



Universidade de Brasília  
Departamento de Economia

Série Textos para Discussão

# **Financeirização como desenvolvimento do capital fictício : a crise financeira internacional e suas conseqüências no Brasil**

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Texto No. 358  
Brasília, Abril de 2011

**Department of Economics Working Paper 358  
University of Brasilia, April 2011**

# **Financeirização como desenvolvimento do capital fictício : a crise financeira internacional e suas conseqüências no Brasil**

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo<sup>1</sup>

## **Resumo**

O artigo analisa a noção de capital fictício em Marx a partir das idéias de autonomia da circulação relativamente à produção. Explora, a partir desta análise teórica, a evolução da financeirização das economias como desenvolvimento do capital fictício e sua relação com a crise corrente. Analisa, finalmente, os impactos da crise e sua recuperação no caso brasileiro.

**Palavras-Chave:** Financeirização, Capital Fictício, Crises, Brasil.

## ***Abstract***

*The article analyses the notion of fictitious capital in Marx, and the idea of autonomy of circulation in relation to production. It explores, after this theoretical analysis, the evolution of financialization of the economies as development of fictitious capital and its relation with the current crisis. Finally, it analyses the impacts of crisis and its recovery in the case of Brazil.*

***Key-Words:*** *Financialization, Fictitious Capital, Crises, Brazil.*

---

<sup>1</sup> Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília e Pesquisadora do CNPq ([mlmollo@unb.br](mailto:mlmollo@unb.br)). A autora agradece a Alfredo Saad Filho por comentários feitos a uma versão preliminar do artigo que permitiram melhorá-lo.

## **Introdução**

A crise atual põe fim a um período de desenvolvimento acentuado das finanças a nível global, um desenvolvimento considerado excessivo, quando comparado com o crescimento da produção real, que deu origem ao que se convencionou chamar de processo de financeirização das economias. Este processo, definido grosso modo como o predomínio da finança sobre a produção, caracterizou a evolução das economias nas duas últimas décadas, e foi responsável pela crise financeira internacional de final de 2008, com suas conseqüências se espalhando pelo mundo todo.

A financeirização das economias será analisada neste trabalho como um processo onde se destaca o desenvolvimento do chamado capital fictício. Para tanto, o trabalho se inicia definindo teoricamente esta noção, nos termos de Marx (1971, 1974 e 1980), e mostrando como sua definição implica um descolamento das rendas na circulação relativamente à geração delas no processo de produção e sua relação com as crises financeiras em geral, tal como definidas também por Marx.

Em seguida, o trabalho destaca, a partir de resenhas da literatura sobre o assunto, traços característicos do desenvolvimento do capital fictício na evolução do processo de financeirização das economias como um todo, e como e por que a crise surge.

Finalmente, o artigo examina os impactos da financeirização e da crise sobre a economia brasileira, assim como sua recuperação. Algumas considerações conclusivas são feitas ao final do artigo.

### **1. Acumulação de capital, crédito e capital fictício: a autonomia relativa da circulação com relação à produção**

Marx (1971) define capital como dinheiro que se valoriza por meio da compra da mercadoria especial força de trabalho. Após a análise do valor e do dinheiro como relações sociais no mundo das mercadorias, como é o caso no capitalismo, surge a mercadoria força de trabalho, como conseqüência deste tipo de mediação social no capitalismo.

A força de trabalho, ou a capacidade humana de trabalho, produz excedente sobre a produção necessária à sua reprodução em muitos modos de produção, mas só no capitalismo ela vira mercadoria. Só num sistema onde há a necessidade geral de comprar para viver, e de vender para comprar, e onde não é possível produzir para vender sem meios

de produção cujo acesso é negado pela propriedade privada dos mesmos é que surge esse tipo de mercadoria especial. Especial porque seu valor de uso é gerar valor de troca. Nesse sentido, concordamos com Postone (2008: p. 134), para quem *“the dialectic of value and use value reconstitutes the necessity of proletarian labour”*.

Isso mostra, de outra maneira, a dominação dessas formas sociais no capitalismo, explicitando o caráter fundamental de relações sociais que elas têm ao articular processos de produção separados, e etapas de produção diferentes, mas, sobretudo, como formas de inserir socialmente as classes: os trabalhadores - que precisam vender sua força de trabalho como mercadoria para viver nesse modo de produção, e os capitalistas - que precisam vender sua produção para realizar o mais-valor nelas contido, ou o lucro, única forma de permanecer como classe dominante.

