

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A ECONOMIA FINANCEIRIZADA: O NOVO  
PADRÃO DE RIQUEZA GLOBAL**

RAFAEL CATTAN

DRE: 108084481

ORIENTADOR: Prof. Carlos Pinkusfeld Bastos

JULHO, 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A ECONOMIA FINANCEIRIZADA: O NOVO  
PADRÃO DE RIQUEZA GLOBAL**

---

RAFAEL CATTAN

DRE: 108084481

ORIENTADOR: Prof. Carlos Pinkusfeld Bastos

JULHO, 2013

**As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.**

## ÍNDICE

<b>Introdução .....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO I: O DESENVOLVIMENTO DA FINANCEIRIZAÇÃO À LUZ DOS SISTEMAS</b>	
<b>FINANCEIROS INTERNACIONAIS .....</b>	<b>8</b>
I. 1.1 O sistema monetário internacional do padrão libra-ouro .....	8
I. 1.2 Dos antecedentes de Bretton Woods ao seu fim: a construção da hegemonia americana.....	10
I. 1.3– A Era pós - Bretton Woods e a onda Neoliberal .....	17
I. 2 O balanço global.....	22
<b>Capítulo II – Os fundamentos teóricos da Financeirização .....</b>	<b>25</b>
II. 1 - O que é Financeirização?.....	26
II. 2 - Capital fictício, Moeda e Liquidez - A teoria monetária da financeirização ....	30
II.3 - Capital monopolista e subconsumo .....	34
II.4 – “Share-holder Value” e a mudança na governança corporativa.....	36
II.5 - A dinâmica globalizada da financeirização .....	39
<b>Capítulo III – Os resultados da Financeirização.....</b>	<b>44</b>
III.1 Redução do crescimento .....	45
III.2 Financeirização e o aumento da desigualdade social.....	50
III.3 Maior Ocorrência de Crises .....	55
<b>Conclusão.....</b>	<b>60</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>63</b>

## RESUMO

Este trabalho se propõe a analisar o processo de *financeirização* da economia capitalista moderna, compreendido como a dominância do capital portador de juros sobre a economia produtiva. Refletindo mudanças nas práticas econômicas em um mundo cada vez mais globalizado, a análise vigente neste trabalho busca tanto em fatores macroeconômicos, como o padrão monetário internacional e a criação de moeda, quanto em aspectos micro, como as novas formas de gestão corporativa, elementos fundamentais para a compreensão de um novo padrão de gestão da riqueza no mundo. Podendo ser percebido, sobretudo, a partir do fim do Acordo de Bretton Woods, a natureza instável da *financeirização* colaborou para o aumento da desigualdade, para a redução do nível de crescimento econômico global e para a maior ocorrência de crises econômicas na maior parte dos países.

Palavras-chave: *Financeirização, capitalismo, padrão monetário Internacional.*

## INTRODUÇÃO

O capitalismo se notabiliza por ser um sistema capaz de realizar não somente profundas transformações de cunho econômico, estabelecendo-se como um reprodutor incomparável de riqueza, mas também por modificar as estruturas sociais existentes e até redesenhar as relações geopolíticas do globo. Ainda que a formatação capitalista de cada país seja amplamente diferente, uma da outra, em função de inúmeros fatores próprios de cada Estado nacional, tais como sua formação histórica, sua capacidade técnica e disponibilidade de recursos, é possível reconhecer traços em comum de um modelo econômico dominante; ou seja, padrões de gestão da economia adotados por parte significativa dos principais atores globais, sejam eles Estados, ou corporações.

Neste sentido, desde meados da década de 1970, em especial com o fim dos Acordos de Bretton Woods estabelecidos em 1944, percebeu-se o desenvolvimento de uma nova configuração de organização econômica, em especial nos principais países desenvolvidos. Desde o padrão monetário vigente na maior parte das transações externas globais, até a forma de gerência corporativa, incluindo mudanças nas relações de classes e o avanço da economia globalizada, o cenário capitalista global passou a ganhar uma nova feição.

Neoliberalismo, “nova economia”, pós-fordismo, são apenas algumas das designações concebidas na tentativa de se criar um padrão-objeto de análise do período em questão. Dentre os fatores que se inserem neste novo modelo capitalista globalizado, deve-se destacar a financeirização, o objeto de estudo deste trabalho. Compreendida como um padrão de comportamento econômico do capitalismo pós-Bretton Woods, este processo passou a ser mais bem definido e desenvolvido na literatura econômica nos últimos vinte anos, demonstrando-se extremamente necessário para a compreensão do modelo econômico dominante.

Este trabalho, por sua vez, procura fazer uma ampla análise dos principais fatores que contribuem para a explicação da financeirização, assim como ilustra as principais análises e contribuições teóricas a seu respeito, além de diagnosticar as principais consequências na dinâmica capitalista atual.

No primeiro capítulo far-se-á uma exposição dos padrões monetários internacionais, desde o sistema ouro-libra ao padrão dólar flexível dos dias de hoje, ilustrando como o cenário onde o comércio e a circulação de capital no mundo atuam, é fundamental para se compreender o contexto no qual foi possível o desenvolvimento da financeirização econômica. O segundo capítulo fará um apanhado do estatuto teórico do objeto de estudo em questão, de forma a se compreender os principais fundamentos explicativos para este fenômeno dentro da literatura econômica. Por fim, o terceiro capítulo será responsável por expor as principais consequências que este novo padrão de gestão da riqueza proporcionou, seguido de uma conclusão dos principais fatos abordados neste trabalho.

## **CAPÍTULO I: O DESENVOLVIMENTO DA FINANCEIRIZAÇÃO À LUZ DOS SISTEMAS FINANCEIROS INTERNACIONAIS**

O sistema monetário internacional refere-se às principais condutas, leis e regras que governam as relações financeiras entre os países. Dentre seu escopo, destacam-se três características básicas que definem sua estrutura: a formulação da taxa de câmbio, os tipos de ativos negociados no comércio e, ainda, a forma de ajuste de desequilíbrios nos balanços de pagamento. Este trabalho buscará analisar três diferentes sistemas monetários que foram hegemônicos no padrão financeiro internacional.

O primeiro a ser destacado é o padrão ouro-libra, que se estendeu da segunda metade do século XIX até a primeira grande guerra. O segundo foi o sistema proveniente dos acordos político-econômicos do pós-segunda guerra, conhecidos como acordos de Bretton Woods que se estendeu de 1944 até 1973. Por fim, será destacado o modelo financeiro pós - Bretton Woods, o padrão monetário internacional conhecido como dólar-flexível, que governa os padrões financeiros internacionais até os dias de hoje e que dará escopo à análise da financeirização econômica, tema central do presente trabalho.

### **I. 1.1 O sistema monetário internacional do padrão libra-ouro**

O padrão monetário ouro-libra se desenvolveu a partir da hegemonia da Inglaterra nos campos industriais e financeiros e estendeu-se, também, ao campo geopolítico (militar) através de sua estratégia imperialista.<sup>1</sup> Tendo como justificativa teórico-ideológica os trabalhos de Hume (1752), que ganharam importante reforço com a teoria das vantagens comparativas, desenvolvida posteriormente por Ricardo, o padrão ouro-libra seria

---

<sup>1</sup> Segundo SERRANO & MEDEIROS em “Padrões Monetários Internacionais e Crescimento” (1999), uma das três características chave dos padrões monetários internacionais é a de o país hegemônico expandir sua conduta em termos geopolíticos. Ou seja, é uma das formas de exposição das diferenças estruturais entre os países integrados ao sistema.



responsável por equilibrar os mercados internacionais em função da causalidade entre o estoque de moeda (metal) e os preços relativos internos.

Teoricamente, seu funcionamento é decorrência do seguinte mecanismo: uma balança comercial que inicialmente sofresse um déficit provocaria a saída de estoque de ouro do país, fazendo com que os preços internos desse mesmo país se ajustassem ao novo estoque de moeda, ou seja, diminuíssem de valor. Assim, num dado momento seguinte, este país, dispondo de um nível de preços relativamente mais baixos, se tornaria mais competitivo beneficiando-se, assim, das exportações. Os superávits, por sua vez, seriam responsáveis pela entrada de ouro e pela nova subida dos preços, caracterizando o ajuste automático do balanço de pagamentos nacionais. O padrão ouro, portanto, tinha taxas de câmbio fixas e pressupunha a variação dos preços em função do estoque metálico nacional.

Neste sistema, a libra assumiu a função de moeda-chave do sistema. Isto significa dizer que foi a moeda internacionalmente aceita como meio de pagamento, conferindo à Inglaterra enorme flexibilização de sua restrição externa. Este sistema se manteve inalterado, grosso modo, enquanto a Inglaterra se mantinha como potência econômica hegemônica, que se traduzia em uma posição estável de seu balanço de pagamentos, por sua dominância industrial (auferida por sua competitividade) e por seu poderio bélico. É importante destacar que mesmo com uma balança comercial deficitária, a Inglaterra teve seu equilíbrio externo (e status quo) preservado, em função da conta de serviços de não fatores, pelo influxo de renda recebida do exterior e também pelo saldo comercial positivo com as colônias (De Cecco, 1984, apud, Medeiros, C. & Serrano, F. pg.121).

DATHEIN (2005) resume o funcionamento do padrão-ouro libra da seguinte maneira:

“Na prática, este mecanismo automático nunca funcionou conforme teoricamente previsto, devido às desigualdades estruturais entre os países, às assimetrias do comércio internacional e à rigidez de preços e custos. O que existiu foi um padrão moeda dominante, no caso um padrão libra-ouro, tendo em vista a hegemonia britânica nos campos industrial, financeiro, comercial e político-militar” (p.52).

Esta situação, portanto durou até a primeira guerra mundial, quando o país passou a sofrer forte concorrência de outros países, sobretudo dos EUA. Serrano (2002, pg. 242) destaca que, além da concorrência industrial, a Inglaterra passou a incorrer em

crecentes déficits em conta corrente, inúmeras dificuldades de captar divisas de curto-prazo e, ainda, teve que arcar com despesas financeiras significativas para saldar a dívida contraída durante este período, em especial com os EUA seu principal credor. Dessa forma, o escoamento do ouro mundial passou a ganhar uma nova direção: os EUA. Este processo simbolizou a perda da hegemonia britânica e deu lugar a mudanças estruturais nas relações econômicas entre as principais potências do globo.

### **I. 1.2 Dos antecedentes de Bretton Woods ao seu fim: a construção da hegemonia americana**

O período histórico conhecido como pós – 2<sup>a</sup> guerra presenciou não somente uma reestruturação de cunho geopolítico, mas, sobretudo, deu origem a uma nova ordem econômica global. Nesta seção, pretende-se analisar as principais mudanças de fundamento macroeconômico ocorridas no âmbito do sistema financeiro internacional, surgidas no fim da II Guerra mundial.

Os principais países da Europa, que desde a crise de 1929 não conseguiram recuperar seu nível de atividade econômica, assistiram o mesmo definhando após a imensa destruição material sofrida após a II Grande Guerra. No início da década de 1930, o total das exportações mundiais era pouco mais de 1/3 do que havia sido quatro anos antes. O mundo passava por uma espiral recessiva e uma nova potência procurava demarcar seu papel no quadro global (MOFFIT, 1984, pg.15).

Neste período, os EUA se consolidaram como a maior potência econômica e detinham, não apenas o maior mercado consumidor do mundo, mas uma imensa capacidade produtiva, além de gerar sucessivos superávits comerciais. De acordo com LICHTENSZTEJN (1986), se em 1928 as reservas auríferas do país correspondiam a 55% do total mundial, em 1946 a América do Norte detinha mais de 70% da mesma.

Particularmente após 1939, a economia norte-americana manteve um crescimento contínuo de seu produto agregado, sustentado pelos esforços de guerra, planejamento estatal e alta produtividade em segmentos industriais intensivos em capital, além de se firmarem como principal credor do globo. Com o papel de novo “hegemon”, coube aos EUA preencher o vácuo de poder e restabelecer a dinâmica do comércio internacional.

Também neste momento de instabilidade do entre guerras, a única moeda internacionalmente aceita no comércio, era o Dólar americano, que, passou a, paulatinamente, dividir com o ouro a posição que outrora fora ocupada pela Libra.

A continuidade do padrão-ouro como modelo monetário, no entanto, passou a ser questionada tendo em vista que, de um ponto de vista teórico, há limitações e rigidez às políticas contra-cíclicas domésticas, e de um ponto de vista da prática internacional, houve exacerbação do protecionismo e práticas de intervenção comercial coordenada que se generalizaram desde os anos 1930<sup>2</sup>. Neste contexto conturbado, amplos debates entre EUA e Inglaterra, personificados entre Keynes, o “mais influente pensador econômico do século XX”<sup>3</sup>, e Harry White, o então principal interlocutor do secretário do Tesouro Americano, tomaram vez nas discussões sobre os rumos da economia internacional.

Enquanto o representante do Ministério da Fazenda Inglês se demonstrou um árduo crítico do padrão-ouro clássico, White buscava conciliar a consolidação dos EUA como centro do poder financeiro mundial com o padrão monetário vigente, a fim de restaurar o mercado consumidor do bloco europeu. Keynes, por sua vez, criticava a rigidez que o ouro trazia à política monetária, de forma que a emissão de moeda estava restrita à descoberta do metal, emperrando a dinâmica da política monetária que ao invés de se mover em função do valor agregado bruto nacional, estava limitada por um minério escasso no mundo.

O desdobramento do debate foi, presumivelmente, em favor dos interesses norte-americanos e resultou na criação de duas das mais importantes instituições econômicas supranacionais no mundo: o FMI e o Banco Mundial, filhos do acordo internacional de Bretton Woods, assinado em junho de 1944<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Ainda que se fale de modelo monetário, é importante notar que a crise dos anos 20, associada ao pós-1<sup>a</sup> Grande Guerra e, posteriormente à Grande Depressão, evidencia uma conturbada ordem monetária internacional. Assim sendo, a ideia de modelo monetária proveniente do Padrão-Ouro pode ser questionada.

<sup>3</sup> Ver MOFFITT, M. "O dinheiro do mundo" (1984).

<sup>4</sup> O que conhecemos como Banco Mundial se constitui das seguintes instituições: Banco Internacional de Reconstrução e fomento, Corporação Financeira Internacional, Associação Internacional de Fomento, e o Centro Internacional de Acertos de Diferenças Relativas a Investimentos (CIADI).

Segundo as palavras de MOFFITT:

“O principal objetivo dos acordos de Bretton Woods era proporcionar um clima monetário estável a fim de facilitar a retomada do comércio internacional. Havia a intenção de estabelecer novas regras de comércio, com as quais os países comerciantes pudessem conviver, e confiar a uma nova agência internacional a autoridade de fazê-las cumprir. Essa era a responsabilidade do FMI.” (p. 20).

Mais especificamente, coube ao FMI, a promoção e cooperação monetária internacional através da consulta e colaboração da própria instituição, cooperar na expansão e crescimento do comércio, estabilizar as taxas de câmbio, estabelecer um sistema multilateral de pagamentos para as operações em conta-corrente, dentre outras funções de caráter fiscal/regulatório.<sup>5</sup> Desse modo, Bretton Woods traduziu um esforço dos EUA para recompor o comércio internacional garantindo liquidez internacional para compensar déficits externos sem gerar pressões deflacionárias nos países centrais.

Com a intenção de estabelecer novas regras de comércio e uma agência para a garantia das mesmas, o acordo foi responsável pela transição do padrão-ouro clássico para o chamado padrão-ouro dólar, que apesar de manter as paridades cambiais fixas, o que pressupunha equilíbrio nas contas externas dos países em relação a tais taxas de câmbio, estabeleceu que todas as moedas nacionais seriam aceitas, conquanto se mantivessem conversíveis em ouro.

