores “soberanos” entram, primeiro, na região da finança especulativa e, por fim, na região da finança Ponzi.⁴

Começam então os ataques à posição do dólar norte-americano como moeda mundial, trazendo à tona o que ficou conhecido como o Paradoxo de Triffin: a percepção de que havia um desequilíbrio estrutural no balanço de pagamento estava desgastando a função de reserva da moeda. Foram propostas três alternativas: a) uma verdadeira moeda internacional (constituída por uma cesta de moedas) emitida por um banco central global para substituir o dólar no centro do sistema internacional; b) uma deflação provocada por uma tentativa de reduzir a oferta de dólares em relação à oferta americana de ouro; e c) a eliminação da conversibilidade do dólar (US\$/ouro), desvalorização do dólar e a introdução de taxas flexíveis de câmbio (KREGEL, 1998).

A introdução das taxas flexíveis de câmbio não provou ser uma solução, pois não removeu o paradoxo consubstanciado na utilização de uma única moeda nacional como sendo reserva internacional e meio de circulação; mas produziu uma profunda mudança no sistema internacional. O sistema de Bretton Woods foi fundado com base no reconhecimento da incompatibilidade de um sistema de taxas de câmbio fixas e de livre mobilidade de capitais. Com relação aos investidores privados, nasceram os fundos mútuos no início dos anos 1970, permitindo uma reunião de investidores de menor peso para compor volumes suficientes para ter acesso à rentabilidade dos mercados monetários. A partir daí, se dá início ao processo que implementou a securitização, devido à substituição da moeda pelos ativos geradores de juros, impulsionada pela concorrência bancária.

⁴ Ampliar dívidas para pagar dívidas é o tipo de finanças Ponzi, segundo H. P. Minsky (1982), enquanto finança especulativa é aquela ditada pela sucessiva rolagem da dívida. O termo Ponzi, aliás, é uma “homenagem” a um histórico mega especulador.

Desde o início da década de 1980 tem crescido enormemente a participação das formas financeiras de posse de riqueza. Conforme observou Belluzzo (1999), nos países desenvolvidos, e particularmente nos Estados Unidos, as classes médias passaram a deter importantes carteiras de títulos e ações, seja diretamente ou através de fundos de investimento ou fundos de pensão e de seguros. A composição do *portfolio* de uma família de renda média passou a incluir uma participação crescente de ativos financeiros, além dos imóveis e bens duráveis. Por isso, a taxa de juros, diante da expectativa de variação dos preços dos ativos financeiros, passa a exercer um papel fundamental nas decisões dos agentes, inclusive subordinando suas decisões de gasto às expectativas quanto ao rendimento proveniente dos juros, de forma que esse rendimento não parecia fictício, pois os papéis podiam ser sempre validados por mercados líquidos. Como destacado por Plihon (2001), em princípio, um prêmio de risco adicional não é necessariamente mal visto pela sociedade. Essa certeza realimentava o circuito de valorização, levando uma parcela crescente dos agentes a tomarem posições alavancadas mediante endividamento junto ao setor bancário.

Destacam-se abaixo as características básicas do mercado financeiro na atualidade: a) um mercado secundário de grande escala, que confere elevado grau de negociabilidade aos países; b) liquidez e mobilidade, permitindo entradas e saídas de diferentes ativos; e c) volatilidade dos preços dos ativos, decorrente das mudanças freqüentes de avaliação por parte dos agentes.

As crescentes e rápidas inovações do setor financeiro, a partir de então, permitiram acelerar enormemente os volumes das operações com prazos cada vez menores. Daí resultou, também, o aparecimento dos bancos, corretoras e seguradoras japonesas no cenário das finanças internacionais, como consequência dos sucessivos e crescentes superávits comerciais do Japão, fundamentalmente com os EUA e com a Europa. Este fato levou a um aumento da participação dos ativos denominados em moeda estrangeira na composição dos *portfolios* das instituições financeiras japonesas. Esses ativos não se constituíam apenas de papéis do governo americano, mas também de empresas estrangeiras de boa reputação, da participação em investimentos diretos e na aquisição de ativos imobiliários no exterior. Entretanto, com o aumento expressivo da taxa de juros, o dólar começa a retomar sua posição como principal moeda de conta internacional e de meio de pagamento das transações de comércio externo. E os EUA começam, sintomaticamente, a exportar seu modelo de mercado de capitais desregulamentado⁵ para o resto do mundo. Aumentando a pressão sobre o Japão, Coréia e Taiwan para que modificassem a forma de regulação bancária e flexibilizassem as transações na conta de capital.

⁵ Entende-se a desregulamentação financeira como sendo uma mudança na forma de regulamentação e não como a renúncia a toda regra explícita ou norma instituída de conduta. No caso em questão, trata-se da vigência de formas de regulamentação

Por outro lado, a conversão dos bancos japoneses, que estavam acostumados a fornecer crédito às empresas, em intermediadores de operações no mercado imobiliário e em especuladores com posições alavancadas nas bolsas e nos mercados derivativos provocou uma deflação de preços dos ativos sobrevalorizados, entre 1989-90. A recessão generalizou-se até o início dos anos 1990⁶. Como resposta, foi adotado um afrouxamento das políticas monetárias sob a condução *do Federal Economic Reserve* (FED) e do Banco do Japão. As constantes reduções nas taxas de juros tinham como objetivo impedir a erosão dos ativos bancários e um *credit crunch*.

Nos EUA, devido à recuperação da economia e a uma liquidez abundante, há um forte incremento dos fluxos de capitais para os mercados de maior risco. As oportunidades surgidas nos países emergentes foram uma resposta do capital financeiro a uma menor rentabilidade nos mercados considerados de qualidade e a situação de extrema liquidez provocada pelas baixas taxas de juros. Fato que tornou estes países extremamente suscetíveis aos distúrbios financeiros internacionais, em princípio como um meio de recompor a liquidez e, depois, pela fragilidade macroeconômica destas economias.

Para entender o processo de financeirização no Brasil, destaque-se que no início dos anos 1960, segundo Hermann (2002), eram apresentados três modelos de financiamento de investimento paradigmáticos: (i) sistema de mercado de capitais (SMC), desenvolvido nos EUA e na Inglaterra; (ii) sistema de crédito privado (SCP), da Alemanha; (iii) sistema de crédito governamental (SCG), do Japão e da França. A reforma financeira brasileira de 1964-67 foi planejada nos moldes do modelo americano de SMC, contudo, o sistema bancário brasileiro se desenvolveu apoiado no âmbito dos depósitos (mercado de crédito), em vez do investimento (mercado de capitais). Isso deu origem a um modelo, completamente diferente, baseado no crédito público e externo e que está na origem das especificidades do processo de financeirização no Brasil. Essa evolução específica do caso brasileiro deriva de uma política governamental de crescimento econômico com base em um cenário de liberalização de movimentos internacionais de capitais e de extrema liquidez externa.