É o objetivo do capitalismo, o lucro e, mais que isso, o lucro máximo, sob pressão da concorrência que define a forma de andamento do crescimento no capitalismo e a pressão pelo crescimento e pelo aumento da produtividade. Como chamava atenção Marx,

“a concorrência impõe a cada capitalista as leis imanentes do modo capitalista de produção como leis coercitivas externas. Compele-o a expandir continuamente seu capital, para conservá-lo e só pode expandi-lo por meio da acumulação progressiva (Marx, 1971, I, p. 688).

O crédito tende, já por isso, a se desenvolver muito no capitalismo, uma vez que ele potencializa a acumulação de capital, ampliando o ritmo e a escala da produção, ao antecipar a compra da força de trabalho e dos meios de produção sem esperar a realização da mais-valia, sua transformação em lucro ao final de cada ciclo, para fazer tal ampliação. Por outro lado, a concorrência, juntamente com o crédito impulsionam a centralização e a concentração do capital, mudando a escala da produção e, assim fazendo, facilitando o progresso técnico (BRUNHOFF E FOLEY, 2006). Assim, conforme destaca Albuquerque (2010 a, p. 153), “o desenvolvimento do crédito é causa e efeito da grande indústria”, é responsável por todo o desenvolvimento potencial da acumulação de capital em termos de criação de riqueza, progresso técnico e aplicação da ciência à produção.

É essa necessidade do capital de obtenção de lucro máximo, e de se acumular para tanto, que conduz a que, de um lado, todo 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 comércio de dinheiro, dando origem ao que Marx chamou capitalistas financeiros.

O capital emprestado pelo capitalista financeiro é o capital de empréstimo portador de juros, e obtém sua remuneração da mais-valia produzida na produção onde o empréstimo é empregado. Ao capitalista que empresta cabe o juro, ao que toma emprestado cabe o lucro de empresário, os dois recebendo partes da mesma mais valia gerada no processo produtivo que o crédito potencializou.

Mas além de potencializar a acumulação de capital o crédito leva também ao aparecimento e ao desenvolvimento do que Marx chamou capital fictício. Quando o uso do capital-dinheiro de empréstimo produtor de juros acha-se generalizado, todo dinheiro recebido de forma regular é associado a um capital via processo de capitalização, mesmo que não tenha sido empregado na compra de força de trabalho - única forma pela qual poderia gerar um mais valor de onde tirar tais rendimentos. Daí o caráter fictício do capital, ou a impossibilidade de ser associado a capital efetivamente na concepção de Marx.

Esse tipo de raciocínio é que leva Marx a distinguir o capital de empréstimo portador de juros do capital fictício (MOLLO, 1989 a). O primeiro, diz ele, tem como valor de uso “o de funcionar como capital” (MARX, 1974, p. 392) e, “na qualidade de capital potencial, de meio de produzir lucro, torna-se mercadoria, mas mercadoria de gênero peculiar” e “está preta de mais-valia” (MARX, 1974, p.396), porque o “empréstimo do dinheiro como capital - a cessão condicionada à restituição após determinado prazo - supõe que o dinheiro seja realmente aplicado como capital, volte efetivamente ao ponto de partida”(p.404), e “o capital produtor de juros só se sustém como tal na medida em que o dinheiro emprestado se converte efetivamente em capital, produzindo um excedente de que o juro é fração” (p. 439).

Com o capital fictício a coisa é diferente, porque “primeiro se converte a renda monetária [regular – MLRM] em juro, e com o juro se acha então o capital de onde provém” (MARX, 1974, p. 534), ou seja, a avaliação do capital perde relação com o processo de produção real, de geração de mais-valia. Marx dá como exemplos os títulos da dívida pública, “porque a soma emprestada ao Estado não apenas não existe mais”, mas “não se destinava a ser despendida, empregada como capital, e só investida como tal teria

podia transformar-se em valor que se mantém” (MARX, 1974, p. 535)<sup>2</sup>. Refere-se também ao preço das ações, cujo ”valor de mercado se determina diversamente do valor nominal, sem que se altere o valor (embora se modifique a valorização do capital efetivo)” (p. 537).

Essa percepção de capital de empréstimo diferente de capital fictício não é compartilhada pelos marxistas como um todo. Por um lado temos os que, como Meacci (1998, p. 194), por exemplo, afirma que “...*the money capital lent to (deposited at) a bank is in turn turned into nothing but a claim on the bank, and therefore again into fictitious capital*”. A percepção de crédito como capital fictício esquece o papel que o crédito tem de potencializar a produção, seja ampliando o ritmo, ao antecipar investimentos e sincronizar as várias etapas de produção e circulação, seja ampliando a escala dos processos produtivos, ou seja, estimulando, de fato, a produção real.