Vale notar que, diante da fragilidade econômica dos principais países da Europa, o único país com amplas reservas em ouro e um balanço de pagamentos superavitário, eram os EUA. O novo padrão monetário, conseqüentemente, expunha uma situação assimétrica ao conferir ao dólar a posição de moeda chave do sistema monetário internacional, dado que era a única moeda realmente conversível no metal. BASTOS (2005. Pg.3) ressalta que além da deficiência estrutural do acordo, foram incluídas liberalizações nas contas de capitais e fortes expectativas da volta à conversibilidade, o que resultara num acordo politicamente insustentável<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Para maior detalhamento da função do FMI, ver BAER, Monica & LICHTENSZTEJN Samuel, 1987.

<sup>6</sup> Ver BASTOS (2005).

Ainda que os acordos de 1944 tenham sido efetivamente implementados e capazes de dar maior fôlego à economia europeia através de uma institucionalidade mais robusta e fácil acesso ao crédito do Fundo, suas medidas não foram suficientes para reerguer o nível de atividade do pré-guerra. A recuperação da Europa no início da década seguinte foi, essencialmente, a consequência das mudanças políticas provenientes dos EUA a respeito de sua nova ameaça externa: a União Soviética.

A “ameaça soviética” significava, grosso modo, a aderência dos países europeus ao socialismo praticado pela URSS e a extinção do modelo de mercado capitalista. A Guerra Fria, portanto, foi responsável pelo maior plano de ajuda financeira que os EUA já haviam criado: o plano Marshall. MOFFIT (1984) deixa clara a dimensão da ajuda (e preocupação) da política estadunidense. “*Durante a curta existência do plano Marshall, os EUA enviaram mais recursos ao exterior do que o Banco Mundial e o FMI seriam capazes de enviar juntos.*” (pg. 26).

Para se ter uma ideia, entre 1948 e 1952, o plano foi responsável pelo envio de 12 Bilhões de dólares, ou quatro vezes mais do que as duas instituições supracitadas haviam financiado neste período. No total, os EUA enviaram para o Japão e Europa, uma quantia de aproximadamente 84 bilhões de dólares em empréstimos e concessões, fora os gastos militares e concessões comerciais<sup>7</sup>. Assim, aos poucos os superávits comerciais dos EUA se transformaram em déficits globais, não somente através da enxurrada de dólares que chegou à Europa via déficit no Balanço de Pagamentos norte americano, mas pela própria recuperação da competitividade do velho continente.

Dessa forma, a antiga escassez de dólares, provocada pela assimetria nas contas externas entre os Estados Unidos e Europa, deu lugar à abundância de dólares. À título de ilustração, vale relevar que entre 1965 e 1969, o déficit do balanço de pagamentos global do país, alcançou a casa dos US\$ 3 bilhões anuais.

Assim, a evasão de dólares sem contrapartida nos balanços de pagamentos dos parceiros comerciais da Europa expôs uma situação insustentável para o sistema de paridades cambiais fixas, tornando iminente a desvalorização da moeda americana. Ou seja, à medida que se reduzia o superávit em transações correntes dos EUA, ficaria cada vez

---

<sup>7</sup> Ver MOFFIT, M. “O dinheiro no mundo”. 1986.

mais insustentável a posição deste país como emissor da moeda internacional, caso se tornasse, gradativamente, devedor líquido e não credor internacional.

TAVARES (1997, pg. 31) afirma que esta posição potencialmente frágil das contas externas americanas só foi possível graças à “filialização” dos bancos americanos na Europa, forçando os bancos centrais a aceitarem os déficits em dólares em troca de manter a solvência de suas políticas monetárias. Sendo assim, posteriormente, os bancos europeus passaram a emitir crédito denominado na moeda - chave do sistema, criando o chamado circuito do Eurodólar a partir da década de 1960. Ou seja, na medida em que estas operações financeiras ainda não estavam amparadas por um aparato institucional mais robusto, criou-se um circuito de crédito denominado em dólares que não tinha mais contrapartida com o déficit americano.

Na prática, bancos americanos passaram a contornar a regulação financeira doméstica e iniciaram operações na Europa, que incluíam desde depósitos em dólares a empréstimos na moeda americana. Isto significou que grandes bancos americanos passaram a controlar a expansão monetária sem controle e regulamentação, seja nacional ou internacional. Este circuito de eurodólares foi, ainda, potencializado na década de 70, quando os países da OPEP desfrutaram de superávits robustos em função do choque do preço do petróleo e passaram a depositar fundos financeiros no mercado europeu, criando o circuito conhecido como petrodólares.

Dessa forma, a grande quantidade de dólares circulante no mercado europeu, aliada à ampliação da demanda efetiva dos EUA em função de seu ritmo de crescimento consistente, ampliou simultaneamente a liquidez global e as ondas especulativas no mercado cambial, e, portanto, de ativos financeiros. Além disso, em decorrência da guerra-fria, a estratégia de apoio adotada para o desenvolvimento dos países sob sua influência ideológica, abalou o status-quo norte americano, que, apesar de ser a maior economia do mundo e emissora da moeda-chave do sistema, sofreu revezes em sua posição de protagonista.

Antes de por fim ao cada vez mais frágil acordo de Bretton Woods, portanto, a economia norte - americana encontrava-se numa posição paradoxal. Ao mesmo tempo em que provia a liquidez global através da emissão de dólares e abastecia o circuito dos Eurodólares, punha em cheque o risco da inconversibilidade de sua moeda, visto que seu déficit externo só fazia crescer. Esta posição ficou conhecida como dilema de

Triffin: se por um lado os EUA incorriam em déficits contínuos em seu balanço de pagamentos, o comércio internacional dependia do influxo da moeda-chave para garantir sua liquidez. (Serrano, 2002, pg.246).

Precisando melhor a perturbada conjuntura internacional, SERRANO (2002) <sup>8</sup> a descreve da seguinte forma:

*“A nova situação de inconvertibilidade e flexibilização das taxas de câmbio dos países centrais gerou grandes ondas especulativas, dado um contexto em que a demanda efetiva e a liquidez internacional cresciam, impulsionadas tanto pelo crescimento da economia americana quanto com a expansão do circuito offshore do Eurodólar.”* (pg. 250).

Assim, em 1971 os EUA abandonaram a convertibilidade de sua moeda e mostraram ao mundo que as políticas acordadas em Bretton Woods já não eram mais sustentáveis. A sangria dos estoques de ouro nos EUA, aliada às sucessivas derrotas no campo de sua política externa e na recuperação do mercado europeu e japonês, trouxe à tona o fim do acordo de 1944.

Vale notar, no entanto, que um país que tem o poder de emitir a moeda internacionalmente aceita e, conseqüentemente, de equilibrar seu balanço de pagamentos, detém um “privilégio exorbitante” <sup>9</sup>, não somente pelo fim da restrição externa, mas pelo poder de delimitar a taxa de juros mundial de forma unilateral.

Em 1971 as reservas internacionais estrangeiras em dólares somavam US\$ 50 bilhões, 108% superior ao ano anterior. Dados de KILSTAJN (1989, pg. 94) revelam que no ano em que foi anunciada a mudança do regime de câmbio vigente, o passivo externo dos EUA somado ao passivo de eurodólares, totalizava mais de USD 130 bilhões, algo próximo de 11% do PIB norte americano.

Ao contrário do que se esperava, porém, a ordem econômica global não sofreu grandes abalos em sua estrutura. O dólar, ainda que tenha sofrido desvalorização e perda de sua

---

<sup>8</sup> Ainda que este trabalho não se proponha a entrar no mérito da validade teórica do dilema de Triffin, deve-se notar que o mesmo é questionado por parte significativa da literatura econômica heterodoxa, inclusive pelo próprio SERRANO, F.

<sup>9</sup> Nas palavras do presidente francês Charles De Gaulle, se referindo aos ganhos de senhoriação internacional, a respeito da emissão da moeda internacional por parte de apenas um país: os EUA.

exclusividade dentro do balanço das firmas multinacionais, permaneceu (e ainda permanece) a moeda chave do comércio internacional. Além disso, o poder conferido às autoridades monetárias norte-americanas continuou existindo através de sua capacidade de emissão (e ajuste externo) e de definição da taxa de juros de referência no mundo. A flexibilização do câmbio, somado à liberalização dos controles de capitais, no entanto, abriram as portas para uma nova formatação do sistema financeiro internacional.

Podemos, assim, resumir os principais pontos que marcam o período que Beluzzo (1997, pg. 171) classifica como o fim do capitalismo keynesiano do pós-guerra, como:

- 1) A subida do patamar inflacionário.
- 2) O mercado de euro-moeda, a partir dos déficits no balanço de pagamentos dos EUA.
- 3) Regime de câmbios flutuantes a partir de 1973, com o fim dos acordos de Bretton Woods.

Provocando a desvalorização de todas as moedas internacionais que participavam do circuito financeiro globalizado, a alta dos juros estabelecida por Paul Volcker, então presidente do FED, em 1979, provocou também a crises de dívida externa de diversos países devedores, com destaque para grande parte da América latina, outrora agraciada com capital externo para o financiamento de suas políticas desenvolvimentistas ao longo das décadas anteriores ao choque.

Dessa forma, não somente a Europa fora afetada, mas também Japão e os países do Terceiro Mundo, que, estavam fortemente endividados frente a um mercado financeiro internacional controlado, em última instância, pelas decisões do banco central norte-americano (TAVARES, M.C. 1997).

As décadas de 70 e 80 ficaram marcadas, assim, pela ruptura com o que pode ser compreendido como o regime de acumulação “fordista” e Estado keynesiano, que funcionou desde o fim da segunda guerra mundial até aproximadamente o choque do petróleo e o fim de Bretton Woods em 1973. Além do fenômeno da estagflação, alimentado pela flutuação cambial, choques de commodities e incapacidade de resposta dos salários dos trabalhadores, grande parcela dos países desenvolvidos viu seus índices



de miséria crescerem vertiginosamente<sup>10</sup>. Paralelamente, as atividades financeiras e bancárias internacionais cresceram numa taxa superior a 25% anuais, ao mesmo tempo em que o nível de endividamento do terceiro mundo alcançava níveis extraordinários. A título de ilustração, Brasil e México, juntos, deviam cerca de 160 Bilhões de dólares na época (MOFFIT, 1984, pg. 95). Nas palavras do mesmo:

“A economia mundial contraiu uma doença essencialmente britânica. Na Grã – Bretanha a economia real está morrendo, mas a City está florescente como nunca. Os velhos pubs e os restaurantes privados da City regurgitam de gargalhadas ruidosas e pessoas de bom humor. Mas, além da milha quadrada que delimita a City, a depressão e a amargura dominam o cenário. E cada vez mais, o mesmo vale para o mundo com um todo.” (pg. 219).

### **I. 1.3– A Era pós - Bretton Woods e a onda Neoliberal**

Como já foi expresso anteriormente, os chamados regimes monetários internacionais são basicamente definidos por regras e convenções que codificam as relações entre as moedas nacionais. O novo padrão monetário internacional, caracterizado pela predominância da chamada doutrina neoliberal, não substituiu formalmente o padrão-ouro em sua estrutura institucional. O que de fato ocorreu foi a desregulamentação do antigo regime e a continuidade de um sistema hierarquizado em torno das principais moedas do mundo, mantendo como moeda-chave o dólar.

A partir da liberalização econômica, em especial da maior liberdade de fluxos de capitais externos, e o fim de acordos que limitavam variáveis como juros e crédito (tal como o Glass Steagall Banking Act – 1933 e a Regulation Q<sup>11</sup>) os bancos passaram a modificar suas técnicas de administração de passivos, criando crédito sem a necessidade da contrapartida em depósitos, ou seja, se alavancando.

---

<sup>10</sup> Medido pela soma das Taxas anuais de Inflação e Desemprego. Em MOFFIT, M. (1988), “O Dinheiro no mundo”, o índice de miséria dos EUA salta de 6,7% em 1968 para 17,2% em 1981.

Seção 11 do original: Banking Act of 1933 – acordo que, entre 1933 e 2011, proibia a remuneração de depósitos bancários simples e entre 1933 e 1986 limitava a taxa de juros de diversos tipos de depósitos bancários, como as contas NOW e poupanças.

Braga (1997, pg. 203-204) sistematiza as principais mudanças institucionais no tocante à criação e gestão de ativos de forma a escapar do arcabouço regulatório que mantiveram, até a década de 1970, a disciplina financeira nos EUA. Em 1961 o CityBank criou os chamados CDs, ou depósitos negociáveis, que eram títulos de depósitos bancários negociáveis em mercado secundário e com juros livre do teto pré-estabelecido. Na década de 1970, após a criação dos fundos mútuos, surgiram os “Now-Negotiable Order of Withdrawal Account”, as “Automatic Transfer Service Accounts”, dentre outras. Em 1977 o banco Merrill Lynch, a fim de expandir sua forma de captação, desenvolveu, ainda, as “Cash Management Accounts (CMA)” que tinha rentabilidade elevada associada a opções de crédito, lançamentos de cheques e corretagem. Sem contar com as Super Now- Accounts, que eram contas de depósitos bancários com duração de três meses e rentabilidade vinculada a Títulos do Tesouro Americano, as Money Market Deposit Accounts, também livres da Regulation Q e, mais recentemente, os chamados derivativos.

Este novo processo, que se iniciou com o fim formal dos acordos de Bretton Woods e a liberalização das taxas de câmbio, ganhou maior significância a partir da década de 1980 e, em linhas gerais, perdura até os dias de hoje. Dentre as características macroeconômicas do modelo neoliberal, podemos relevar que, além do já citado crescimento do poder do capital portador de juros<sup>12</sup>, o forte controle de salários, desmantelamento dos sistemas de proteção social, desemprego e baixo crescimento aliado à maior frequência de crises, sobretudo nos países da periferia, internacionalização produtiva.

No tocante ao padrão-monetário, que se pretende o foco deste capítulo, é importante destacar que o novo modelo, o dólar flexível, reestabilizou a hegemonia americana por dois principais motivos: a) as autoridades monetárias eram livres para valorizar/desvalorizar as paridades cambiais conforme a conveniência de sua política interna; b) praticamente todos os contratos de ativos financeiros negociados na esfera global tinham em uma das pontas o dólar (Serrano, 2002, pg. 21).

Ou seja, sem a o risco da possível inconversibilidade do dólar em ouro, a moeda americana permanece intocável, no topo da hierarquia financeira global. Tavares (1997)

---

<sup>12</sup> Definido como simplesmente capital financeiro, ou “finança” em CHESNAIS, F. “A Finança mundializada”, 2004.

afirma que a política econômica estadunidense (em especial o choque de juros de 1979), foi um plano bem definido, cujo fito era a recuperação de sua hegemonia. Descrevendo a posição da moeda, a autora afirma:

“... (o dólar cumpre) o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas, vale dizer, onde não há padrão monetário rígido. Como é óbvio neste sistema monetário “financeirizado”, as funções centrais do dólar são a função de **segurança** e a de **arbitragem**”<sup>13</sup>. (p.64)

A globalização financeira passou, assim, a não somente interligar as taxas de câmbio, agora flutuantes, como tornou a taxa de juros uma função das composições de portfólio internacionais. Tanto de empresas quanto de famílias, que passaram a desfrutar destes ativos.

Com o fim das paridades cambiais fixas, não apenas as autoridades monetárias dos países industrializados, mas as grandes corporações financeiras ganharam maior flexibilidade na gestão/criação de ativos. Esta nova conjuntura macroeconômica só fez crescer a importância e tamanho dos fluxos de capitais globalizados, além de criar novos mecanismos de financiamento bancário.

Bourguinat, apud Chesnais (2004, pg.46), destaca três elementos básicos da nova globalização financeira: a *desregulamentação*, que significa a liberalização e carência de controle sobre os fluxos financeiros e monetários; a *descompartimentalização*, que significa a multiplicidades dos ativos em termos de mercado que ocupam, seja do ponto de vista do tipo (juros, câmbio, crédito), seja de sua área de atuação (interna ou externa); e ainda, a *desintermediação*, que se refere à participação de diversos tipos de investidores institucionais no mercado de crédito, anteriormente reservado aos bancos.