Por outro lado, o setor bancário brasileiro não foi concebido sob o prisma de um sistema financeiro que funcionasse altamente concentrado ou de forma conglomerada. Baseado no princípio da especialização e flexibilização do sistema, para permitir o desenvolvimento da intermediação financeira e a maior mobilização dos recursos, o setor passou a se desvirtuar em função dos desdobramentos das reformas financeiras pelas quais se reestruturou. De um lado, o setor financeiro tratou logo de se ajustar

derivadas da concepção liberal de que os mercados financeiros, desde que livres, são necessariamente eficientes e não geradores de crise.

⁶ Aglietta (2001) observa que, sob finanças liberalizadas, a volatilidade dos preços dos ativos tende a provocar ajustes recessivos recorrentes sobre o estoque de capital fixo produtivo.

ao processo de acumulação financeira (aplicação em ativos financeiros) e, por conseguinte, ao processo de fusões e incorporações bancárias. De outro, o governo, degenerando suas próprias leis, passou a adotar medidas de estímulos às fusões e incorporações bancárias, sobretudo ao criar a Comissão de Fusões e Incorporações de Empresas – COFIE, decreto Lei 1182 /1971.

Dessa forma, a centralização bancária tinha como objetivo aumentar a captação de recursos (via depósitos à vista), o que levou a uma conseqüente concentração do sistema bancário, reforçada pelos benefícios fiscais e creditícios oferecidos pelas autoridades governamentais e pela percepção de certos agentes bancários com relação às oportunidades futuras. Segundo Setúbal (1974), o processo de concentração bancária teria se caracterizado por uma dupla face:

“A criação de unidades muito grandes foi favorecida pelas autoridades, o que acelerou o processo. Esse favorecimento foi, basicamente, de ordem financeira e fiscal. O Banco Central permitiu determinadas vantagens fiscais para a absorção das unidades menores e menos eficientes, dentro da visão de que o sistema deveria criar unidades grandes, pela sua capacidade financeira e com possibilidade operacional e segurança financeira consideráveis. A idéia de se criarem instituições grandes também foi acelerada por uma visão de posicionamento na economia nacional. Dentro dos estritos critérios dos autores americanos, nenhuma das fusões ou incorporações foi acertada. Os preços pagos e os custos operacionais não permitiriam, normalmente, um aumento imediato da rentabilidade. Na verdade, o posicionamento numa economia com perspectivas tem sido o fator determinante. Então, há uma corrida de posicionamento, em todo o território nacional, em todas as praças e em todos os setores, a um custo, muitas vezes, de baixa rentabilidade atual, com uma visão de grande rentabilidade futura. Isso é que fez com que as instituições grandes pagassem um preço muito elevado pelas pequenas e, então, um grande número de empresas pequenas está desaparecendo, não porque elas sejam antieconômicas ou ineficientes. Elas estão desaparecendo porque as grandes instituições pagaram por elas um preço, visando a posicionamentos futuros. Teriam, teoricamente, a possibilidade de sobreviver, mas o preço é que as derrubou" (SETÚBAL, 1974).

O processo de concentração bancária no Brasil é consolidado durante a década de 1990. O ano de 1994 marca a adesão do Brasil ao acordo da Basiléia e a conclusão da renegociação da dívida externa brasileira conforme os parâmetros do Plano Brady. Isso foi denominado, segundo Hermann (2005), de segunda fase da política de liberalização financeira, mudando-se o regime de formação de preços nesta economia, a partir da implementação do Plano Real, em 1994. Este programa de estabilização vai provocar alterações significativas na configuração do sistema financeiro brasileiro. Depois de um longo período de ganhos decorrentes de passivos não remunerados, a queda abrupta da inflação provocou uma expressiva perda de receitas. Além disso, a queda da inflação comprometeu a capacidade dos bancos para avaliar corretamente os investimentos e os riscos, visto que grande parte do sistema bancário estava especializada na captação de recursos de terceiros e na conseqüente apropriação de imposto inflacionário, ocasionando um tipo particular de **financeirização por inflação** ou mais precisamente, **por ganhos inflacionários**.

Durante a segunda metade da década de 1990, o Brasil sofreu três ataques especulativos: 1995, 1997 e 1998-1999. Como esses ataques ocorreram na seqüência de graves problemas financeiros no exterior, podem ser caracterizados como crises de contágio, que suscitaram novas formas de

regulamentação com o intuito de garantir a estabilidade do sistema financeiro nacional (SFN). Mas estas crises também se nutriam de fatores endógenos ao regime de acumulação brasileiro, aprofundando a vulnerabilidade do país e revelando a sua fragilidade estrutural. Naquele momento, numerosas interrogações foram levantadas sobre a capacidade do SFN de gerir o fenômeno de entrada maciça de capitais voláteis de curto prazo, sem se fragilizar macroeconomicamente. Com base nessa perspectiva histórica e institucionalista acerca das origens e desenvolvimento do processo de financeirização, a próxima seção buscará analisar suas consequências sobre a evolução da economia brasileira atual.

4. Financeirização e crescimento econômico: ambigüidades da relação entre acumulação rentista e performance macroeconômica

Um regime de crescimento onde a circulação monetária e financeira, e não a alocação diretamente produtiva, torna-se a base da revalorização dos capitais é classificado como *finance-dominated accumulation regime*. Proposto por Stockhammer (2007), este último conceito não pressupõe, necessariamente, uma correlação positiva entre a acumulação financeira e a acumulação de capital fixo produtivo, mas não a exclui. Em determinadas condições estruturais e conjunturais, esse padrão pode se converter num *finance-led growth regime*, caso em que o efeito-riqueza e o efeito-acelerador do investimento se revelam importantes para comandar a compatibilidade dinâmica entre produção e demanda agregada. No entanto, as condições de estabilidade ou a sustentabilidade desse regime não estão garantidas a priori, e a depender do cenário internacional e dos fatores que afetam o mercado interno de consumo, podem mesmo se revelar efetivamente problemáticas. A economia brasileira é exemplo típico para esses dois casos. Por apresentar elevada volatilidade da taxa de investimento, manteve-se numa dinâmica cíclica do tipo *stop and go*, entre início dos anos 1990 até 2003. Porém, a partir de 2004, consegue reencontrar uma nova trajetória de expansão das taxas de acumulação de capital, que se refletirá em taxas mais elevadas de crescimento econômico. Mas essa trajetória é interrompida no quarto trimestre de 2008, quando a economia brasileira seria efetivamente afetada pela propagação da crise americana. Essas considerações trazem naturalmente à análise, os problemas de previsibilidade das performances macroeconômicas, quando as economias estão submetidas a um processo de financeirização.