Podemos inferir que tanto o Euromercado, quanto as praças “off-shore” e as finanças diretas, são resultados da mudança regulatória a cerca dos ativos financeiros internacionais e sua respectiva mobilidade. Além dos controles cambiais, foram abolidos dos principais países industrializados restrições ao acesso a mercados

---

<sup>13</sup> Grifo do autor.

múltiplos de ativos por parte de instituições financeiras e controles quantitativos ao crescimento do crédito.

Durante a década de 1970, as atividades bancárias cresceram a uma média de 25% ao ano. No início da década seguinte o Euromercado já estava avaliado em USD 2 trilhões, configurando-se como uma grande feira mundialmente integrada, ao passo que os níveis de atividade econômica produtiva cambaleavam, sobretudo no terceiro mundo aonde a dívida externa chegou a mais de USD 600 bilhões (MOFFIT, 1984, pg.67).

Desde 1973, Alemanha, Suíça e Canadá se adiantaram no tocante às novas regras da política econômica internacional e aboliram qualquer entrave à circulação de capital externo, sendo rapidamente seguidos dos EUA no ano seguinte e Inglaterra, Japão, França, Itália, Portugal e Espanha durante as duas décadas subsequentes (EATWELL, 1996, pg. 1).

É curioso notar que tanto o FMI quanto o Banco Mundial mudaram significativamente suas práticas de política econômica nas décadas seguintes ao fim de Bretton Woods. Enquanto ambos defendiam, tanto o controle de capitais, quanto fiscalizavam o destino do crédito internacional no bojo de sua criação, as práticas adotadas por estes organismos, hoje em dia, são simetricamente opostas. Ou seja, moldadas sob o cunho do neoliberalismo dos anos 80, deram início a práticas de favorecimento da livre mobilidade de capitais e bens, além da redução de barreiras fiscais entre os países em busca da suposta eficiência e equilíbrio automático dos balanços de pagamentos e das taxas de juros de longo prazo (EATWELL, 1996, pg.6).

Outro aspecto relevante do novo padrão do capital financeiro é sua tendência de curto-prazo, característica de movimentações especulativas. Ou seja, onde as decisões dos acionistas são um imperativo para a tomada de decisão de uma empresa, as transações de curto-prazo são preteridas em detrimento das decisões de longo prazo, características de investimentos produtivos em capital fixo, embutidos de maior risco devido à sua baixa liquidez.

Além das mudanças na forma dos movimentos de capitais globais, outra característica relevante, que vieram à tona após 1973, é o volume que os mesmos adquiriram. Segundo Bisignano, apud Tavares & Melin (1997, pg. 60), o volume de transações transnacionais dos EUA com títulos financeiros, que representava 9,3% do PIB do país

em 1980, passou a equivaler a quase 110% do PIB, em 1992. A Inglaterra, reconhecida praça financeira mundial, se caracterizou por ser a mais alavancada neste período, tendo em vista que em 1980 as transações globais com ativos financeiros, que já representavam 266% do PIB do país, saltaram para 1015% em 1992.

Com relação às formas de acumulação internas, o descolamento do padrão de endividamento do sistema financeiro em relação à atividade produtiva fica claro com os dados que seguem: enquanto os lucros oriundos das finanças representavam 15% do lucro doméstico total dos EUA em 1960, 45 anos depois esta taxa salta para aproximadamente 40%. Ao mesmo tempo, enquanto a manufatura representou 50% dos lucros totais nos EUA, em 2009 ela não respondeu por mais de 15% do mesmo<sup>14</sup>.

Outro dado emblemático é o de que entre 1990 até meados da década seguinte, os bancos especializados nas operações cambiais operavam cerca de US\$ 1 trilhão diário, dos quais apenas 25% correspondiam a trocas comerciais ou investimentos produtivos (Brunhoff, 2004, pg.69). Nota-se que este é apenas mais um dos fatores que fragilizam as posições cambiais no regime monetário em vigor.

Vale ressaltar que não apenas as instituições bancárias, mas, sobretudo os próprios governos soberanos expandiram seu endividamento como nunca antes haviam feito, caracterizando um novo padrão de financiamento público, sobretudo através de títulos públicos negociados no open-market que passou a integrar investidores externos. Este movimento é descrito por Chesnais como “*titulização*” e pode ser compreendido na seguinte passagem:

“A constituição de um mercado completamente aberto aos investidores financeiros estrangeiros permitiu o financiamento dos déficits orçamentários pela aplicação de bônus do Tesouro e outros compromissos de dívida (pública) sobre o mercado financeiro. Isso é o que se chama titulização dos compromissos de dívida pública. Nos EUA e no Reino Unido foram reunidas, pela primeira vez, as condições políticas e sociais que permitiram aos investidores

---

<sup>14</sup> Dados retirados de FOSTER, J & MAGDOFF, F. “The Great Financial Crisis”, 2009.

institucionais a se beneficiar da liberalização e da desregulamentação das operações de aplicação e do movimento dos capitais.” (p. 40) <sup>15</sup>.

Medido pelo nível de operações com títulos públicos do tesouro americano, enquanto a média anual em 1980 era de USD 13,8 bilhões, em 1993 este valor salta para impressionantes USD 120 bilhões. Na França dos anos 2000, investidores estrangeiros eram proprietários de mais de 40% das sociedades cotadas na bolsa, movimentando mais de 70% das transações com ações no país em 2002 (Plihon, 2004, pg. 137).

Paralelamente, multiplicaram-se as inovações financeiras, resultantes dos avanços na área tecnológica computacional e com elas, instrumentos de securitização dos passivos, também conhecidos com hedge, que englobavam mercados de juros, câmbio e até commodities. Os instrumentos de hedge se tornam importantes mecanismos de proteção ao investidor, visto que enquanto as paridades cambiais eram fixas, como nos padrões-ouro, o risco financeiro de variações nos preços dos ativos era pequeno. A partir da flexibilização do câmbio cria-se uma forma de “privatizar” os riscos decorrentes de flutuações bruscas nestas taxas. Estes instrumentos, no entanto, têm uma contrapartida importante, ao mesmo tempo em que a securitização diminui o risco para o investidor, ela aumenta a probabilidade de riscos sistêmicos à medida que há uma forte interconexão entre os investidores e ativos presentes nos principais mercados financeiros globais.

Além dos derivativos, ações, sobretudo de empresas em processo de privatização (fenômeno, aliás, que ganhou uma nova reputação na condução de política economia nas décadas subsequentes à quebra de Bretton Woods), *comercial papers*, bônus, e notas promissórias (fixas e flutuantes) somaram-se ao processo de desintermediação financeira, caracterizada pela ausência de uma instituição financeira responsável pela emissão e/ou controle de ativos e crédito entre os agentes do mercado.

## **I. 2 O balanço global**

---

<sup>15</sup> Em Chesnais, 2004, “A finança Mundializada”, o autor refere-se à titulização como a possibilidade de conversão de dívidas contratuais em dívidas mobiliárias negociáveis nos mercados financeiros internacionais

Neste capítulo mostramos a natureza econômica e geopolítica dos sistemas financeiros internacionais. Tais estruturas têm como contrapartidas, do ponto de vista da economia interna, sistemas financeiros que são integrados e consistentes com a natureza do sistema monetário internacional, oscilando entre momentos de maior/menor liberalização financeira, volatilidade nominal e, finalmente, dominância do capital financeiro.

Estas variações, por sua vez, estão condicionadas por uma orientação mais ampla da organização ideológica, geopolítica e mesmo do estado da luta de classes em cada momento da história. Assim, percebe-se, que durante as décadas de 1980 e 1990, simultaneamente ao crescimento e desregulação da atividade financeira, houve uma mudança estrutural na forma de acumulação capitalista.

As políticas monetárias e fiscais tornaram-se cada vez mais “Market-oriented”, ou seja, atendendo os interesses das classes proprietárias sem necessariamente buscar uma estratégia keynesiana de pleno-emprego em favorecimento do crescimento do produto agregado e emprego. A predominância do receituário neoclássico nas décadas seguintes à queda de Bretton Woods é um bom exemplo dos objetivos do novo paradigma de política econômica, onde as prioridades fundamentais são a disciplina fiscal, controle da inflação e garantia de liquidez.

Em suma podemos destacar os seguintes traços que caracterizam o cenário do novo padrão monetário internacional: a) Alto crescimento relativo do capital financeiro com relação ao crescimento do produto agregado; b) Elevada volatilidade dos capitais internacionais; c) Baixa maturidade dos capitais portadores de juros; d) Fragilidade da política econômica interna em função da liberalização dos fluxos de capital, impactando fortemente a conduta das taxas de câmbio e juros; e) Forte globalização do capital monetário; f) Maior endividamento estatal e privado.





## **CAPÍTULO II – OS FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA FINANCEIRIZAÇÃO**

A análise da evolução dos padrões monetários nos permite a compreensão do contexto em que se encaixa o processo de financeirização da economia. Afinal, há claramente uma relação entre as mudanças no tocante à circulação de moeda internacional, câmbio e globalização da riqueza através do desenvolvimento do sistema financeiro internacional de um lado, e um novo padrão de crescimento econômico no qual as finanças exercem um papel fundamental, de outro.

Ganhando forma a partir da década de 1970, essa nova fase do capitalismo, também conhecida como pós-fordista<sup>16</sup>, traz consigo uma série de designações, por vezes, carentes de uma conceitualização melhor definida e uma aceitação ampla na literatura econômica. Conceitos como globalização, neoliberalismo, especialização flexível ou nova economia, concebidos para explicar as novas características da economia, não raramente são cunhados e divulgados sem, necessariamente, haver definições precisas para alguns deles, fazendo com que permaneçam uma gama de significados não menos que generalizados para explicar os fenômenos contemporâneos do capitalismo (Krippner, G. apud, Epstein, G. 2004, pg.3).

A financeirização, por sua vez, é mais um dos termos surgidos na literatura econômica a fim de explicar as mudanças ocorridas nas últimas quatro décadas de capitalismo que ainda se encontra carente de maior aceitação e formalização conceitual. Sua importância, no entanto, é suficiente para propormos uma análise mais rígida de suas implicações na forma e dinâmica de acumulação, nas mudanças na governança empresarial e na criação e reestruturação de instituições capitalistas globais, dado o grande crescimento do capital financeiro com relação à acumulação produtiva nos principais países desenvolvidos durante o período. Além disso, sua relevância pode ser observada a partir de sua proeminência na mídia, nos discursos oficiais e no papel das bolsas de valores como indicadoras da saúde econômica nacional.

---

<sup>16</sup> Deve-se ter em consideração que a aceitação deste termo não é unânime. Neste caso, pós-fordismo designa as características emergentes da superação do modelo fordista tradicional, através de maior flexibilidade das cadeias produtivas, a liberalização da circulação do capital, em especial financeiro, o processamento de informações em nível global cada vez mais rápido, a precarização da mão de obra assalariada, etc.

Assim, é necessário definir e qualificar o objeto em estudo, a saber, a financeirização da economia. Pelo significativo número de linhas teóricas que buscam analisar o tema é importante mapear seu estatuto teórico, buscando precisar seu conceito e ilustrar as diferentes interpretações a seu respeito dentro da teoria econômica. Cabe aqui a observação de que o estágio de desenvolvimento da teoria em questão, assim como as diversas análises que se propõe a estudar a financeirização, possuem, evidentemente, diferentes definições para um mesmo conceito. Nota-se, portanto, que termos como Capital Portador de Juros, Capital Financeiro, Capital Fictício, Finanças, correspondem a níveis diferenciados de abstração teórica. À título de simplificação do entendimento do objeto em análise neste trabalho, todos estes termos terão o mesmo sentido e representarão a mesma ideia conceitual, melhor desenvolvida no capítulo que segue.

## **II. 1 - O que é Financeirização?**

A literatura que trata da financeirização como objeto de pesquisa é majoritariamente desenvolvida por economistas heterodoxos, que, apesar de enfoques distintos, guardam um ponto central em comum: a crítica à dominância do sistema financeiro sobre o processo produtivo gerador de valor. Assim como sua definição, sua qualificação e indicadores também encontram algumas variantes, mantendo, todavia, sempre a mudança na relação entre finanças e capital produtivo como referência da análise.

Ainda que não sejam excludentes, as abordagens metodológicas podem ser divididas em dois tipos básicos: a primeira, que podemos denominar de “quantitativo-comparativa”, centra-se na relevância relativa do mercado financeiro frente ao PIB, investimento ou outro indicador de acumulação produtiva. Ou seja, sob o espectro de uma análise mais quantitativa, se propõe a mostrar que os agentes, mercados e produtos financeiros vêm crescendo de forma relativamente maior face à capacidade produtiva real.

A segunda linha metodológica que podemos destacar julga haver uma mudança na relação de poder dentro da economia, de forma que o capital financeiro passa a, gradativamente, dominar o capital industrial. Neste sentido, haveria uma subordinação das variáveis produtivas às decisões financeiras, tanto num plano micro, ou seja, na estratégia empresarial, quanto num plano macro, onde a diretriz da política econômica exerce um papel fundamental. Esta abordagem, portanto, pode ser classificada como

“sócio-funcional”, em razão de sua concepção transpassar uma análise puramente quantitativa, propondo mudanças de cunho ideológico dentro da estrutura das relações de poder na economia. É importante ressaltar, no entanto, que ambas as linhas metodológicas frequentemente se misturam a fim de se precisar melhor o conceito geral da financeirização.

Além disso, é necessário compreender que, além de haver mais de uma forma metodológica de análise, é possível também, distinguir dois diferentes escopos de estudo. Isto é, podemos inferir ainda, dois tipos de análise básicas da financeirização, no tocante ao objeto estudado. A primeira a ser destacada, podemos denominar de “micro-corporativa”, que, de forma breve, fundamenta o novo modelo capitalista a partir das mudanças na governança e propriedade corporativa. O outro foco de estudo, que podemos denominar de “macro-global, pretende-se mais abrangente, visto que se baseia nas condições geopolíticas, orientações de política econômica, padrão monetário internacional, relação de classes sociais, etc. Ou seja, une uma série de quesitos que possuem em comum um plano de estudo global: tanto em termos geográficos, por abarcar relações econômicas no mundo, quanto em termos conceituais, por incluir fundamentos que vão além da organização empresarial.

Vale notar que, assim como o enfoque metodológico, os enfoques analíticos também se comunicam, visto que o processo de financeirização deve ser compreendido como um todo, ou seja, incorporando a totalidade das mudanças no comportamento da gestão da riqueza do capitalismo financeirizado. A distinção aqui abordada, portanto, não deve servir de instrumento para compreensão do processo *per se*, mas sim como guia dentro da pesquisa teórica do tema. O quadro abaixo um busca ilustrar as diferentes formas de pesquisa citadas:

### Quadro 1 –

#### Linhas de análise teóricas da financeirização

Enfoque analítico	Enfoque metodológico
Micro- Corporativo	Sócio- Funcional
Macro-Global	Quantitativo-comparativo

Fonte: Elaboração própria

Dentre os autores que representam o enfoque quantitativo-comparativo, Assa (2012) ilustra bem a abordagem adotada. Em estudo com os países da OCDE, o autor utiliza a proporção das finanças, definidas nas contas nacionais como a soma da intermediação financeira, bens imóveis e atividades financeiras comerciais<sup>17</sup>, com relação ao valor agregado total, para mostrar que, enquanto em 1970 apenas o México e a França tinham esta parcela equivalente a 1/5, em 2008, 28 dos 34 membros da OCDE também haviam alcançado este patamar. Além disso, 15 dos 34 países possuíam taxas superiores a 25%.

No caso da proporção do emprego comparado entre empresas financeiras e não-financeiras, a mesma história se repete. Enquanto em 1970 nenhum país da OCDE possuía mais de 10% de sua população economicamente ativa empregada no setor financeiro, em 2008, quase 70% dos países tinham esta taxa superior a 10%.

Da mesma forma, Krippner (2004), caracterizando o enfoque “quantitativo-comparativo”, foca na forma de obtenção do lucro empresarial como principal indicador do processo de financeirização, ou seja, na proporção cada vez maior de receita proveniente de atividades financeiras com relação ao lucro de atividades produtivas, capazes de gerar valor-trabalho. Além disso, a autora utiliza a comparação entre o lucro de empresas financeiras com o lucro de empresas não - financeiras, para indicar o grau de crescimento relativo maior da primeira face à segunda.

A segunda linha teórica básica, que poderíamos caracterizar de “sócio-funcional”, pode ser compreendida nos trabalhos de Braga (1985; 1997), que define o processo de financeirização como um *padrão sistêmico de riqueza*. “*A dominância financeira - expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo*”. *E conclui:*

“A valorização e a concorrência operam sob a dominância da lógica financeira (...) não se trata mais de que os capitais se utilizem da intermediação financeira (...) para um processo de produção que é o meio de valorização (...) buscam valorizar-se simultaneamente através do processo de renda (vinculado diretamente à produção) e do processo de capitalização, (...) formam a partir de

---

<sup>17</sup> Também chamada de FIRE (Finance, Insurance & Real Estate), sigla em inglês para finanças, seguros e bens imóveis.

suas microestratégias de valorização do capital próprio, uma macroestrutura financeira”. (1985, pg.374-375).

Ilustrando este fato, o autor utilizou a relação entre lucros operacionais e não operacionais, ou seja, uma comparação entre a atividade produtiva central das empresas, e a rentabilidade proveniente de suas operações de portfólio, como indicador do processo de dominância financeira. Comparando os números mínimos e máximos para esta relação, apresentados por empresas multinacionais no âmbito da OCDE<sup>18</sup>, em 1960/70 observou-se 22,9% e 37,5%, em 1970/80, 34,9% e 62,5%, e entre 1980/88, os números alcançam 41% e 60,4%, evidenciando uma tendência clara de crescimento da participação dos lucros de portfólio no lucro total das empresas entre 1960 e 1988.

Epstein (2001), cuja contribuição na literatura em pauta é de grande importância, a define como a crescente importância de todas as instituições ligadas ao mercado financeiro, mercados e agentes financeiros na operação da economia, tanto em nível nacional, quanto global. Dados como o crescimento do volume de transações financeiras internacionais e o crescimento da renda financeira internacional com relação à renda das exportações, ilustrando o crescimento relativo das finanças face à economia real, além do crescimento do poder do acionista, também são relevados como indicadores deste processo. Seu trabalho, portanto, caracterizando-se por apresentar uma análise “macro-global”, não é fundamentado num fator específico, mas numa série de sintomas que surgiram e qualificam a financeirização.

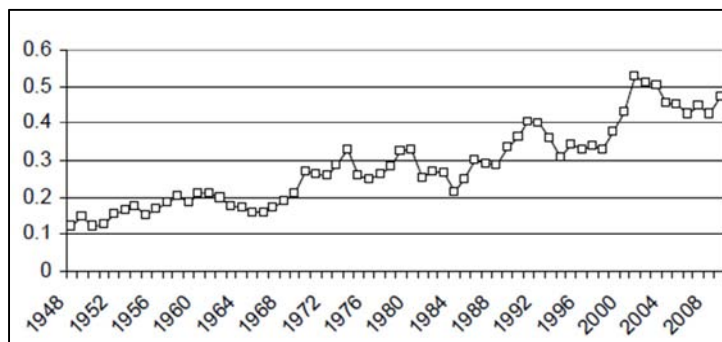
Stockhammer (2004) também busca na atividade financeira por empresas não financeiras, seu diagnóstico fundamental. Ou seja, a parcela de juros e dividendos na renda de empresas não-financeiras, é utilizada como Proxy do processo de financeirização. O gráfico 1, abaixo, ilustra não somente o lado “interno” da financeirização, ou seja, a mudança na forma de acumulação no interior da empresa capitalista, como indica a importância da realocação produtiva característica do neoliberalismo, tendo em vista que o lucro internacional também cresce em termos relativos.

---

<sup>18</sup> Os números foram extraídos das empresas multinacionais dos 18 principais países da OCDE. Para ver o trabalho completo, ver Miranda, J.C. “Dinâmica Financeira e política macroeconômica”, 1997.

## Gráfico 1 -

### Lucro financeiro e lucro internacional como percentual do lucro corporativo total - EUA



Fonte: Stockhammer, 2010. Com dados de BEA NIPA, Table 6.16 B- D.

Assim, podemos compreender que o ponto central tratado aqui é a mudança na relação entre capital produtivo e capital financeiro dentro da economia, que passa a ser definida pela dominância do capital financeiro ante ao capital industrial. Em outras palavras, pode-se diagnosticar uma mudança do centro de gravidade da economia da esfera produtiva para a esfera da circulação mediante o comércio de ativos financeiros, cada vez mais complexos e interconectados no plano global. Palley (2007), por exemplo, destaca: a) o aumento da significância do setor financeiro sobre o setor real; b) transferência de renda do setor real para o setor financeiro da economia; e c) aumento da desigualdade e estagnação dos salários, como as tendências macroeconômicas - chave da financeirização.

Em seguida veremos os principais fundamentos argumentativos que buscam explicar este processo, ilustrando os diferentes enfoques teóricos capazes de aprofundar seu conceito, assim como enfatizar as principais características do processo de financeirização em si.

## II. 2 - Capital fictício, Moeda e Liquidez - A teoria monetária da financeirização

Podemos destacar como o primeiro pensador do que viria a ser a financeirização, como conhecida hoje, Karl Marx<sup>19</sup>. Sua percepção da importância da forma de capital como ativo financeiro ganhou expressão através do conceito de *Capital Fictício*, compreendido como a forma de expansão do crédito, através de ativos financeiros, que se torna gradativamente independente de sua fonte geradora de valor, ou seja, do processo produtivo capaz de gerar mais valia a partir do trabalho. Deve-se ressaltar, também, que o escopo de seu trabalho, desde então, serve de base metodológica e analítica para a maior parte dos trabalhos aqui referidos.

De forma sintética, nos termos de Marx, o capital se define como o dinheiro que se valoriza por meio da compra da mercadoria força de trabalho, aquilo que o trabalhador oferta no mercado, de forma alijada dos meios de produção. O crédito, por sua vez, se insere no sistema de acumulação capitalista possibilitando o investimento industrial antes da realização de mais-valia no mercado, ampliando assim, a capacidade de crescimento e a concorrência intercapitalista. O setor bancário, entendido como aquele que oferta o crédito, obtém sua parcela do capital através de juros, seu prêmio pelo empréstimo cedido ao setor industrial.

O ativo financeiro é descrito por Marx, em função do baixo nível de sofisticação dos ativos financeiros na época, como cartas de troca, notas promissórias de pagamento ou mesmo títulos criados pelos próprios bancos. Tais ativos eram utilizados de forma a potencializar a capacidade creditícia do setor bancário, unindo de um lado, o somatório de depósitos bancários, e de outro, o conjunto de tomadores de empréstimo (esfera industrial). Dessa forma, os agentes financeiros se especializam na valorização do capital por meio de seu comércio, circunscrevendo-o na circulação (Marx, 1894).

Mollo (2011) explicita o passo seguinte para o desenvolvimento do capital financeiro.

“É essa necessidade do capital de obtenção de lucro máximo, e de se acumular para tanto, que conduz a que, de um lado, todo o dinheiro vadio seja aproveitado no capitalismo, fluindo para os caixas dos bancos, e de outro, que os bancos o reconduzam ao processo de acumulação via empréstimos. Desenvolve-se, nesse processo, a especialização de alguns capitalistas no

---

<sup>19</sup>Ver MARX, K. O Capital Volume III (1959), pag. 262.

comércio de dinheiro, dando origem ao que Marx chamou de capitalistas financeiros e capital financeiro.” (pg.482).

O crédito como financiador da produção, portanto, exerce uma dupla função de valorização. Por um lado, possibilita o investimento de capital capaz de gerar mais-valia, voltando, assim, para a esfera produtiva de onde inicialmente proveio. Por outro lado, uma parcela deste valor criado na produção, retorna ao capitalista financeiro sobre forma de juros. Aqui é importante notar que o crédito não gera, por si só, valor, ele apenas transfere a propriedade do valor-trabalho já criado na produção.

O crédito como “Capital Fictício”, por outro lado, se define pelo capital portador de juros que não retorna à produção, caracterizando-se por permanecer na esfera da circulação de forma a se valorizar (ou desvalorizar) sem estar ligado à sua origem, a saber, o capital produtivo preñado de mais-valia.

Assim, seu preço e seu retorno (juros) ganham autonomia com relação à sua concepção, tanto por serem negociados no mercado secundário de forma livre, conforme a demanda por crédito, juros, ou pela intenção de especular em torno de seu preço, quanto por, no caso de títulos bancários, estarem ligados a um valor, no sentido marxista estrito valor-trabalho, que não retorna à produção. Além disso, tais títulos financeiros podem ser constituídos simplesmente como promessas futuras de valorização, sendo criados previamente ao processo produtivo e, portanto, antes de se realizar a produção e de se gerar valor-trabalho.

O processo de financeirização, assim, é entendido quando o capital financeiro portador de juros que não retorna à produção, de modo que se observa uma gradual transferência de poder da esfera produtiva para a esfera da circulação, à medida que estes ativos financeiros são preteridos no lugar do investimento em capacidade de se gerar mais-valia.

Esta autonomia do capital portador de juros, no entanto, não deve ser entendida como independente do capital real, criado na esfera produtiva. A dinâmica da circulação dos ativos financeiros é que deve ser entendida como progressivamente independente de seu fato gerador, de forma que seu preço e sua capacidade de interferir nas decisões produtivas se tornam cada vez mais cruciais dentro do capitalismo (ISAACS, 2011, pg.9).



Na verdade, uma das principais contribuições teóricas da teoria econômica marxista é a compreensão da economia como um todo integrado, onde a esfera da circulação e a esfera da produção não devem ser entendidas como objetos separados. Em outros termos, sua forma é historicamente determinada, sua estrutura é definida pelo grau de acumulação de capital e seu sistema é palco de crises endógenas ao seu próprio funcionamento. Na concepção marxista, portanto, o “Capital Fictício” não se desenvolve por acaso, mas, tal como a exploração das condições de trabalho, o desenvolvimento do crédito e da concentração do capital, são formas de se expandir e desvencilhar-se de seus limites de valorização (Brunhoff, apud, Mollo. 2006, pg.487).

Esta concepção de economia, que não pretende dicotomizar a esfera da circulação e a esfera produtiva, insere-se na lógica da teoria monetária marxista, que, lançou as bases para o desenvolvimento do princípio conceitual de moeda para a economia keynesiana. Em contraposição à teoria neoclássica, a teoria keynesiana, assim como em Marx, busca entender a moeda como um elemento não neutro numa economia capitalista “empresarial”, em contraposição a uma economia “cooperativa” neoclássica. Este aspecto da moeda é um ponto essencial da inovação proposta por Keynes dentro da teoria econômica: a preferência pela liquidez. Neste sentido, Keynes torna possível (e mais recorrente) a existência de crises, visto que a opção por guardar moeda, contrapõe-se às premissas da lei de Say onde a oferta cria a sua própria procura (Carvalho, 1986, pg.6).

Braga, apud, Alves, T. (2009) pontua este ponto crucial para a compreensão da teoria monetária keynesiana:

“Pelo seu atributo de liquidez por excelência, quanto mais incerto é o futuro, maior é a preferência pela liquidez dos agentes econômicos. A não-neutralidade da moeda no longo período significa que a moeda afeta as posições de equilíbrio da economia no longo prazo, uma vez que, em momentos de maior incerteza o agente pode e normalmente prefere aplicar seus recursos em ativos não-reprodutíveis, como moeda e outros ativos líquidos, ao invés de ativos reprodutíveis, como ativos de capital.” (pg. 3).

A real finalidade do modo de produção capitalista, tal como anteriormente exposto na teoria marxista, não correspondia ao caso C-M-C’, i.e, a troca de commodities por

dinheiro para poder trocar por mais commodities, mas sim, ao caso M-C-M', ou seja, a acumulação monetária, compreendida como a mercadoria mais valiosa numa economia capitalista, é a real finalidade do comércio.

Fundamentando nas próprias palavras de Marx a retenção de moeda como ativo se explica da seguinte forma:

“Com a moeda, (...), sua substância, sua materialidade, é ela mesma sua forma, em que representa a riqueza. Se a moeda aparece como a mercadoria geral em todos os lugares, também o faz em qualquer tempo. Ela mantém-se como riqueza em qualquer tempo. Esta é a sua durabilidade específica. É o tesouro que não enferruja nem é comido pelas traças. Todas as mercadorias são apenas dinheiro transitório: o dinheiro é a mercadoria permanente. A moeda é a mercadoria onipresente, a mercadoria é apenas dinheiro local. Mas a acumulação é essencialmente um processo que tem lugar no tempo” (Marx, apud Carvalho, 1977, p.231)<sup>20</sup>.

Seja pela incerteza, seja pela liquidez que ela carrega, a finalidade de acumulação da moeda e sua concepção como um elemento não neutro no modo de produção capitalista são fatores fundamentais para a compreensão do processo de financeirização dentro da perspectiva heterodoxa. Neste sentido, sua posição de ativo financeiro é uma forma de criar, assim, mais um refúgio ao investimento produtivo e expandir as formas de se reter moeda diante da incerteza.

Esta concepção analítica da moeda, portanto, é o primeiro passo para a compreensão do processo de financeirização, tendo em vista sua capacidade de potencializar a distância entre a realização de valor-trabalho e a moeda e, portanto, a capacidade de acumulação em uma economia. Seu conceito, deste modo, se distingue radicalmente, tanto da concepção tradicional da moeda como meio de troca, quanto do mercado financeiro como promotor da eficiência alocativa.

### **II.3 - Capital monopolista e subconsumo**

---

<sup>20</sup> Ver CARVALHO, C. F. “A teoria Monetária de Marx: uma interpretação pós-keynesiana”. Revista de Economia Política, Vol.6, Num. 4, 1986.

Dando continuidade à teoria marxista no tocante à moeda, em especial, ao capital financeiro, Hilferding (1910), merece nossa atenção por sua análise do surgimento das sociedades anônimas (S.A) monopolísticas e suas implicações nas relações de poder no capitalismo. Identificado com a linha “sócio-funcional” destacada, sua ideia central era expor o crescente poder do capital bancário sobre o capital industrial, relevando sua capacidade de modificar a relação de propriedade entre ambas as formas de capital a partir do controle acionário de grandes corporações, que se tornaram sucessivamente menos segmentadas em termos de atividade econômica geradora de valor.

Esta fusão de poderes, onde o capital bancário se torna o ator principal, na visão do autor, pode ser relevada como uma das principais características da financeirização. Assim, ainda que a análise de Hilferding apresente algumas limitações para entendermos a financeirização hoje, parte de sua teoria descrita em “Finance Capital” são fundamentais para a compreensão do processo que é objeto deste trabalho. Sintetizando seu argumento central:

“O capital financeiro significa a uniformização do capital. Os setores do capital industrial, comercial e bancário, antes separados, encontram-se agora sob a direção comum das altas finanças, na qual estão reunidos, em estreita união pessoal, os senhores da indústria e dos bancos” (p.283).

A contribuição desta percepção de que as relações de propriedade dentro das diferentes esferas econômicas, a saber, a industrial e a financeira, é de grande importância para a continuidade da conceitualização da financeirização. A linha teórica que se seguiu, foi particularmente desenvolvida pela corrente da Monthly Review, representada por autores como Sweezy, Magdoff e Baran<sup>21</sup>.

Seu argumento central era de que o surgimento de grandes conglomerados monopolísticos (ou oligopolísticos)<sup>22</sup>, além de ser responsável pela concentração do

---

<sup>21</sup> Todos colaboradores e, no caso de SWEEZY, P, editor da revista supracitada.

<sup>22</sup> Aqui é importante ressaltar que o conceito de capital monopolista discutido nesta abordagem refere-se à esfera privada. O papel do monopólio público dentro do conceito de financeirização discutido nesta seção, portanto, não está em questão.

excedente numa economia, em acordo com a própria dinâmica do capitalismo<sup>23</sup>, prejudica sistematicamente o nível de crescimento.