4.1 Fatos estilizados do processo de financeirização na economia brasileira

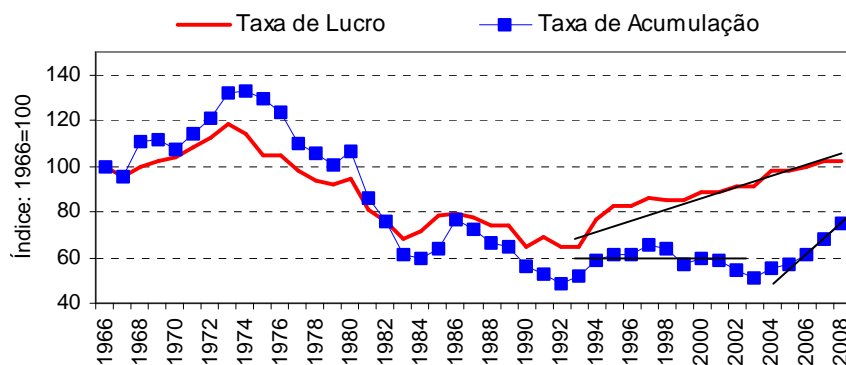
Um processo de financeirização desenvolve-se apenas se determinadas estruturas institucionais e organizacionais são capazes de reproduzir e afirmar a lógica da acumulação rentista e patrimonial sobre os demais setores da economia. Além disso, o regime de política econômica, e particularmente a política monetária, devem ser compatíveis com as demandas do sistema bancário-financeiro e dos

detentores de capital em matéria de liquidez e alta rentabilidade dos ativos transacionados. O desenvolvimento dos mercados globais, a partir da liberalização e das desregulamentações financeiras das décadas de 1980 e 1990, estabeleceu as bases institucionais da financeirização no plano internacional, e reconfiguraram, de modo relativamente rápido, os **regimes monetário-financeiros (RMF)** das economias nacionais. Portanto, a caracterização dos RMF torna-se crucial para a compreensão das fases de desenvolvimento desse processo e de suas implicações para os padrões de crescimento econômico.

a) Lucro e acumulação em três diferentes fases de evolução

Um primeiro fato estilizado relevante por sua implicação para a dinâmica do crescimento econômico brasileiro refere-se aos três padrões de evolução das taxas de lucro e de acumulação de capital fixo produtivo, observado no Gráfico 1. Durante a vigência do modelo de industrialização substitutiva de importações, as análises empíricas revelaram a existência de um regime do tipo *profit-led growth* porque o investimento era impulsionado pelos aumentos das taxas de lucro (BRUNO, 2005). Essas duas séries compartilharam inclusive uma tendência comum de evolução no período 1966-1993 e permaneceram nitidamente em correlação positiva. Observa-se, porém, um período de crescimento (1966-1975) e em seguida, de queda conjunta dessas variáveis, expressão dos desdobramentos da crise do regime de crescimento do “milagre” com as dificuldades estruturais e conjunturais ao longo dos anos 1980.

GRÁFICO 1 – TAXA DE LUCRO E TAXA DE ACUMULAÇÃO (1966-2008)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE e Marquetti (1998).

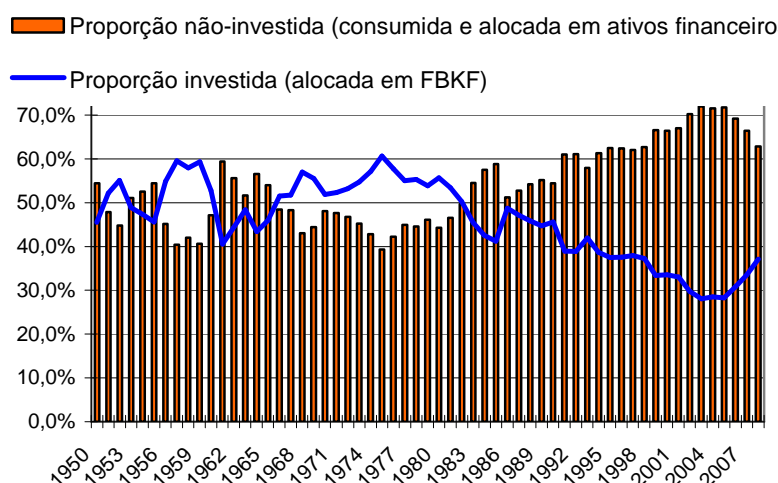
Todavia, a partir de 1994, o padrão de evolução é muito diferente, destacando-se duas outras fases. Uma fase de estagnação relativa, quando as taxas de lucro e de acumulação se desconectam. A primeira variável mantendo-se em uma trajetória de crescimento enquanto a segunda permanecia praticamente estagnada. Como um resultado macroeconômico direto, o crescimento econômico apresentou-se muito instável e sob taxas muito baixas, relativamente à média histórica. A terceira e última fase revela que

essas duas variáveis voltam a apresentar trajetórias de expansão. Mas, de fato, foi a taxa de acumulação de capital fixo produtivo que voltou a crescer de um modo rápido (média de 7,8% ao ano entre 2004-2008), pois a taxa de lucro já estava em expansão desde 1999, com crescimento médio anual de 1,8%.

b) Declínio tendencial da proporção do lucro macroeconômico alocada em ativos fixos

Pelo Gráfico 2 pode-se constatar o declínio tendencial da parcela do lucro bruto macroeconômico destinada à formação bruta de capital fixo (FBKF), a partir dos anos 1980. Simultaneamente, pode-se inferir que a parcela destinada a outros ativos foi em parte alocada em operações financeiras e em parte consumida. Observe-se que apenas a partir de 2004 é que a parcela destinada à FBKF volta a crescer, daí a melhor performance do crescimento econômico dos últimos quatro anos, reforçando a hipótese de que o regime de acumulação brasileiro teria assumido um padrão típico de *finance-led growth*.

GRÁFICO 2 – ALOCAÇÃO DO LUCRO BRUTO MACROECONÔMICO (1950-2008)



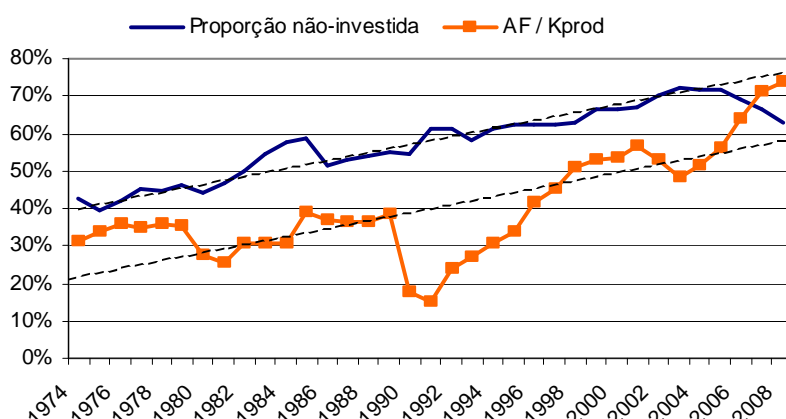
FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE, IPEADATA e Marquetti (2003).

c) Taxa de financeirização e proporção não-investida do lucro médio em correlação positiva

Um indicador usual de financeirização no plano macroeconômico é construído pela razão entre o total de ativos financeiros não-monetários, dado pela diferença entre os agregados monetários M4 – M1, (AF) e o estoque total de capital fixo produtivo líquido de depreciação, isto é, máquinas e equipamentos mais construções não-residenciais (Kprod). A relevância desta relação é que ela expressa no plano macroeconômico, arbitragem entre a alocação diretamente produtiva da poupança empresarial e sua alocação financeira. O estoque total de ativos financeiros não-monetários (AF) foi calculado pela diferença entre os agregados M4 e M1, deflacionados pelo IGP-DI. Kprod é o estoque total de capital fixo produtivo estimado pelo IPEA. A proporção não-investida do lucro macroeconômico corresponde às frações consumidas e alocadas em ativos financeiros por firmas e detentores de capital.