Este fenômeno pode ser descrito da seguinte forma: supõe-se que as duas fontes de crescimento numa economia são através do consumo e do investimento. Uma firma monopolizadora, como não sofre pressões de concorrentes, regula gradualmente sua capacidade produtiva a fim de manter sua margem de lucro alta, através da baixa oferta de bens. Como, por outro lado, a firma mantém como objetivo o aumento da produtividade com relação ao salário, a dinâmica do capital monopolista cria as bases para o seu próprio estrangulamento, na medida em que reduz cada vez mais a resposta pelo lado da demanda efetiva, seja pelo baixo nível de investimento (formação bruta de capital fixo) seja pelo baixo consumo (salários). Ou seja, ao mesmo tempo em que a firma não está elevando sua capacidade produtiva através de novos investimentos, os assalariados estão relativamente mais pobres para consumir. O crescimento de longo prazo numa economia monopolizada, portanto, além de ser lento, mantém um nível de subemprego sistemático, (Foster, 2008, pg. 1).

Depreende-se assim, que, além do capital industrial monopolista ter se desenvolvido através de uma nova forma de propriedade, a saber, as sociedades anônimas, o mesmo se viu cada vez mais integrado e dependente do capital financeiro. Ganhando maior proeminência em meados do século XX, as empresas monopolistas (mais recentemente sobre a forma de Holdings) assim como as principais economias maduras do mundo, passaram a enfrentar uma fase de redução de crescimento e menores taxas de lucratividade. O desenvolvimento do mercado de capitais, por sua vez, foi uma das principais formas encontradas pelos grandes conglomerados econômicos de se manter lucrativos e estruturalmente poderosos, o que nos leva à outra tendência - chave das mudanças macroeconômicas ocorridas nas últimas décadas na economia global: a redução do crescimento do produto agregado nacional.

#### **II.4 – “Share-holder Value” e a mudança na governança corporativa**

---

<sup>23</sup> Como previsto em MARX,K, O Capital (1959).

Alguns autores focam no comportamento microeconômico do agente e da empresa para explicar o avanço do processo de financeirização. Pelo lado da firma, a mudança na estrutura corporativa, que passou a dividir seu controle interno através de capital acionário, fez com que o foco de sua política se transferisse de seu crescimento no mercado para o seu lucro líquido, fazendo emergir a proeminência das políticas de valorização do acionista.

Em outras palavras, políticas de distribuição de lucros (dividendos) e de valorização do preço acionário, passam a dominar o raio de ação das firmas, em detrimento do investimento em nova capacidade produtiva, inovação, qualificação de mão de obra, etc. (Lazonick & O'sullivan, 2000, pg.4).

Esta nova orientação da firma, também conhecida com “share-holder value”, tem implicações diretas na distribuição de renda (com redução relativa do salário frente ao capital), no aumento das aquisições e incorporações como formas de aumentar fatias de mercado, além do aumento das atividades financeiras por empresas não financeiras, como colocado anteriormente (Stockhammer, 2004, pg.723).

Stockhammer (2004) define estas mudanças no padrão corporativo, mas não se limita a expor o desenvolvimento de uma institucionalidade, como também indica as implicações na dinâmica econômica como um todo:

“(...) the “shareholder revolution”, included a market for corporate control, i.e. the possibility of firing managers, and performance related pay schemes. These institutional changes will lead managers to adopt management policy closer to shareholder's preferences, i.e. profitability will gain in weight relative growth. If the firm in fact faces a trade off between profits and growth, this translates into lower investment activity”. (pg.22),

Chesnais (2004) classifica esta novo formato de propriedade corporativo como capitalismo “patrimonial”, ilustrando a crescente participação na detenção de ações, sobretudo por parte de investidores institucionais, em empresas não financeiras. Estes agentes se caracterizam por sua posição alienada à atividade central dessas empresas, a saber, a produção. Seu interesse, assim, não se define pelo desenvolvimento da atividade geradora de lucros por parte das empresas, mas sim, pelo rendimento do

capital acionário na bolsa de valores. A propriedade patrimonial, portanto, surge como apenas mais uma alternativa à valorização de capital, ofertada muitas vezes por instituições financeiras (fundos de investimento, venture capital, etc.) que desconectam o investidor de seu devedor, dando origem a outro processo fundamental para a compreensão da financeirização: a desintermediação financeira, já expressa anteriormente.

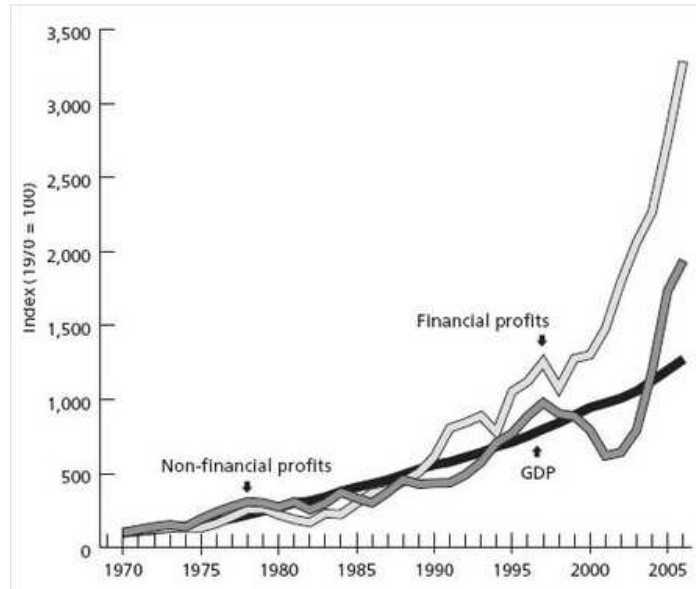
Palley (2007) foca na precificação de ativos, inclusive àqueles ligados às commodities, atreladas ao mercado financeiro, como fonte de incertezas no comportamento do agente. Induzido pela dinâmica dos preços dos ativos financeiros, os agentes podem simplesmente estar indo contra a alocação mais produtiva de recursos. Em outras palavras, o preço do ativo pode não estar em nada ligado à alocação de capital em favor do crescimento, ou à alocação mais eficiente, nos termos da teoria econômica tradicional, mas sim induzido por processos especulativos.

Krippner (2004), por sua vez, foca não nas mudanças institucionais ocorridas no seio das grandes firmas capitalistas para demonstrar a financeirização, mas sim nos resultados contábeis das empresas para mostrar o novo padrão de acumulação como um fato. Sua definição de financeirização - padrão de acumulação capitalista no qual os lucros são obtidos principalmente por canais financeiros, ao invés do comércio e produção de bens - releva a seu ponto argumentativo, onde, através da sua contraposição entre “activity-centered”, isto é, na atividade operacional da empresa e “accumulation - centered”, a fonte de lucros da empresa, expõe sua metodologia analítica.

Enquanto a primeira se refere à análise da financeirização a partir do crescimento do setor de serviços (finanças), associado ao capitalismo pós-fordista, e à distribuição do PIB por atividades, a segunda, proposta pela autora, foca no padrão de acumulação de lucros, revelando-se seu ponto de partida para explicar o domínio das finanças na atividade econômica produtiva. Ou seja, analisando as fontes geradoras de receita das firmas capitalistas atuais, a financeirização pode ser vista a partir do momento em que a fonte de acumulação - padrão das empresas não financeiras tem participação cada vez maior do mercado de capitais. O gráfico abaixo ilustra precisamente esta mudança na forma de apropriação do excedente por parte das empresas nos EUA.

## Gráfico 1 –

### Crescimento do lucro financeiro (empresas financeiras e não-financeiras) com relação ao PIB dos EUA (Index: 1970 = 100)



Fonte: Foster & Magdoff (2009), com dados de Table B 91—Corporate profits by industry, 1959–2007. Table B1—Gross domestic product, 1959–2007, “Economic Report of the President”, 2008.

Assim, podemos notar que, seja pela mudança na orientação e estrutura corporativa, seja pelo comportamento do agente investidor financeiro individual ou institucional, a financeirização se manifesta tanto nas formas, quanto nas decisões dos agentes, caracterizando mudanças fundamentais no comportamento econômico como um todo. Tais mudanças são sintomas comuns à organização capitalista moderna e, portanto, são passos necessários à compreensão do processo de financeirização em questão.

## II.5 - A dinâmica globalizada da financeirização

Recentemente, alguns autores buscaram desenvolver este conceito à luz do desenvolvimento capitalista num plano geopolítico, mais precisamente, destacando as mudanças nos sistemas monetários internacionais, sobretudo após o fim do acordo de Bretton Woods como já foi exposto no capítulo anterior. A principal corrente que se

propõe a estudar a financeirização, parte justamente de uma linha marxista lógico-histórica, apoiada no conceito de moeda de Keynes, para explicar os atuais desdobramentos do modo de acumulação capitalista. Podendo ser enquadrada dentro do enfoque analítico “macro-global”, seu entendimento do que seja financeirização só pode ser compreendido se buscarmos mudanças significativas na estrutura macroeconômica do capitalismo de hoje.

Assim, não apenas o capital monopolista ou a mudança na governança corporativa, mas a gestão globalizada dos recursos, o padrão de crescimento econômico, o nível de endividamento tanto empresarial quanto estatal, a sofisticação de ativos financeiros, o padrão monetário internacional em vigência até as disputas de poder intercapitalista no plano político, integram o conceito de financeirização desta abordagem. Assim sendo, o ponto central desta análise são as consequências da abrangência global que os mercados financeiros atingiram, sobretudo no tocante ao crescimento relativo do mercado de capitais frente a um sistema bancário e de crédito fortemente hierarquizado.

Chesnais, um dos principais autores que contribuíram para esta linha teórica que podemos caracterizar como “político- histórica”, deu um passo fundamental à compreensão da financeirização ao associar o regime monopolista - financeiro ao contexto histórico global que marca o início da era da “finança mundializada”, ou seja, a interconexão capitalista através dos mercados financeiros num plano global<sup>24</sup>.

Ainda que já tenha sido amplamente discorrido no capítulo anterior, é importante destacar os pontos centrais que permitiram a ascensão deste regime, sob a ótica de seu contexto histórico-político: 1) A elevação do patamar inflacionário nas principais economias desenvolvidas em consequência dos choques do petróleo na década de 1970; 2) A criação do Euromercado e das praças “off-shore”, proporcionada pelo déficit no balanço de pagamentos norte - americano; 3) A liberalização do câmbio, alinhada com o fim do lastro em ouro; 4) A explosão da dívida dos países do Terceiro Mundo em decorrência do choque de juros dos EUA, em 1979; e 5) A liberalização das contas de capital dos principais países desenvolvidos.

Tendo seu marco o fim do lastro em ouro de moeda estrangeira, previsto no Acordo de Bretton Woods, a liberalização dos fluxos monetários, aliada à sofisticação financeira

---

<sup>24</sup> Em CHESNAIS, F. “A finança mundializada” (2004).



provocada pela tecnologia da informação, transformou o mundo num único mercado (Modenesi, 2005, pg.797)

Neste sentido, este enfoque analítico busca deixar evidente que não podemos compreender a dominância do capital portador de juros, instituindo um novo regime de acumulação, sem antes buscarmos entender os atores políticos e seu contexto histórico. Também não se pode subjugar o papel decisivo que teve o alastramento de novos investidores institucionais, tais como os fundos de pensões, os fundos mútuos, “venture capitals” e mesmo os bancos, que alargaram suas atividades operacionais em direção ao mercado financeiro.

A definição mais precisa de “regime de acumulação financeira”, no escopo da obra de Chénais (2004), pode ser compreendida como:

“... a centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, que tem por encargo valorizá-los sob a forma de aplicação em ativos financeiros - divisas, obrigações, e ações - mantendo-os fora da produção de bens e serviços” (pg.37).

Estas instituições foram responsáveis pelo processo de desintermediação financeira, ou seja, pela gradual separação entre o investidor e a empresa emissora dos títulos ou ações. Seu papel é a gestão de diversas opções de investimento no mercado financeiro, sejam elas títulos de dívida do governo ou privado, ações, derivativos, e toda sorte de inovações financeiras. Em outras palavras, estes novos investidores, sobretudo os institucionais, além de centralizar em suas mãos lucros não reinvestidos das empresas, são responsáveis por transformar poupadores em “investidores”, mudando, assim, a “natureza econômica da poupança”<sup>25</sup>.

Os bancos e instituições financeiras, portanto, se tornaram capazes de promover a interpenetração dos mercados de crédito e capitais, autonomizar a circulação financeira e atuar como centros privados de emissão monetária, negociando papéis cada vez mais líquidos e, portanto, à margem da autoridade monetária central (Braga, 1997, pg.206).

---

<sup>25</sup> Em CHÉNAIS, F. “A Finança Mundializada”, 2004.

Não se pode compreender o crescimento e diversificação dessas instituições financeiras, no entanto, sem atentar para desregulamentação e liberalização dos fluxos monetários e financeiros internacionais no plano político. Posto de outra forma, enquanto câmbio e juros deixaram de ser fixos e passaram a se tornar instrumentos de política econômica com alcance internacional, os preços de ativos negociados em mercados secundários, se tornaram variáveis cada vez mais indissociáveis das políticas monetárias e cambiais internas. Abriu-se, assim, espaço para a criação de ativos financeiros cada vez mais complexos, caracterizando a chamada “descompartimentalização” dos mercados. Seja no plano interno, tendo em vista que os ativos passaram a variar em conformidade com câmbio, juros, etc. seja no plano internacional, devido à abertura dos fluxos de divisas.

Ilustrando este fato, alguns dados destacados por Tavares et al (1997, pg. 65) nos permitem compreender a grandeza do circuito financeiro e a dimensão da “macro estrutura financeira”, ou seja, da forma como a riqueza é gerida, além das mudanças ocorridas no seio do processo de acumulação, sua realização e definição:

No âmbito do fluxo de capitais internacionais, a autora destaca que enquanto em 1980 o volume de transações transnacionais dos EUA com títulos financeiros era de 9,3% do PIB do país, em 1992 este valor salta para 109,4%. No Japão, para o mesmo período os números saltam de 7% para 70%, na Alemanha, também entre 1980 e 1992, o indicador vai de 7,5% para 91,2% ao passo que para o Reino Unido, a taxa pula de 266% para 1015% do PIB do país<sup>26</sup>.

No plano interno, Braga (1993), observa que o conjunto de instituições financeiras dos EUA, em 1950, detinha U\$ 289 Bilhões contra um PIB de U\$ 286 bilhões, uma relação Ativos Financeiros/PIB de 1,01. Em 1989 o total de ativos salta para U\$ 10,01 trilhões, contra uma PIB de U\$ 5,3 trilhões, ou seja, uma relação de 1,89.

A estrutura de capitalismo atual, portanto, reflete um novo paradigma de acumulação e circulação de capital. No plano interno, de uma forma geral, mudou-se a relação entre Estado e economia, a distribuição da riqueza, a relação capital-trabalho e a inserção das empresas e Estados nacionais no mercado global.

Bruno (2011) resume as contradições deste modelo:

---

<sup>26</sup> Ver Tavares e Fiori, 1997, “Poder e dinheiro”. Os dados são retirados do Fundo Monetário Internacional.

*“Nesse 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, etc.), mas sem necessariamente encorajar o investimento produtivo em capital fixo.” (Pg. 731).*

Esta análise geopolítica da financeirização, portanto, resume-se a introduzir no seio das mudanças estruturais do capitalismo, seu contexto histórico no âmbito global, sem deixar de pontuar a hierarquia dos Estados nacionais na disputa por poder através da intensificação da globalização. Derrubados os principais entraves legais à circulação de moeda e desfeita a rigidez de preços (juros e câmbio, em especial) abriram-se as portas para o crescimento desenfreado do volume de ativos financeiros negociados a partir de instituições especializadas em seu comércio.

### **CAPÍTULO III – OS RESULTADOS DA FINANCEIRIZAÇÃO**

A compreensão do contexto histórico em que podemos observar o surgimento do processo de financeirização, tal como uma análise das principais construções teóricas que ajudam a explicá-la, apresentam-se como elementos indispensáveis à sua compreensão. Analiticamente, podemos compreender mudanças estruturais no comportamento capitalista atual que correspondem ao mesmo momento em que as práticas financeiras no comportamento econômico se tornaram dominantes, revelando sua capacidade de modificar a dinâmica econômica tanto em nível interno, quanto em nível global.