O Gráfico 3 mostra que a razão AF/Kprod, denominada taxa de financeirização, evolui em correlação positiva com a parcela do lucro médio não-investida produtivamente, o que faz todo o sentido econômico, pois a lógica da financeirização se expressa precisamente na existência, sofisticação e generalização de um leque amplo de ativos líquidos e rentáveis que competem com as imobilizações de capital exigidas pelas atividades diretamente produtivas.⁷ Novamente, o destaque vai para o último período 2004-2008, em que a correlação se inverte, e a apesar do crescimento da taxa de financeirização, a parcela não-investida declina, pois a FBKF voltou a crescer nesses anos.

GRÁFICO 3 – TAXA DE FINANCEIRIZAÇÃO E ALOCAÇÃO NÃO-PRODUTIVA DO LUCRO MACROECONÔMICO (1974-2008)⁸



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE, IPEADATA e Marquetti (2003).

d) Declínio tendencial e estagnação da participação do estoque de capital fixo produtivo no estoque fixo total

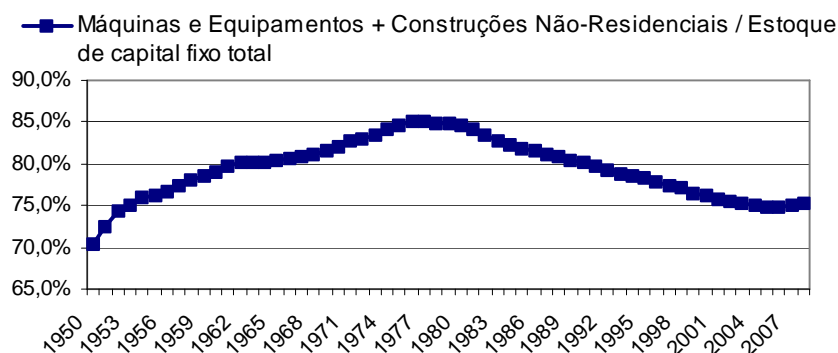
Outro modo de apreender as implicações da financeirização é proporcionado quando se observa a evolução da parte produtiva do capital fixo total (aqui denominada por Kprod), isto é, a razão entre o total de máquinas e equipamentos mais construções não-residenciais / estoque de capital fixo total, líquidos de depreciação. Pelo Gráfico 4, Kprod declina tendencialmente desde 1977, como expressão do esgotamento e crise do regime de acumulação responsável pelo “milagre econômico” brasileiro. Mas o que chama a atenção é que o modelo de crescimento neoliberal levou cerca de 14 anos para estabilizar essa razão que, no entanto, permanece 12% abaixo do pico alcançado em 1977. Poder-se-ia contra-argumentar considerando-se que o estoque de capital fixo atual possui conteúdo tecnológico superior e assim pode crescer a taxas mais baixas do que as vigentes no modelo de industrialização por

⁷ A queda abrupta nos anos de 1990 e 1991 deve-se ao Plano Collor que decretou a indisponibilidade de cerca de 80% dos ativos financeiros da economia brasileira.

⁸ O estoque total de ativos financeiros não-monetários (AF) foi calculado pela diferença entre os agregados M4 e M1, deflacionados pelo IGP-DI. Kprod é o estoque total de capital fixo produtivo estimado pelo IPEA. A proporção não-investida do lucro macroeconômico corresponde às frações consumidas e alocadas em ativos financeiros por firmas e detentores de capital.

substituição de importações. O problema é que, neste caso, o ritmo de geração de emprego é necessariamente afetado, condenando à economia brasileira a níveis elevados de desemprego estrutural e freando a dinâmica da demanda efetiva no médio prazo ou longo prazos.

GRÁFICO 4 – PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL FIXO PRODUTIVO NO ESTOQUE DE CAPITAL TOTAL (1950-2008)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA.

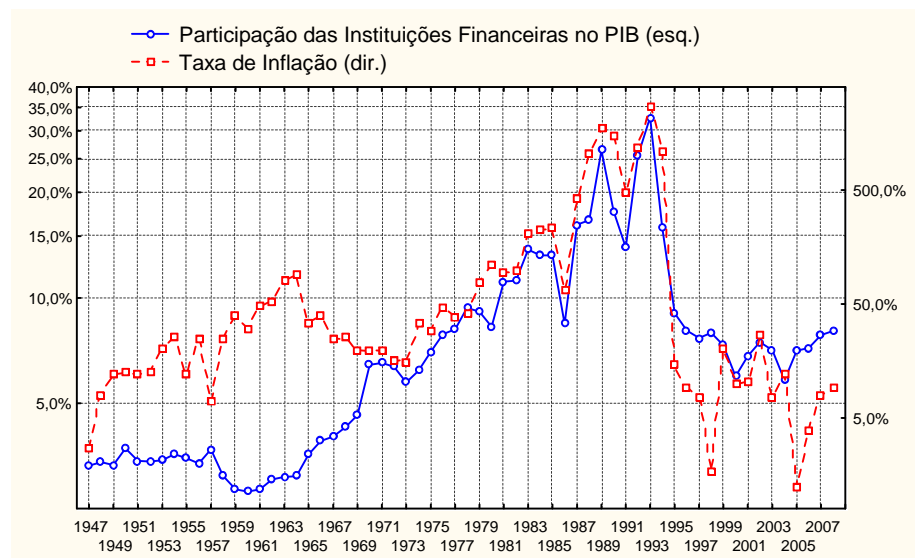
4.2 Um RMF dual como base da financeirização por inflação no período 1980-1993

A hipótese de que, no período 1980-1993, a economia brasileira esteve sujeita a um processo de financeirização baseado nos ganhos inflacionários derivados dos mecanismos institucionais de correção monetária e de indexação generalizada de preços e salários encontra apoio na análise empírica proposta. Conseqüentemente, como é o caso para vários fenômenos em economia, a financeirização em suas dimensões micro e macroeconômicas pressupõe um ambiente institucional específico, e sem o qual este processo não pode emergir e se desenvolver. Um **regime monetário-financeiro dual e inflacionista** pôde se consolidar ao longo dos anos 80 e ao mesmo tempo em que proporcionava relativa proteção aos agentes econômicos contra uma inflação crescente, contribuía para reproduzi-la através da institucionalização da moeda indexada. A dualidade provinha precisamente da coexistência de duas moedas: a) a moeda oficial emitida pelo Estado no conceito de M1; e b) a moeda financeira-indexada que era lastreada pelos títulos públicos, mas gerida e emitida endogenamente pelo setor financeiro privado. A primeira funcionando como unidade de conta e meio de pagamento e a segunda como reserva de valor e instrumento de enriquecimento privado, a partir de ativos de alta liquidez e rentabilidade com baixo risco. Operava-se assim uma dissociação das funções da moeda que estava na base da acumulação rentista e do processo de financeirização por inflação, ao mesmo tempo que adiava a irrupção violenta de uma hiperinflação clássica.

Para sustentar a hipótese de existência do RMF dual enquanto base da financeirização por inflação, foi realizada uma análise econométrica da relação entre o VA das instituições financeiras e o

PIB brasileiro. O Gráfico 5 mostra a evolução conjunta da taxa de inflação e da participação do setor bancário-financeiro no PIB, mensurada pelo método serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM) utilizado pelo IBGE, conforme recomendação do *System of National Accounts* (SNA/1993), para o período 1947-2008⁹.

GRÁFICO 5 – REGIME DE ALTA INFLAÇÃO E EXPANSÃO FINANCEIRA (1947-2008)



FONTE: Elaboração própria: IBGE para o VA financeiro e o PIB; e FGV para o IGP-DI.

Torna-se nítido que as instituições financeiras expandiram sua participação no PIB à medida que o processo inflacionário avançava. A partir de 1970, quanto maiores as taxas de inflação maior a participação do sistema financeiro no valor adicionado total da economia brasileira. Conseqüentemente, as consideradas décadas perdidas certamente não o foram para este setor. Esse fato é inclusive reconhecido pelas autoridades monetárias brasileiras. Resta investigar, contudo, a possível existência de causalidade entre essas variáveis. Os testes de raízes unitárias e de Johansen indicam que as séries da inflação medida pelo IGP-DI e o VA financeiro como percentagem do PIB cointegram no período 1964-1993, expressão da existência de uma relação de equilíbrio de longo prazo entre essas variáveis. Este equilíbrio não deve ser interpretado de modo usual em economia, isto é, como um resultado da compatibilidade entre oferta e demanda. O fato de essas duas séries compartilharem uma tendência de evolução comum pode ser interpretado como o resultado macroeconômico derivado de uma estrutura organizacional ou de uma institucionalidade específica do regime monetário e do sistema financeiro vigentes neste período. O Quadro 1 mostra as elasticidade-inflação de longo prazo do VA financeiro. Um aumento de 10% nas taxas de inflação leva a um aumento médio de 3,4% da

⁹ Esta metodologia considera o diferencial entre juros recebidos e pagos pelas instituições financeiras aos demais setores da economia, como uma medida de parte da contribuição do sistema financeiro ao valor adicionado total da economia.

participação do VA financeiro no PIB. A cointegração conduz naturalmente a investigação da existência de vínculos causais entre essas variáveis.

QUADRO 1 – RELAÇÃO ENTRE VA FINANCEIRO E INFLAÇÃO (1964-2008)

Períodos	Elasticidade de longo prazo	Sentido da causalidade de Granger
[1964-1993]	0,3439 (9,34)	Variações da inflação causam variações no VA financeiro (p = 0,10048)
[1995-2008]	Não significativa	—

FONTE: elaboração própria

O teste de causalidade de Granger revela que as variações das taxas de inflação precedem as variações no VA financeiro, mas o oposto não foi estatisticamente significativo. Este resultado mostra a funcionalidade dos ganhos inflacionários para a expansão financeira observada no período 1964-1993.

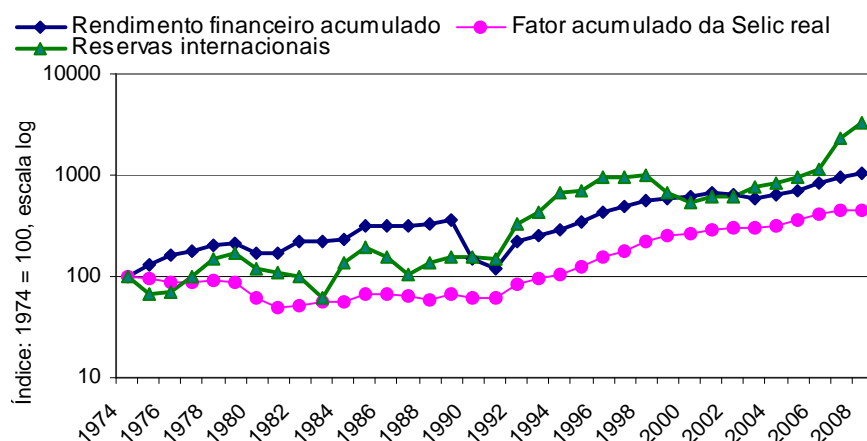
4.3 Um RMF à elevada restrição monetária e o novo padrão de financeirização pela renda de juros (1995-2008)

A redução forte e rápida da inflação e, portanto, dos ganhos inflacionários no período pós-Real, em um ambiente de liberalização financeira e de mercados globais, desencadeou um processo de mudança estrutural no sistema bancário-financeiro brasileiro. Sob este novo regime monetário-financeiro não-inflacionista, o novo eixo da acumulação financeira vai se deslocar em direção aos derivativos e títulos de renda fixa conectados ao endividamento público, mas agora sob taxas reais de juros extremamente elevadas pelos padrões internacionais. Os ganhos inflacionários seriam então rápida e facilmente substituídos pela renda de juros somada aos retornos com ativos financeiros transacionados em escala internacional. Partindo-se dos dados do Plano Contábil das Instituições Financeiras-COSIF do BCB, pode-se constatar que a rentabilidade real com elevada liquidez oferecida pelos ativos de renda fixa, e os derivativos que lhes são associados, respondem por praticamente 50% da receita operacional total do sistema bancário-financeiro, para o período 1995-2006. Como as receitas de operações de crédito não ultrapassam os 20%, torna-se, portanto, clara a razão pela qual as instituições financeiras privadas brasileiras não estão propensas a expandir o sistema de crédito em níveis compatíveis com as necessidades do setor produtivo e, portanto, com o desenvolvimento econômico nacional.

Dados apresentados em Bruno (2008) mostram que os fluxos de juros recebidos e pagos pelo sistema financeiro brasileiro permaneceram, respectivamente, numa média de 29,4% e de 22,2% do PIB, para o período 1993-2005. A diferença entre esses dois fluxos (7,1%) corresponde à parcela efetivamente retida pelo sistema bancário-financeiro, enquanto que os 22,2% correspondem ao montante apropriado pelas famílias detentoras de capital e pelas empresas não-financeiras. Estes últimos agentes assumem assim um comportamento claramente rentista. Destaque-se que são os 29,4% que proporcionam uma medida do grau de financeirização por juros da economia brasileira, e não a

participação do valor adicionado (VA) das instituições financeiras no PIB do país. Contudo, deve ser destacado que esta participação capta apenas a renda de juros apropriada pelas instituições financeiras, e, portanto, não é um bom indicador de financeirização.