As consequências relacionadas às novas formas de acumulação no capitalismo foram inúmeras, resultando em fatores já citados como a criação do valor do acionista na cultura corporativa e a consequente mudança na forma de gestão das empresas, o crescimento do endividamento das famílias e dos governos, o crescimento exponencial do volume e da mobilidade de circulação do capital internacional, o aumento da desigualdade de renda, além da recorrência de crises financeiras, para ilustrar apenas alguns dos fenômenos associados ao processo que é objeto deste trabalho.

Apesar de nem sempre estabelecer uma comprovação causal consistente entre a financeirização e seus desdobramentos para o escopo da atividade econômica, é inegável que determinados fenômenos tenham ganhado maior peso e recorrência nas principais economias capitalistas desde o fim do que a literatura econômica classifica como período “fordista” ou, ainda, o padrão “Bretton Woods”.

Neste capítulo, procurar-se-á, expor alguns dos principais fatos estilizados proporcionados pelo avanço da financeirização. Não sendo possível a exposição de todas as mudanças ocasionadas e influenciadas pelo domínio das finanças sobre a economia real, neste trabalho nos proporemos a analisar três características - chave da financeirização, a saber: a) A redução do nível de crescimento das principais economias desenvolvidas b) O aumento da desigualdade e c) A maior ocorrência de crises.

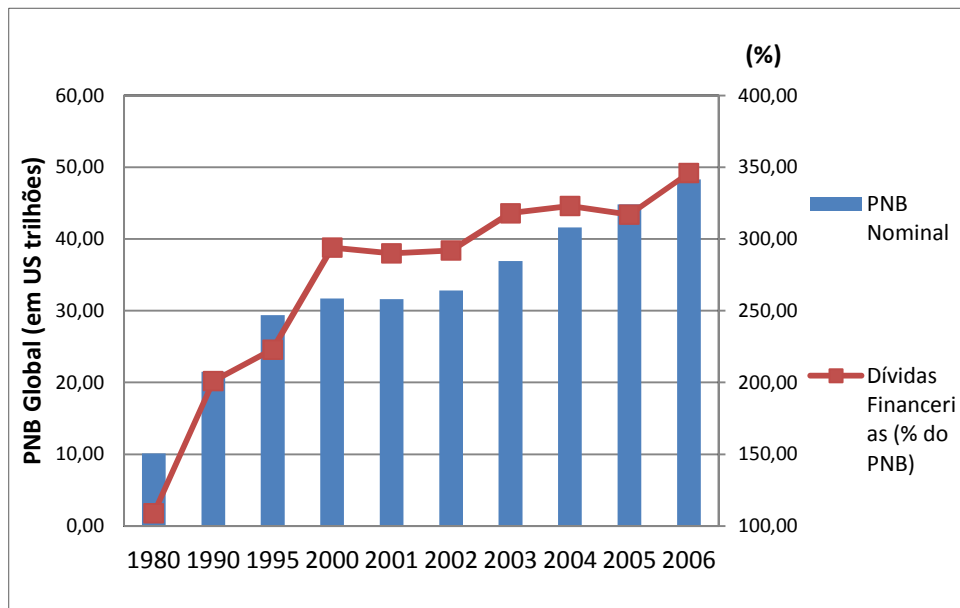
### **III.1 Redução do crescimento**

O primeiro destes fatores que se pretende destacar é a redução no nível de crescimento global. Ainda que seja normal o fato de as economias apresentarem taxas de crescimento desiguais, entre as décadas de 1950 e 1980 o mundo apresentou certa convergência de taxas de crescimento significativamente altas, aliadas a taxas de câmbio fixas, restrições à livre circulação de moeda e capitais, tetos para as taxas de juros, além de um nível médio de desemprego baixo. Em linhas gerais, conjugou-se um momento de estabilidade com crescimento do bem-estar econômico que não se limitou às principais economias industrializadas no mundo, mas também se fez presente em diversas economias emergentes.

O período marcado pela desregulamentação e liberalização de capitais, caracterizado pelo crescimento do poder das finanças dentro da estrutura capitalista, também foi marcado por um crescimento médio do PIB diminuto a nível mundial, se comparado ao período do pós-guerra. Ainda que não seja um indicador preciso, Chesnais (2004, pg. 57) nos mostra que entre 1960 e 1973, a taxa média de crescimento anual do mundo, per capita, foi de 4%, sendo reduzido para 2,4% entre 1973 e 1980, para, entre 1980 e 1993 atingir a média de 1,2%. Durante a década de 1990 o produto mundial médio, cresceu não mais que 2%, por ano, ao passo que entre 1963 e 1973 esta mesma taxa foi superior a 7%.

A produção industrial, considerada um indicador crucial da capacidade de crescimento potencial de uma economia, também teve queda significativa após o desenvolvimento das finanças. Chesnais (1996, pg. 244) exemplifica bem estes fatores. Segundo o autor, entre 1980 e 1992, nos países da OCDE o crescimento dos ativos acumulados foi mais de duas vezes e meia mais rápido do que o da formação de capital fixo, de forma que em 1992, os ativos acumulados eram o dobro do que o PNB acumulado de todos os países da OCDE juntos, e três vezes mais do que as exportações totais. O gráfico abaixo ilustra bem este processo, visto que a proporção das finanças sobre o Produto Nacional Bruto passou de 109% para 246 %, entre 1980 e 2006.

**Gráfico 2 –  
Crescimento do PNB global x Ativos financeiros/PNB global**



Fonte: Elaboração própria com dados do Mckinsey Global Institute.

A explicação para este fato, do ponto de vista do autor, se deve a dois fatores conjugados que parecem sistemáticos nas condutas capitalistas financeirizadas atuais. Em primeiro lugar, deve-se ressaltar uma distribuição funcional desigual da renda entre lucros e salários, visto que o crescimento relativo do salário foi menor em função de diversos fatores que caracterizam a organização capitalista contemporânea.

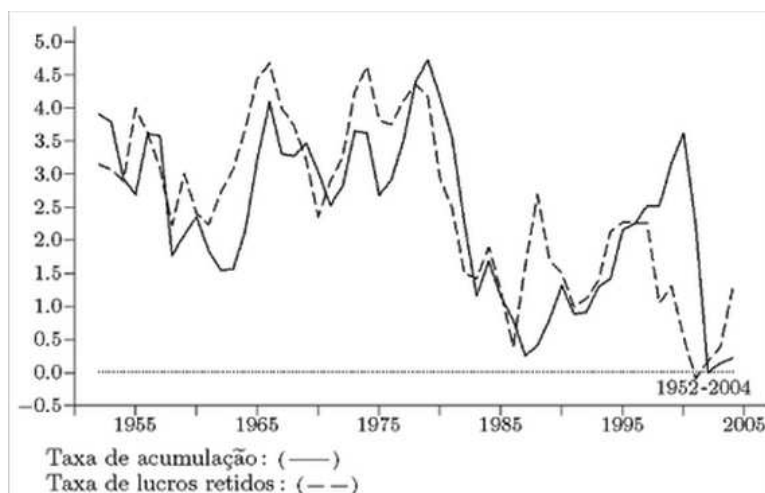
A acentuada evolução da tecnologia da informação e o desemprego estrutural que se segue, além de cadeias produtivas globais típicas de corporações multinacionais, a flexibilização do trabalho através da terceirização e o enfraquecimento do poder sindical, ajudam a explicar a desvalorização relativa do trabalhador (e de seu salário) e a distribuição da renda em favor do lucro e rendas financeiras. Mesmo que estes fatores não estejam necessariamente ligados à atividade financeira, os mesmos expressam uma nova formatação da organização capitalista, que inclui o setor financeiro como elemento essencial para o funcionamento da maior parte das economias no mundo.

A partir do momento em que o 'Share-holder value' se tornou uma realidade para o padrão de gerenciamento das empresas através da participação de grupos acionistas em seu controle, como já exposto anteriormente, a distribuição do lucro em juros e dividendos se tornou relativamente maior face à retenção dos lucros, a parte reinvestida pela empresa. Abaixo o gráfico nos ilustra a tendência declinante da taxa de acumulação

nos EUA em consonância com a redução relativa dos lucros retidos, sobretudo a partir de meados da década de 1970.

**Gráfico 3 –**

**Taxa de lucro e Taxa de Acumulação (EUA, empresas não financeiras, 1955- 2005)**



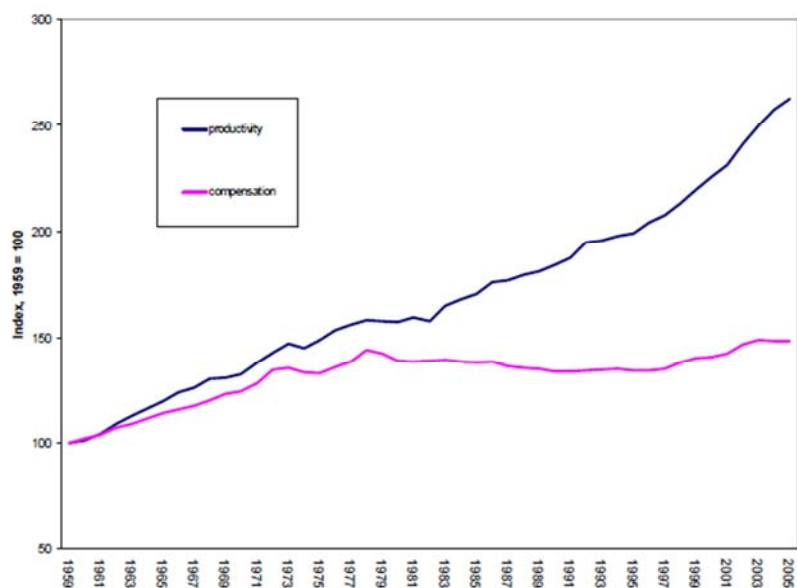
Fonte: Lévy, D. & Duménil, G. “Neoliberalismo – Neo-Imperialismo”, 2007, com dados de NIPA (BEA).

Sua hipótese, portanto, é que a redução da participação salarial na renda, associada com a baixa proporção de investimento dos lucros, reduz duplamente a capacidade de crescimento da economia. Por um lado, dirige a renda à parcela com menor propensão a consumir, por outro, retira da esfera produtiva a renda auferida no processo produtivo gerador de valor.

Abaixo, verifica-se uma clara disparidade entre salários e produtividade, marcando o processo de piora na distribuição da renda, sobretudo a partir de meados da década de 1970, para a economia norte americana.

**Gráfico 4 -**

**Índice de Produtividade X Compensação da produção (1959 - 2005)**



Fonte: Palley, 2007.

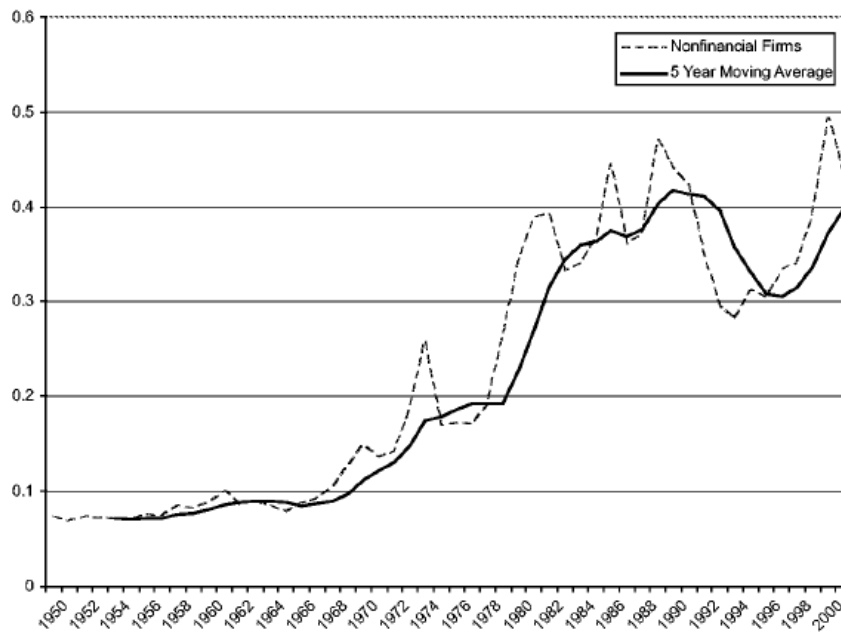
Hein (2009), descreve a mudança de comportamento da empresa explicitando que a estratégia corporativa dominante deixou de ser “reter e reinvestir” para “diminuir e redistribuir”<sup>27</sup>, ilustrando seu comportamento direcionado aos acionistas e, portanto à lucratividade e resultados financeiros de curto - prazo. Como consequência destes fatores, a taxa média de investimento caiu em grande parte dos países industrializados, em especial na Europa nos anos 80 e 90 e nos EUA desde meados da década de 70, com exceção, do ‘Boom’ econômico presenciado nos anos 90, neste país. A forma de apropriação do lucro, sob a hegemonia das finanças, pode ser observada no gráfico abaixo, também para os EUA, considerado o principal representante de país “financeirizado”.

### Gráfico 5 –

#### Proporção de lucro proveniente de portfólio com relação ao lucro total do fluxo de caixa (Corporações Não financeiras dos EUA – 1950-2001)

<sup>27</sup> Expressão originalmente cunhada na obra de Lazonick & O’Sullivan, 2000, “Maximizing Share-holder Value: a New Ideology for Corporate Governance”.

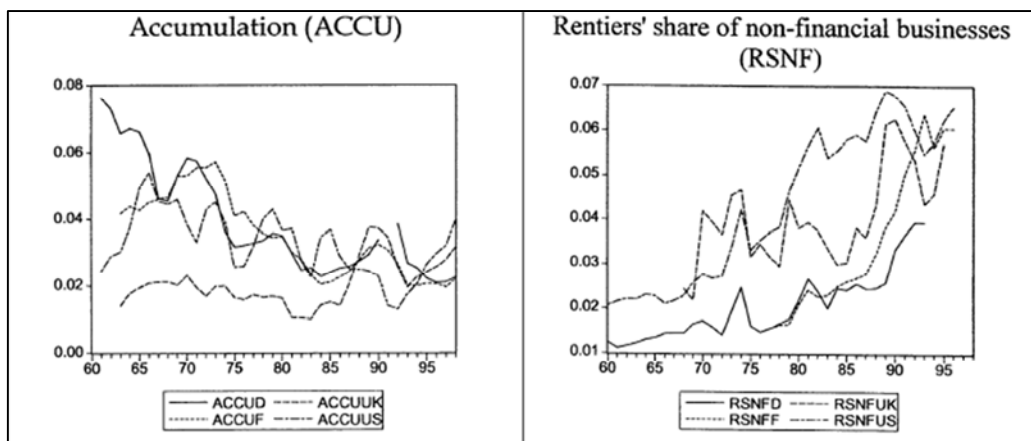




Fonte: Krippner, G. "Financialization of the US economy", pg. 185.

Stockhammer (2004) também segue a mesma ideia de que o lucro líquido das firmas está sendo majoritariamente utilizado em favor de juros e dividendos em detrimento do investimento, ou seja, do aumento da capacidade produtiva. Em sua estimacão para o setor privado, o autor comprova sua hipótese para os EUA, França e Reino Unido, sendo fracamente comprovada para Alemanha. Usando os valores das taxas de acumulação e da participação nos lucros dos acionistas em empresas não financeiras, o autor chega ao resultado em evidência, como se pode ver abaixo, há num movimento simultâneo de redução do investimento com crescimento da participação de acionistas em empresas não-financeiras, para os quatro países em destaque:

**Gráfico 6 –  
Crescimento x Participação acionista em empresas não financeiras**



Fonte: STOCKHAMMER, E. "Financialization and the slowdown of accumulation", 2004. (Pg. 730)

Pode-se observar, portanto, que há uma clara mudança no comportamento e estrutura do crescimento dos principais países industrializados, sobretudo nos EUA, durante o período de desenvolvimento do processo de financeirização. Não somente pelo novo padrão de distribuição de renda em função do valor do acionista e do crescimento das finanças no mercado global, mas pelo novo paradigma institucional pregado pelo neoliberalismo, no qual assistiu-se a precarização do trabalho assalariado.