GRÁFICO 6 – RESERVAS INTERNACIONAIS, FATOR ACUMULADO DA SELIC REAL E RENDIMENTO FINANCEIRO ACUMULADO COMO PORCENTAGEM DA RDB (1974-2008)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE e IPEADATA.

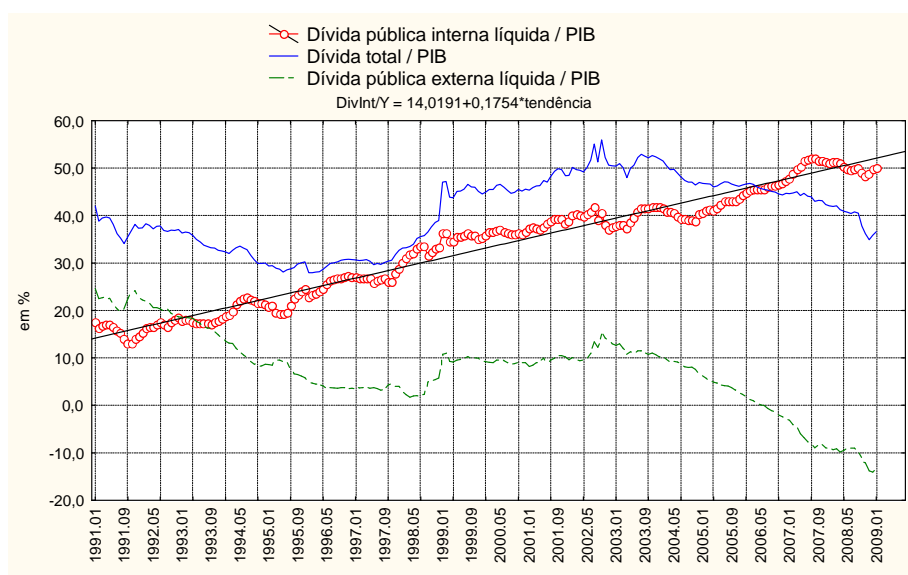
Conseqüentemente, a queda acentuada do VA financeiro no PIB, a partir da vigência do Real, não é expressão do fim do processo de financeirização ou de seu enfraquecimento na economia brasileira, mas sim da mudança das condições estruturais de seu desenvolvimento, que se fariam, doravante, com base em novos ativos, num contexto de liberalização financeira, de baixa inflação e de política monetária restritiva. O Gráfico 6 traz as evoluções conjuntas das reservas internacionais, do fator acumulado da Selic real e do rendimento financeiro acumulado, estimado pelas diferenças acumuladas entre os estoques de ativos financeiros não monetários, deflacionados pelo IGP-DI. Como esperado, a capitalização dos juros pela taxa oficial responde por grande parte da expansão dos ativos financeiros na economia brasileira e pela atratividade que exerce sobre os fluxos de capital estrangeiro de curto prazo, fazendo com que as reservas internacionais entrem em uma trajetória similar de crescimento. Por outro lado, como observou Boyer (2004), trata-se de uma evidência indireta do impacto da financeirização sobre a dinâmica macroeconômica, pois permitiu que a taxa média de lucro permanecesse em crescimento enquanto a taxa de acumulação de capital fixo produtivo estava estagnada, no nível mais baixo de toda história do desenvolvimento industrial brasileiro.

4.3.1 A vinculação estrutural entre dívida pública interna e renda de juros

A dívida pública interna tem sido o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial no período 1991-2008, mas de uma maneira mais explícita. De fato, no período pré-liberalização dos anos 1980, a crise fiscal do Estado brasileiro já se articulava com as principais regularidades

macroeconômicas que permitiam a acumulação financeira desenvolver-se a partir dos ganhos inflacionários e das tendências à estagnação do produto. Mas o próprio ambiente de crise com alta inflação ocultava de certa forma, a funcionalidade do endividamento público para a expansão financeira. O Gráfico 7 descreve as trajetórias da dívida pública interna e externa líquida como percentagem do PIB. Observe-se que a dívida pública interna expande-se numa tendência linear determinística, alcançando 50% do PIB no mês de janeiro de 2009, enquanto no início da década de 1990 estava em torno dos 18%.

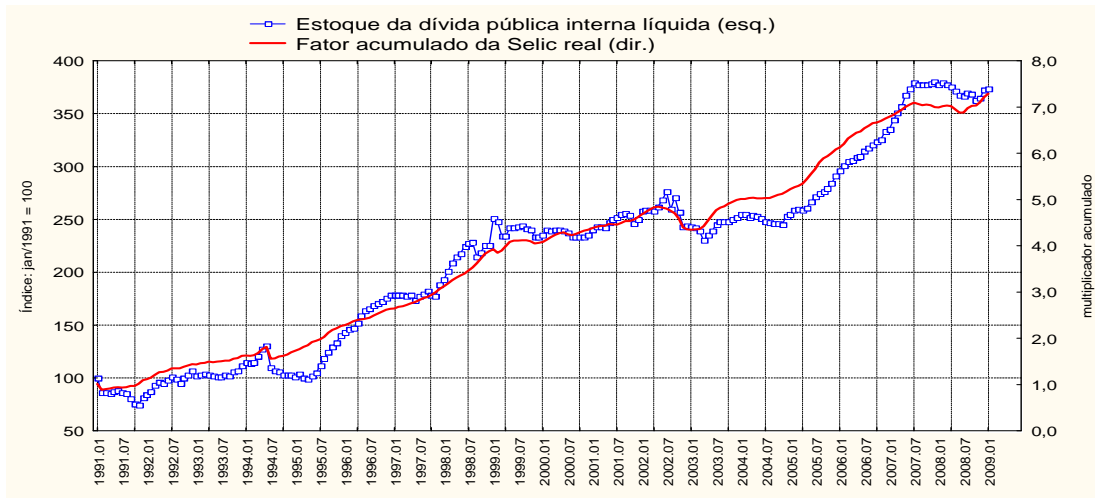
GRÁFICO 7 – DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E EXTERNA EM PERCENTAGEM DO PIB (1991-2009)



FONTE: BCB e IPEADATA.

Esta evolução sugere a possibilidade de uma trajetória explosiva para esta variável, uma vez que as quedas da razão dívida/PIB dão-se momentaneamente, pois logo em seguida retomam a tendência de crescimento de longo prazo. A hipótese da financeirização como um processo resultante de condições macroeconômicas específicas implica considerar que a macroestrutura financeira atualmente vigente na economia brasileira aprisiona as finanças públicas porque comanda a política monetária e fiscal, formatando-a segundo as prerrogativas da acumulação rentista. Por esta razão, pode-se considerar de um lado a endogeneidade da dívida pública no modelo econômico neoliberal e, de outro, a exogeneidade da taxa Selic, uma vez que esta se converteu em instrumento-chave da política monetária restritiva inerente à financeirização por renda de juros. O Gráfico 8 mostra a forte correlação positiva entre o crescimento do estoque da dívida pública interna (*DIVPUBINT*) a preços constantes e o fator acumulado da Selic real (*FATACSELIC*), que busca captar a lógica da capitalização composta, praticada pelos mercados financeiros.

GRÁFICO 8 – EVOLUÇÃO DO ESTOQUE DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA E DO FATOR ACUMULADO DA SELIC REAL (1991-2009)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do IBGE e IPEADATA.

Destaque-se que um aplicador que tivesse adquirido um título indexado à Selic em janeiro de 1991 e não o vendesse, teria seu capital multiplicado por 7 em janeiro de 2009. Trata-se de uma espetacular renda de juros, muito acima dos padrões internacionais, mesmo para uma economia ainda em desenvolvimento. Mas a questão dos vínculos causais entre essas variáveis é relevante para a sustentação empírica das hipóteses propostas neste trabalho. Uma análise econométrica para o período 1996-2009 revela que essas variáveis cointegram, desfrutando de uma tendência comum de evolução. Além disso, os testes de causalidade de Granger (Quadro2) revelaram que as variações da Selic precedem as variações na dívida pública, apontando para a existência de causalidade unilateral da renda de juros para a expansão do endividamento do setor público brasileiro.¹⁰

QUADRO 2 – TESTE DE CAUSALIDADE DE GRANGER PARA *DIVPUBINT* E *FATACSELIC* (1996-2009)

(Pairwise) Teste de Causalidade de Granger			
Amostra: 1996:1 – 2009:1			
Defasagens: 2			
Hipóteses nulas:	Obs.	Estatística F	P-valor
DLFACSELIC não causa, no sentido de Granger, DLDIVPUB	154	3.25212	0.04146
DLDIVPUB não causa, no sentido de Granger, DLFACSELIC		1.60421	0.20450

FONTE: elaboração própria

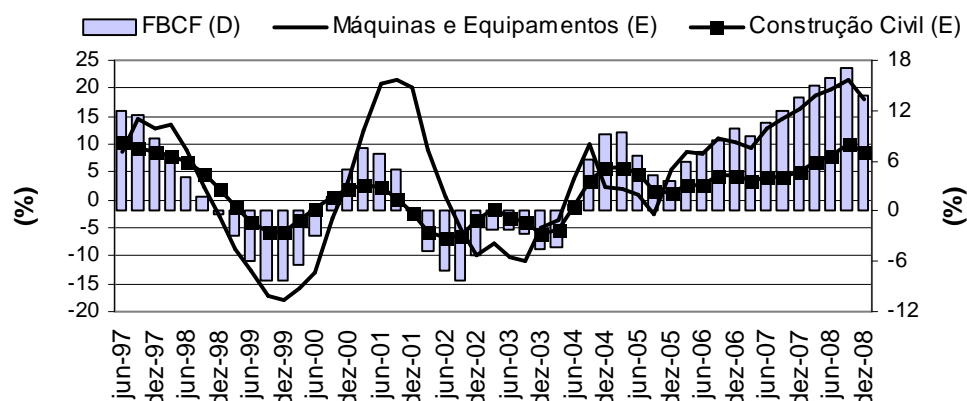
NOTA: O teste de Granger foi realizado para as duas séries em primeira diferença, pois ambas eram integradas de ordem um.

4.4 A FBKF em dois padrões contrastados, mas comandados pela financeirização

A dinâmica do investimento produtivo no Brasil permaneceu nitidamente cíclica até 2003, minando as bases para um crescimento econômico sustentável (Gráfico 9).

¹⁰ Por economia de espaço não serão apresentados todos os testes pertinentes às análises econométricas aqui desenvolvidas.

GRÁFICO 9 – FBKF E COMPONENTES: TAXAS DE VARIAÇÃO ACUMULADA EM 4 TRIMESTRES (1997-2008)



FONTE: IPEA.

Para testar a influência da renda financeira sobre o comportamento da taxa de investimento em capital fixo produtivo foi especificada uma relação entre esta variável e duas outras variáveis explicativas: o diferencial entre produtividade e salário médio real, como uma proxy da lucratividade do capital fixo produtivo (PR-RW) e o rendimento financeiro acumulado como percentagem da renda disponível bruta (RDB). Os resultados da estimação revelam a existência de uma relação de cointegração. Isto significa que existe uma relação de equilíbrio de longo prazo entre investimento, lucro empresarial e lucro financeiro, podendo ser interpretada como um resultado da macro-estrutura de base deste regime.

QUADRO 3 – RELAÇÃO INVESTIMENTO, LUCRATIVIDADE E RENDA FINANCEIRA (19916-2009)

Amostra: 1991: T3 2008: T4			
Observações: 70			
Erro padrão () e estatística t in []			
L(TXINV)	L(PR_RW)	L(RENDFINY)	C
	-0.529243	0.283373	-5.577660
	(0.10270)	(0.04989)	
	[-5.15340]	[5.67961]	

FONTE: elaboração própria

NOTA: O teste de Granger foi realizado para as duas séries em primeira diferença, pois ambas eram integradas de ordem um.

No Quadro 3, o fato de a elasticidade-lucro de longo prazo do investimento ter se revelado negativa embora significativa (-0,53), enquanto a elasticidade-renda financeira mostrou-se positiva e estatisticamente significativa (0,28), é um indício de que a financeirização atua diretamente sobre as decisões de alocação das poupanças empresariais do setor produtivo. Os aumentos da massa de lucro obtidos pelo crescimento dos ganhos de produtividade não são capazes de impulsionar a taxa de investimento, porque os ativos financeiros oferecem uma alternativa de revalorização muito mais atrativa, em termos de liquidez e risco, do que as imobilizações que a FBKF exige. Esta evidência

empírica sustenta a hipótese de que a financeirização por juros eleva a preferência pela liquidez dos empresários e detentores de capital e, conseqüentemente, tende a manter baixa a taxa de crescimento do estoque de capital fixo produtivo (taxa de acumulação de capital).

Deve-se destacar, porém, que esse resultado está fortemente influenciado pelos dados da subamostra 1991-2003, quando as taxas de juros reais permaneciam ainda mais elevadas e o ambiente internacional se encontrava sob os desdobramentos das crises financeiras de 1995 (México), 1997 (Ásia), 1998 (Rússia) e 1999 (Brasil); e novamente o Brasil em 2002/2003, em razão da mudança de governo, pois os detentores de capital e os mercados temiam uma mudança significativa na macroestrutura financeira de base da acumulação rentista-patrimonial. Nessas condições macroeconômicas, o regime de crescimento enquadrava-se no padrão *finance-dominated accumulation* entravando a taxa de acumulação de capital fixo produtivo. No período 2004-2008, a situação internacional é muito mais favorável ao Brasil, a demanda por *commodities* se eleva, bem como seus preços; e com o mercado interno mais aquecido, o investimento volta a crescer. Nessas condições macroeconômicas, o regime característico é um *finance-led growth* que pode emergir tanto pelo efeito-riqueza derivado da renda financeira (menos provável no caso brasileiro em razão da baixa percentagem da população com acesso a ativos financeiros) quanto pela maior oferta de crédito ao consumo e de financiamentos à produção e às exportações. A Figura 1, no anexo, busca proporcionar uma síntese da macro-estrutura da financeirização na economia brasileira, destacando os inter-relacionamentos por setores e classes sociais.