### III.2 Financeirização e o aumento da desigualdade social

O segundo fato decorrente do processo de domínio das finanças que devemos relevar foi o aumento da desigualdade social nos principais países desenvolvidos, em especial nos EUA, nas últimas três décadas. Podemos, assim, reparar alguns fatores explicativos do crescimento da disparidade de renda, contemporâneos ao início do processo de financeirização.

Em primeiro lugar, a política de valorização do acionista utilizada pelas empresas de capital aberto, contribui sistematicamente para a deterioração do valor do salário em detrimento de outros componentes da renda, grosso modo, do lucro e dos juros. Além disso, o aumento das privatizações, a terceirização do trabalho e o enfraquecimento sindical, características da onda neoliberal surgida em fins da década de 1980, sem contar com o crescimento da importância de cadeias produtivas globais que fizeram

aumentar a oferta de mão de obra disponível e reduzir relativamente o salário, foram componentes significativos no processo de desvalorização do assalariado.

Além desses fatores já citados, devemos, ainda, destacar os enfoques nas mudanças nos ciclos de negócios proporcionados pelo crescimento das finanças. Palley (1994) constrói, a partir da relação entre consumo das famílias, endividamento e financeirização, uma hipótese importante no tocante ao aumento da desigualdade de renda observável na fase neoliberal.

Sua lógica se apoia no fato de que numa primeira fase do ciclo de crescimento, o aumento do endividamento transfere a renda da parcela mais rica da população através da oferta simples de crédito por meio do sistema bancário/financeiro, seja ele em forma de ativos financeiros ou encaixe nos bancos, estimulando o consumo devido à maior propensão a consumir da população das faixas de renda mais baixas. No entanto, no momento seguinte do ciclo, a renda é transferida novamente para os detentores do crédito, acrescidos de juros e correções, diminuindo a demanda agregada de forma proporcionalmente mais forte.

Este argumento é fortemente corroborado pelo aumento nos níveis de endividamento das famílias que ocorre, em especial, desde a década de 1970. Stockhammer (2010, pg.3) evidencia, com dados da economia dos EUA que, enquanto as empresas elevaram seu nível de endividamento de 52% do PIB em 1976, para 77% em 2009, o endividamento das famílias saltou de 45% para 96% para o mesmo período.

Dados de Mishel et al (2007), apud Palley (2004, pg.11), exemplificam a dimensão do aumento da desigualdade nos EUA: enquanto em 1979 a renda dos 5% mais ricos da população era 11.4 vezes superior à renda dos 20% mais pobres, em 2004 esta taxa saltou para 20.7 vezes. O quadro abaixo resume bem as principais mudanças ocorridas à luz da financeirização nos EUA: ao mesmo tempo em que se observa o forte crescimento de empresas financeiras frente às empresas não financeiras, o lucro em proporção do PIB também se elevou.

## **Quadro 2 -**

## Lucros Domésticos e PIB

	National income (\$ bil.)	Financial sector profits (\$ bil.)	Non-financial profits (\$ bil.)	Financial/non-financial profits	Financial profits/GDP (%)	Non-fin.profits/GDP (%)	Total profits/GDP (%)
1973	1.247.4	20.5	79.9	0.257	1.6%	6.4%	8.0
1979	2.249.1	40.3	156.8	0.257	1.8	7.0	8.8
1989	4.826.6	77.9	222.3	0.350	1.6	4.6	6.2
2000	8.795.2	203.8	409.8	0.497	2.3	4.7	7.0
2005	10.811.8	389.0	900.1	0.432	3.6	8.3	11.9

Fonte: PALLEY,T (2007) com dados de “Economic Report of the President”, Tables B-28 and B-91, 2007.

Hein (2009), faz um levantamento do estudo concluído por Levy/ Duménil (2001,2005) que sintetiza a relação entre a mudança na governança corporativa e o aumento das desigualdades:

“(The authors)...have shown that the rise in this profit rate since the early 1980s has been mainly due to the rise in net real interest payments (...) the profit rate of the non-financial corporate sector has remained constant in France and has increased only slightly in the US. Therefore, rising interest payments gave had to be paid for by a reduction in the labor income share and it has thus been mainly the rentiers class which has been benefited from redistribution at the expense of labor” (pg.16).

Além de a mudança corporativa ter influenciado na redistribuição de renda em favor das faixas mais ricas das principais economias capitalistas, o aumento dos juros também teve influência considerável sobre a distribuição de renda. Após a flexibilização de seu preço, as mudanças ocorridas da “Regulation Q”, a consequente possibilidade de remuneração de depósitos, uma ampla gama de ativos financeiros se desenvolveu a partir da possibilidade de sua remuneração com juros, criando maiores possibilidades de amplificação do capital fictício, para as classes mais abastadas.

As inovações financeiras fizeram com que, enquanto a população das faixas mais altas de renda possuíssem opções de rentabilidade a partir destes ativos, através instituições especializadas, a parcela que ocupa as faixas de renda mais baixas não tem o mesmo acesso e disponibilidade de aquisição de tais instrumentos, deixando-os carentes de rentabilidade de sua poupança, sobretudo durante eventos inflacionários.

Duménil & Lévy (2006) endossam a perspectiva sistematizada por Braga:

“O neoliberalismo restabeleceu a renda da classe capitalista, pagando “salários” muito elevados no alto da pirâmide das rendas e drenando amplos fluxos de renda em direção aos proprietários de títulos, no contexto das taxas de juros elevadas (...). Essas taxas de juros de longo prazo elevadas tornaram-se um traço característico do neoliberalismo até a ruptura em 2000.” (pg. 7).

Abaixo, segue gráfico ilustrando este aumento das taxas de juros para França e EUA:

**Gráfico 7 -**  
**Taxas de Juros reais de longo prazo (%)**  
**EUA e França 1960 - 2005**

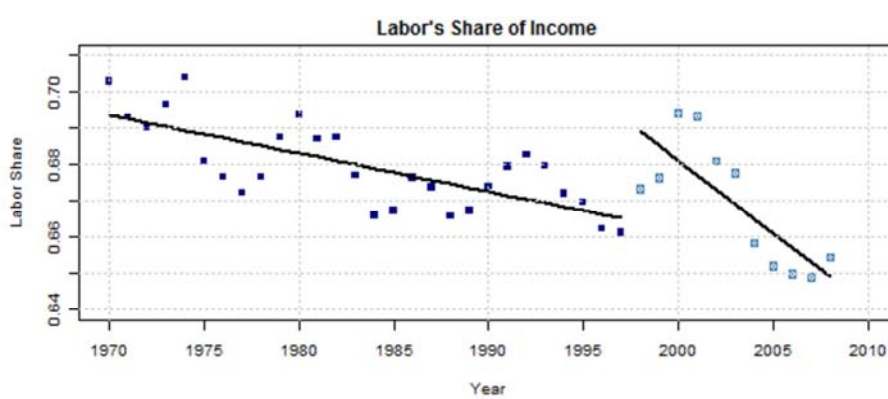


Fonte: Duménil, G. & Lévy, D. “Neoliberalismo – Neo-imperialismo” (2007) com dados do FED, OCDE.

Sauviat (2004, pg.110), além de ressaltar que as novas estruturas de governança corporativa, geridas por estratégias de curto prazo focam-se no lucro e nas distribuições de juros e dividendos em prol do valor acionário, chama a atenção para as políticas econômicas comuns ao modelo proposto pelo Consenso de Washington, em especial a deflação competitiva e a contenção de despesas públicas. A terceirização e o a maior proporção de trabalhadores temporários, além da subcontratação e deslocalização, comum em empresas de alta tecnologia, por exemplo, criou um diferencial de

remuneração entre os trabalhadores temporários e os trabalhadores permanentes, em função das “normas de rentabilidade” impostas pelo valor acionário. Além disso, criou-se uma cultura de valorização dos dirigentes onde sua remuneração se tornou drasticamente desproporcional com relação ao restante do quadro de assalariados. Verifica-se, abaixo, claramente a redução na participação do assalariado na renda para os EUA desde a década de 1970:

**Gráfico 7 –  
Participação do salário na renda**



Fonte: LIN, K.H. “Financialization and US Income Inequality”, 2008.

Segundo dados da “Federação Americana de Trabalho”, utilizados ainda por Sauviat (2004, pg.127), enquanto a relação remuneração dos diretores/ remuneração média do operário era de 1 para 41 em 1980, vinte anos depois a proporção saltou para 1 para 531. Sob uma perspectiva mais ampla, Assa (2012, pg.37), em estimação num modelo de regressão que medeia a correlação entre financeirização, desigualdade e redução do crescimento comprova os impactos negativos no nível de atividade econômica. De acordo com seu estudo, para cada ponto percentual de aumento das finanças sobre o total do valor agregado, aumenta 0.57% a desigualdade de renda, enquanto que para cada ponto percentual de aumento do emprego no mercado financeiro com relação ao emprego total, aumenta-se em 0.81% a desigualdade de renda.

### **III.3 Maior Ocorrência de Crises**

O terceiro fenômeno que pretendemos destacar como consequência da financeirização é a maior ocorrência de crises, não apenas financeiras, mas macroeconômicas em geral, desde meados da década de 1970. Crises econômicas não são fato raro na história do capitalismo global, crises oriundas no mercado financeiro tampouco. Desde 1873, afinal, ano em que estourou o que pode ser chamado de a primeira grande crise internacional, observou-se a capacidade do sistema capitalista, sobretudo financeiro, de gerar crises sistêmicas. De lá para cá, foram inúmeras as crises ocorridas ao longo da caminhada do capitalismo, com destaque para as crises internacionais de 1929 e, recentemente, de 2008, onde, o capital financeiro desempenhou papel fundamental na sua concepção e alcance global.

No escopo deste trabalho, procuraremos expor os principais fatores causais, assim como as consequências de crises econômicas sob o enfoque dos efeitos da financeirização, dando especial atenção à crise do subprime norte-americana que se iniciou em setembro de 2008.

Exemplos de crises capitalistas, dentro do período em questão não faltam, mas poderíamos destacar: a crise de balanço de pagamentos do México em 1994, a crise da lira turca em 2001, a crise do sudeste asiático em 1997, a crise Russa em 1998, a crise Argentina em 2001 e, finalmente, e em especial, a crise global iniciada em 2008, nos EUA. Além de diversos fatores explicativos serem passíveis de análise, as peculiaridades de cada país devem ser observadas para se ter uma real compreensão da concepção e do desenvolvimento de cada uma das crises citadas. Neste sentido, ainda que a análise do processo de financeirização das economias não seja capaz de explicar uma crise econômica independentemente, busca-se em seu conceito, instrumentos e atores, algum dos elementos imprescindíveis para se explicar a amplitude e recorrência de crises econômicas no período neoliberal que vigorou no pós - Bretton Woods.

Em primeiro lugar, deve-se ressaltar o papel do desenvolvimento de ativos financeiros sofisticados, como os derivativos, articulados e potencializados pela liberalização dos movimentos de capitais internacionais e pela flexibilização das taxas de câmbio. Ou seja, podemos destacar como o primeiro elemento explicativo da ocorrência de crises

financeiras, a liberalização dos fluxos de capital, em especial das contas de capital dos países, conjugada à enorme gama e volume de ativos financeiros em disposição dos agentes.

Tais ativos deixaram de estar necessariamente ligados às flutuações das taxas cambiais e de juros, mas passaram a englobar também commodities, preços no mercado imobiliário, e etc. Orquestrados pelos países e grupos econômicos multinacionais de grande porte, os sistemas financeiros globais demonstram-se hierarquizados e interligados entre si através de meios de comunicação e tecnologias da informação, cada vez mais sofisticados. Tavares et. al (1997) destaca o papel central da posição do dólar como função das operações de arbitragem e securitização de riscos, que, desde fins da década de 1980, se interligam em nível global e flutuam ao redor do globo em busca da melhor rentabilidade, de forma que os fundamentos econômicos e a alocação mais eficiente de recursos, como indicaria a teoria econômica convencional, não são capazes de explicar sua dinâmica:

“(...) a partir de 1992, com a desregulação cambial e financeira atingindo três continentes, o capital financeiro tem voado para todos os portos num jogo de cassino em que ganhadores e perdedores só tem contribuído para reforçar a posição financeira do dólar” (pg.63)

Esta abertura aos capitais financeiros internacionais, sobretudo nos países em desenvolvimento, permitiu um aumento significativo da rapidez com que investidores externos pudessem introduzir e retirar capitais do país, seja através de títulos de dívida, seja por ações ou outros ativos financeiros. Estes movimentos abruptos, por sua vez, são responsáveis por variações igualmente significativas nas taxas de câmbio do país que os recebe.

De forma genérica, a desvalorização da moeda faz com que um país que sofra este movimento de retirada de capitais, reduza sua capacidade de importar e, como no caso dos países latino-americanos, faz com que a política econômica invariavelmente suba a taxa de juros de forma a atrair novamente recursos externos. Em seguida, taxas de juros



mais altas fazem aumentar o nível de endividamento, tanto privado quanto público, além de tornar mais caro o custo do crédito, aprofundando, assim, o impacto da crise financeira sobre a economia real (Salama & Camara, 2004, pg. 212-213).

Seguindo esta mesma linha, Stockhammer (2010, pg. 8), busca nas novas formas de captação de crédito, auxiliadas pela liberdade de circulação de moeda entre países, explicitar o motivo fundamental de crises oriundas dos mercados financeiros. Neste sentido, as instituições financeiras, em geral, passaram a arbitrar no mercado de crédito diante das diferentes taxas de juros entre países. Ou seja, criaram-se mecanismos de se obter capital em uma praça, onde os juros são mais baixos, para se emprestar em outra, onde a taxa de juros de mercado é mais elevada. Como, ao contrário do que supõe a economia tradicional, as taxas de câmbio variam em grande medida em acordo com os fluxos de capitais, inclusive de portfólio, e não somente em acordo com os fundamentos econômicos dos países, qualquer deterioração do ambiente de negócios, pode ser suficiente para gerar uma crise cambial seguida de uma crise financeira para além das fronteiras de apenas um país, como foi o caso da crise do México e da crise Asiática em finais da década de 1990.

De Paula (2000) resume a natureza intrínseca da crise financeira diante da liberalização do mercado globalizado atual:

“A teoria do *mainstream* atribui a crise cambial à inconsistência nos fundamentos econômicos ou à algum tipo de falha informacional no mercado. Crises e volatilidades, em geral, não resultam de variáveis econômicas endógenas, mas de variáveis exógenas. Na visão pós-keynesiana, alternativamente, a presença da incerteza torna possível entender a instabilidade como um fenômeno essencialmente endógeno. Em um mundo global incerto não se pode entender a instabilidade financeira e ataques especulativos como “anomalias”, pois eles são resultados esperados e possíveis que emergem da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existem um estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market maker* global.” (Pg.19)

Outra abordagem para a ocorrência de crises a partir da financeirização é proposta por Minsky, em referência à “hipótese da instabilidade financeira”. Em acordo com sua

tese, diante de um sistema capitalista dependente de crédito, e mais ainda, de ativos financeiros como fonte de renda e financiamento, há diferentes estágios de risco em que os agentes podem se encontrar. Neste sentido, a capacidade de pagamento de dívida por parte dos agentes define o grau de estabilidade econômica de uma economia. O que se observa, no entanto, é que períodos prolongados de estabilidade resultam na mudança na estrutura de risco do endividamento, tornando a economia, endogenamente, mais instável, à medida que os agentes se tornam cada vez mais propensos ao risco, ou seja, menos capazes de quitar suas obrigações. Dessa forma, as economias capitalistas contemporâneas se tornaram mais expostas às crises financeiras devido à natureza intrinsecamente instável de uma estrutura de financiamento largamente dependente do mercado financeiro.