Considerações finais

Além de apresentar evidências empíricas, este artigo preocupou-se em sistematizar, em nível teórico, as principais abordagens que tratam do tema de financeirização, haja vista a carência de estudos sobre esta temática no Brasil. Também foi concedida especial atenção ao contexto histórico que determinou o surgimento do processo de financeirização no Brasil e no mundo.

A vigência de um regime macroeconômico subordinado à acumulação rentista-financeira não implica, necessariamente, a impossibilidade de crescimento econômico ou que a economia estará inevitavelmente condenada à quase-estagnação. O que as evidências empíricas revelam para os países sujeitos a um processo de financeirização é que suas economias não se mostram capazes de crescer a taxas elevadas e sustentáveis, pois tais regimes são muito sensíveis ao perfil de distribuição de renda (fator de mercado interno) e às mudanças de cenário internacional (fator de mercado externo), além de provocarem a contaminação das expectativas dos empresários pelas avaliações curto-prazistas dos mercados financeiros. Afinal, parte expressiva das grandes empresas produtivas tem sua estrutura de ativos comprometida com operações financeiras. Para países em desenvolvimento, a financeirização

torna-se um entrave estrutural ainda maior porque provoca a reconcentração funcional da renda em favor dos detentores de capital sem necessariamente induzi-los a elevar o nível de investimento produtivo, fator básico da geração de emprego e de renda. Trabalhos futuros deverão propor o desenvolvimento de indicadores de financeirização para o nível da firma e setorial, bem como a formulação de um modelo macroeconômico teórico que possa elucidar as condições de estabilidade dinâmica do regime de crescimento. A crise americana atual e seus impactos sobre a economia brasileira abrem um importante campo para pesquisas sobre as características e viabilidade de tais regimes.

Bibliografia

- AGLIETTA, Michel. *La Crise. Pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?* Éditions Michalon, 2008 ;
- _____. *La globalisation financière*. Éditions La Découverte, collection Repères, Paris. 1999 ;
- _____. *Macroéconomie financière*. vol 1 et 2, La Découverte, Paris, 2001;
- _____. (1998), “Le capitalisme de demain”
- ARROW K-J e DEBREU G , [1954], “Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy,” *Econometrica*, p-262/290.
- BELLUZZO, L.G.M. Dinheiro e as tranfigurações da riqueza. In: Tavares, M. C; Fiori, J. L (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, p.151-193, 1998. *Finança global e ciclos de expansão*. In: Tavares, M. C; Fiori, J. L (org.). Petrópolis: Vozes, p.87-117, 1999.
- BOYER, Robert. *La politique a l'ere de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches regulationnistes*. CEPREMAP, Paris, 1999.
- _____. *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 ;
- _____. *Théorie de la regulation*. Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2004 ;
- BRAGA Souza [1998], “Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”, in Tavares, Eds, “Poder e dinheiro”, Editora Vozes, 6^a edição, p-195/242.
- BRAGA Souza [1985], « Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo », Tese, Unicamp, São Paulo.
- BRUNO, M . *Régulation et Croissance Économique au Brésil après la libéralisation : un régime d'accumulation bloqué par la finance*. *Revue de la régulation Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, n°3/4, 2008.
- CAFFE Antonio Ricardo (2006), « 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) », Tese de Doutorado, Université de Paris XIII (Paris-Nord)
- CHESNAIS, François. *La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations*. Forum de La Régulation, Paris, 2003.
- _____. (1996), “A mundialização do capital”, São Paulo, Xamã.
- CORIAT, Benjamin. *Moves towards finance-led capitalism: the French case in The Hardship of Nations – Exploring the Paths of Modern Capitalism*. Edwar Elgar Publishing, Cheltenham, UK Northampton, MA, USA 2006;

- EPSTEIN, Gerald. *Financialization, rentier interests and Central Bank Policy*. PERI Conference on “Financialization of the World Economy”, December, 2001;
- EPSTEIN, Gerald A. and JAYADEV, Arjun. *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. 2005;
- FLOOD, R.P. and GARBER P.M [1980], “Market Fundamentals versus Price Level Bubbles: The First Tests,” *Journal of Political Economy*, 88, p-745 /770
- GUTTMANN, Robert. *A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis*. *Revue de la régulation Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, n°3/4, 2008.
- HERMANN, Jennifer. “Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964-1997 Period”. In : *JLAS*, pp 71-114, 2002.
- HERMANN, Jennifer; in SOBREIRA, R (org). *Regulação Financeira e Bancária*, SP: Atlas, 2005.
- HILFERDING Rudolf[1963], *El capital financeiro*. Madrid: Editorial Tecnos.
- KREGEL, J.A. Capital flows, global banking and financial crises in the post-Bretton Woods era as a guide to the 21st century’s financial crises, UNAM, Mexico City, June, 1998.
- KRIPPNER, Greta R. *The financialization of the American economy*, *Socio-Economic Review*, 173-208, 2005.
- LUCAS Robert (1978), “Asset Prices in an Exchange Economy,” *Econometrica*, 46, pp. 1429-45.
- MARQUETTI, Adalmir. 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.
- _____. *The rate of profit in the Brazilian economy 1953-2003*, in *Actuel Marx*, Paris, 2005;
- MINSKY, H. Can “it” Happen Again? *Essays on Instability and Finance*, M. E Sharpe, Inc., Armonk, New York, 1982.
- ORHANGAZI, Özgür. *Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector. A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003*. *Cambridge Journal of Economics* 1 of 24, 2008.
- PALLEY, Thomas. *Financialization: what it is and why it matters*. Working Papers n. 525, The Levy Economics Institut of Bard College. December, 2007;
- PLIHON, Dominique; Miotti, Luis. *Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires*, *La revue du CEPN*, no 85, 1o semestre, 2001.
- _____. (2005), “As grandes empresas fragilizadas pela finança”, in F. Chesnais, “A finança mundializada”, Boitempo Editorial.
- SERFATI Claude (1999), “O papel ativo dos grupos predominantemente industrias na financeirização da economia”, in F. Chesnais “A mundialização financeira”, Xama Editora.
- SETÚBAL, O. *Visão*. 29 de abril de 1974.
- SKOTT, Peter and RYOO, Soon. *Macroeconomic Implications of financialization*. University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, Working Paper 2007-08, 2007.
- SOBREIRA, R (org). *Regulação Financeira e Bancária*, SP: Atlas, 2005.
- STOCKHAMMER, E. *Financialization and the slowdown of accumulation*. *Cambridge Journal of Economics*, n. 28, p. 719-741, 2004.
- _____. *Some stylized facts on the finance-dominate accumulation regime*. Political Economy Research Institut – PERI – University of Massachussets Anherst, 2007.

ANEXO: FIGURA 1 – MACRO-ESTRUTURA DA FINANCEIRIZAÇÃO POR JUROS EM SETORES E CLASSES SOCIAIS NA ECONOMIA BRASILEIRA