A crise do “sub-prime” norte americana, por exemplo, deve ser compreendida à luz do endividamento crescente das famílias e do poder de instituições financeiras na gestão da riqueza do país. De forma, breve, sua contextualização pode ser colocada da seguinte forma: após a crise de 2001 nos EUA, a economia do país passava por uma relativa estabilidade nas taxas de crescimento, acompanhada, no entanto, por um crescente endividamento por parte das famílias. Belluzo (2009, pg.19), destaca que no período entre 1998-2008, enquanto o PIB norte americano avançou 2,7% ao ano, o consumo avançou 3,4%, enquanto que a proporção do consumo no PIB saltou de 67,1% para 71,6%, deixando claro que o crescimento do país se deu a partir da redução da poupança das famílias.

O governo, por sua vez, adotou uma política monetária expansionista, onde juros baixos e crédito farto formam instrumentos favoráveis ao aquecimento da economia. Consequentemente, o consumo iniciou uma tendência de alta e o mercado imobiliário, em especial, evidenciou um processo de valorização de ativos, tanto reais, quanto financeiros, tendo em vista que uma gama de ativos foi criada em função da negociação de hipotecas e do crescimento robusto do crédito imobiliário. Muitas vezes fomentado pela alavancagem das instituições financeiras que os negociavam, este circuito financeiro proporcionou um comportamento do consumo e investimento que não estava diretamente ligado à renda corrente, nem mesmo ao aumento da produtividade, mas sim ao preço de ativos, suportados pelo processo conhecido por *efeito riqueza*, e ao fácil acesso ao crédito (BIBOW, 2010, apud Brochier, 2012, pg.11).

Dessa forma, em um primeiro momento, a valorização dos ativos financeiros atrelados ao crédito imobiliário, ainda que possuíssem um caráter especulativo, sendo negociados no mercado secundário, tanto local quanto global, acompanhavam uma trajetória positiva do comportamento do consumo, respaldando o crescimento do endividamento.

Como as instituições financeiras se beneficiaram do grande grau de liberalização das opções de ativos financeiros, grande parte dos títulos negociados eram securitizados, comercializados e lastreados a partir de contratos hipotecários, muitas vezes provenientes das classes mais pobres da população, os devedores “subprime”. Tais ativos financeiros, por sua vez, passaram a ser amplamente negociados em mercado secundário sem se ter real noção de seu grau de risco, à medida que não se sabia quem era o real devedor da hipoteca, o que deu origem à negociação dos chamados “papéis podres”, entendidos como aqueles provenientes de mutuários com baixa capacidade de pagamento de dívida (Mathias, 2009, pg.4).

No menor sinal de baixa dos preços dos ativos, uma espiral negativa é iniciada, resultando na prioridade da posição de venda dos papéis e na redução do consumo proporcionada pelo “empobrecimento” dos agentes, ao mesmo tempo em que os compromissos de dívida se mantêm fixos em contrato. A venda de ativos toma contornos de crise quando seu volume alcança grandes dimensões e diversos agentes se envolvem a partir de uma mesma dívida, com destaque para o tomador da hipoteca (agentes de baixa renda - subprime), instituições financeiras (hedge funds, bancos, fundos de investimento) e investidores autônomos, nos EUA e no resto do Mundo.

Carvalho (2008) ilustra a percepção da inflexão negativa na economia norte americana:

“Quando tomadores de hipoteca ficam inadimplentes e param de pagar os juros, aqueles investidores que compraram títulos baseados nessas hipotecas percebem que poderão não receber o retorno que esperava. Quando essa percepção se espalha, aqueles outros investidores e instituições que compraram títulos parecidos começam a se perguntar se não é melhor se livrarem deles enquanto é tempo. Quando, porém, tentam vender esses papéis, percebem que não há muitos compradores, já que todos têm os mesmos temores. Com isso,

investidores concluem que têm um mico nas mãos, um papel cujo valor de mercado é muito menor que esperavam.” (pg. 3).

O que se segue é um cenário de incerteza em todo plano internacional, à medida que grandes corporações financeiras e bancos passaram por uma rápida contração no preço de seus ativos, fazendo crescer a inadimplência por parte dos tomadores de empréstimo e reduzir a concessão de crédito, expondo uma aversão ao risco generalizada no mercado.

O alcance global de uma crise iniciada no mercado hipotecário norte-americano, portanto, deve ser compreendido a partir de alguns conceitos provenientes do processo de financeirização. Dentre eles, podemos destacar o maior grau de interdependência dos agentes, desde bancos e fundos de investimento às próprias famílias, tendo em vista que a complexidade dos ativos financeiros interligam diversas posições a um mesmo lastro de valor, no caso, contratos hipotecários. Por outro lado, a dimensão do mercado financeiro, a capacidade dos mercados secundários de negociação de ativos financeiros no plano global, e a volatilidade dos papéis negociados, foram capazes de criar um ambiente de incerteza sistêmica, gerando uma crise de liquidez e resultando na baixa propensão a se investir no setor produtivo da economia.

No plano institucional, deve-se compreender que elementos como a descompartimentalização dos mercados através de regulamentos que permitem a criação de novos ativos financeiros em diversas áreas de aplicações da liquidez, a liberalização das contas de capitais ao mercado externo e a desintermediação financeira que permitiu o crescimento exponencial de novas formas de financiamento a partir de ativos financeiros sem a articulação do setor bancário, são conceitos fundamentais para se compreender que a volatilidade e a instabilidade econômica são resultados de mudanças estruturais do capitalismo contemporâneo.

## **CONCLUSÃO**

Uma análise do funcionamento do capitalismo vigente no mundo hoje é, sem embargo, uma proposta de dimensão imensurável e que, além de vaga, muito provavelmente se encontrará incompleta. No entanto, alguns elementos fundamentais para a compreensão

de seu funcionamento, como os padrões de gestão e criação do capital, podem nos ajudar na realização desta tarefa, possibilitando uma explicação para fatos claramente observáveis na economia global contemporânea.

O mundo encontra-se hoje interligado por meios de comunicação cada vez mais sofisticados que possibilitam a circulação de enormes quantidades de informação quase em tempo real. A economia não escapou deste novo arcabouço da era digital e um novo instrumento de gestão da riqueza ganhou cada vez mais espaço nas práticas capitalistas: as finanças. Criado para auxiliar e desenvolver o sistema de crédito, o capital financeiro se tornou uma figura dominante no funcionamento da economia de mercado, passando, invariavelmente, a dominar as decisões de investimento e produção.

Ainda que sua origem remonte ao século XIX, seu volume e capacidade de afetar economias de forma sistêmica, ganharam novo fôlego com o esgotamento do padrão de acumulação fordista, em especial após o período conhecido como “Anos dourados” da economia, em meados da década de 1970. Potencializado pela liberalização dos fluxos monetários internacionais, em especial desde 1971, quando teve fim a paridade cambial do padrão-ouro, além do afrouxamento de regras para criação e comercialização de ativos, o poder do capital portador de juros se tornou um elemento indispensável à economia moderna.

Desde então, seu crescimento em proporção do PIB foi extraordinário, seja mensurado pelo tamanho do capital financeiro com relação à acumulação produtiva, seja pelo crescimento da renda financeira por agentes não financeiros. Neste sentido, Estados, empresas e mesmo as famílias, passaram a fazer parte de um mercado interconectado por sistemas de informação em tempo real, potencializados por ativos cada vez mais sofisticados, produzidos através de alavancagem financeira dos bancos e não raramente comercializados por motivos especulativos.

O que se observa hoje, portanto, é a gradual separação da economia fictícia da economia real, ainda que dentro de limites impostos pela frágil institucionalidade regulatória, de um lado, e pela geração de capital oriundo do processo produtivo gerador de valor, de outro. Neste modelo onde o capital financeiro passou a ser dominante, a lógica de curto-

prazo impera sobre a tomada de decisões dos agentes, sendo, muitas vezes, guiada pela necessidade de valorização do acionista.

Desde 2008 sob efeito de uma crise sistêmica nascida no âmago do sistema financeiro mundial, a atual situação da economia nos leva a atentar para este novo modelo de gestão da riqueza. Além de crises, podemos enumerar outros tantos resultados, como taxas de crescimento declinantes, subemprego e desigualdade social. A financeirização da economia deve ser entendida, portanto, como um processo necessário para se explicar estes fenômenos recorrentes nas últimas quatro décadas da história e como instrumento fundamental para compreensão do atual comportamento da economia capitalista moderna.

## **BIBLIOGRAFIA**

**ASSA, J.** *Financialization and its Consequences: the OECD Experience*. New School For Social Research, NY, vol. 1, no. 1, January 2012.

**ALVES, T.G.; VERÍSSIMO, M.P.** *Política Monetária, Crise Financeira e Estado: Uma Abordagem Fundamentalmente Keynesiana*. UFU, Uberlândia, 2009.

**BASTOS, C. P.** *O Keynesianismo conservador americano: perspectivas na entrada do século XXI*. Anais do VI Congresso Brasileiro de História Econômica. Valença, Rio de Janeiro, 2005.

**BRAGA, J.C.S.** *Temporalidade da Riqueza (Uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista)*. Unicamp, Campinas, 1985.

\_\_\_\_\_. *Financeirização Global – O padrão Sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org.). *Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

\_\_\_\_\_. *A financeirização da Riqueza*. In. *Economia e Sociedade, Campinas, - S.P.* Unicamp, 1993.

**BELUZZO, L.G.** *Dinheiro e as transfigurações da riqueza*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org.). *Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

\_\_\_\_\_. *A Crise Financeira e o Papel do Estado*. Associação Nacional dos Auditores da Receita Federal – ANFIP, Brasília, 2009.

**BROCHIER, L.** *A Financeirização do consumo e a Crise Financeira nos Estados Unidos: o fim do padrão de crescimento puxado pelo consumo*. Unicamp, Campinas, 2013.

**BRUNHOFF, S.** *A instabilidade monetária Internacional*. In: **CHESNAIS, F (org.)**. *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração consequências*. Boitempo, São Paulo, 2004.

**BRUNO, M. et al.** *Finance Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas*. Revista de Economia Política 31 (5), Edição Especial, 2011.

**CARVALHO, C.F.** *Entendendo a Recente Crise Financeira Global*, Rio de Janeiro, 2008.

\_\_\_\_\_. *A teoria Monetária de Marx: um interpretação pós-keynesiana*. Revista de Economia Política, Vol.6, Num. 4, 1986.

**CHESNAIS, F.** *O Capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos*. In: **CHESNAIS, F (org.)**. *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração consequências*. Boitempo, São Paulo, 2004.

\_\_\_\_\_. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

**DATHEIN, R.** *Sistema Monetário Internacional e Globalização Financeira nos sessenta anos de Bretton Woods*. Sociedade Brasileira de Economia Política. N°16. Pg.51-73. Rio de Janeiro, 2005.

**DUMÈNIL, G.; LÉVY, D.** *Neoliberalismo- Neoimperialismo*. Economia e Sociedade, Campinas, Vol. 16, Num.1, 2007.

\_\_\_\_\_. *O Neoliberalismo sob a hegemonia norte-americana*. In: **CHESNAIS, F (org.)**. *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração consequências*. Boitempo, São Paulo, 2004.

**EATWELL, J.** *The theory of value and the foundations of economic policy*, Roma, 2012.

\_\_\_\_\_. *International Capital Liberalisation, The impact on world Development*. CEPA, New York, 1996.

**EPSTEIN, G.** “Introduction: Financialization and the world economy”, in Epstein G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2005.



**EPSTEIN, G.; POWER, D.** *Rentier Incomes and Financial Crises: An Empirical Examination of Trends and Cycles in Some OECD Countries*. Working Paper N°57, Massachusetts, 2003.

**FERRARI FILHO, F; DE PAULA, L.F.** *Crise Financeira e Reestruturação do Sistema Monetário Internacional*. Fundação de Economia e Estatística, Volume 37. N°1, 2009.

**FISHER, I.** *The Dept - Deflation Theory of Great Depressions*. *Econometrica*, 1933.

**FOSTER, J.B.** *The Financialization of capital and the Crisis*. *Monthly Review*, Vol.59, Issue 11, 2008.

\_\_\_\_\_. *The Financialization of Capitalism*. *Review of the Month*, Abril, 2007.

**HEIN, E.** *Financialisation and financial and economic crisis – implications for post-crises economic policies*. Institute for International Political Economy, Berlin, 2011.

\_\_\_\_\_. *A (post) Keynesian perspective on “financialisation”*. Macroeconomic Policy Institute (IMK), Dusseldorf, 2009.

\_\_\_\_\_. *Finance Dominated Capitalism and Redistribution of Income: a Kaleckian Perspective*. The Levy Economics Institute, Berlin, 2013.

**ISAACS, G.** *Contemporary Financialization: A Marxian Analysis*. *Journal Of political Inquiry* 4, 2011.

**KRIPPNER, G.** *The Financialization of the American Economy*. *Socio-economic Review*, Los Angeles, 2005.

**LAPIDA, I.** *A financeirização no capitalismo contemporâneo: uma discussão das teorias de François Chesnais e David Harvey*. São Paulo, USP, 2011.

**KILSZTAJN, S.** *O acordo de Bretton Woods e a evidência histórica: O sistema financeiro internacional no pós-guerra*. *Revista de Economia Política*, 9(4): 88-100, out/dez, 1989.

**LAZONICK, W; O’SULLIVAN, M.** *Maximizing shareholder value: A new Ideology for Corporate Governance*. INSEAD, 2000.

**LICHTENSZTEJN, S.; BAER, M.** *FMI e Banco Mundial - Estratégias e Políticas do Poder Financeiro*. Brasiliense, 1987.

**MAGDOFF, F.** *The explosion of Debt and Speculation*. Monthly Review, November, 2009.

**MARX, K.** *O capital - Uma crítica de Economia Política*. Institute of Marxism – Leninism, USSR, 1959.

**MATHIAS, J.F.C.; LIMA, D.B.T.** *Uma interpretação da crise subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky*. Segundo Encontro Internacional da AKB. Rio de Janeiro, Setembro, 2009.

**MEDEIROS, C. A., SERRANO, F.** (1999) *Padrões Monetários Internacionais e Crescimento*, in FIORI, J.L. (org.) *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Rio de Janeiro, Vozes.

**MINSKY, H.** *Finance and Stability: limits of capitalism*. Working Paper N°93, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1993.

**MIRANDA, J.C.** *Dinâmica financeira e política macroeconômica*. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org.). *Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

**MODENESI, A.M.** *Resenha Bibliográfica do trabalho ‘Globalização Financeira’*, Ferrari Filho, F.; Paula, L.F. Vozes, 2004.

**MOFFITT, M.** *O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à beira da insolvência*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

**MOLLO, M. L. R.** *Capital Fictício, Autonomia Produção-Circulação e Crises: Precedentes Teóricos para o Entendimento da Crise Atual*. Revista Economia, UNB, 2011.

**PALLEY, T.** *Financialization: What it Is and Why it matters ?*. The Levy Economics Institute of Bard College, New York, 2007.

**PAULANI, M.L.** *A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil*. Estudos Avançados 23 (66), 2009.

**PLIHON, D.** *As Grandes empresas fragilizadas pela finança.* In: **CHESNAIS, F (org.).** *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração consequências.* Boitempo, São Paulo, 2004

**SALAMA, P. ; CAMARA, M.** A Inserção diferenciada – com efeitos paradoxais- dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: **CHESNAIS, F (org.).** *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração consequências.* Boitempo, São Paulo, 2004.

**SAUVIAT, C.** *Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário.* In: **CHESNAIS, F (org.).** *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração consequências.* Boitempo, São Paulo, 2004.

**SERRANO, F.** *Do ouro Imóvel ao Dólar-flexível.* Economia e sociedade, Campinas, Vol.11, N°2, 2002.

**STOCKHAMMER, E.** *Financialization and the slowdown of accumulation.* Cambridge Journal of Economics, Vol.28, N°5. Cambridge, 2004.

**TAVARES, M.C.; MELIN, L.E.** *Pós – escrito 1997: A reafirmação da hegemonia norte americana.* In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org.). *Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização.* Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.