Nelson (2008, p. 1) também associa diretamente capital fictício e capital financeiro como quando diz

*“Marx stressed that stocks and shares are often exchanged at 'prices' at variance with the value of the real assets that they represent. In other words, financial capital circulates relatively autonomously of the productive process from which it arises and on which it depends, an endless tango, contributing to capitalist cycles and financial crises”.*

Entendemos que o capital financeiro, visto como o capital que se especializa no comércio de dinheiro, envolve, por um lado, o capital-dinheiro de empréstimo produtor de juros e, por outro, o capital fictício, que não retorna à produção real para se valorizar (MOLLO, 1989 a).

Foley (2005, p. 45), em concepção semelhante à defendida neste artigo, destaca que “*loans to productive capitalists are 'real capital'.....The value of existing stock....is largely fictitious capital, and bears only a very loose relation to the value of the corporate assets that it legally represents.*” A perda de relação decorre do fato dos valores das ações dependerem de expectativas de dividendos capitalizados e de lucros provenientes da mera venda a preços maiores das ações, sem relação direta com a produção real, ou seja, puramente especulativos.

---

<sup>2</sup> Embora não tenhamos espaço aqui para discutir isso mais longamente, é possível conceber alguns destinos para a dívida pública que potencializem a acumulação de capital, não podendo, por isso, ser considerada sempre capital fictício dentro da definição acima de Marx. Agradeço comentário de Saad-Filho chamando atenção para isso.

Observe-se que mesmo a emissão primária de ações não pode ser considerada capital fictício necessariamente, porque é portadora – e enquanto for – de recursos para serem aplicados no processo produtivo, ampliando-o. Ou seja, como destacam de Paula, Cerqueira e Albuquerque (2001, p. 9) “*the mobilization of capital seems to open more maneuvering room for capitalist accumulation than pointed out by Hilferding*”. Os autores chamam atenção que o próprio Marx, ao analisar o papel do crédito, destaca a formação das bolsas de valores e o que ela envolve em termos de “expansão tremenda da escala de produção”, ao permitir ao capitalista controle de capital bem maior que o seu<sup>3</sup>. Mesmo, porém, chamando atenção para isso e destacando as relações entre o capital financeiro e o capital real, inclusive ampliando a produção, os autores o chamam de fictício, parecendo, com isso, dar pouca importância ao lastro em valor-trabalho que nesse caso ele tem. Ou seja, o que parece mais adequado é entender o capital financeiro, ou seja, aquele que se especializa no comércio de dinheiro, como constituído tanto do capital de empréstimo produtor de juros quanto do capital fictício, como capitais de tipos diferentes. Assim, nos casos mencionados por Paula, Cerqueira e Albuquerque (2001) de capital dinheiro que se destina às corporações industriais, ou que geram “*money capital to start a new cycle of valorization of capital*” (p. 27), ou que financia empresas inovadoras, ou quando fornecem “*alternative for the financing of a firm*” (p. 28), ou seja, sempre que tenham aplicação no processo produtivo e, via contratação de força de trabalho possam gerar valor e mais-valia deveriam ser considerados capital de empréstimo, ao invés de concebê-los como capital fictício. Ao contrário, a valorização obtida pelas ações nos mercados secundários, assim como as “*used as collaterals in loans*” (p. 27) , as que pagam “*takeovers*” no lugar de dinheiro, são de fato, capital fictício, porque, como mencionava Marx, são duplicações ou multiplicações do mesmo capital, e não voltam à produção, estimulando-a, perdendo, por isso, o lastro em valor-trabalho.

Tanto na circulação simples de mercadorias, quanto na circulação do capital, mas, em particular, com o desenvolvimento do crédito e do capital fictício, e de maneira crescente, Marx chama atenção para o aumento da autonomia relativa dos valores e dos preços, e da circulação relativamente à produção.

---

<sup>3</sup> Albuquerque (2010 b, p. 477) também faz análise detalhada das relações de causa e efeito entre o capital financeiro e o produtivo (este último por meio da dimensão industrial-inovativa), chamando atenção para “o papel das sociedades por ação como viabilizadoras dos investimentos necessários”.

De fato, ainda ao analisar a forma valor, nos Grundrisse, Marx (1980) mostra que só na média é possível conceber tal noção. Ao analisar a forma preço, chama atenção para as divergências entre preços e valores antes ainda de tratar da transformação de valores em preços de produção. Diz a esse respeito que “isto não é um defeito dela” (MARX, 1971, p. 115), mas “é a forma adequada a um modo de produção, em que a regra só se pode impor através de média que se realiza, irresistivelmente, através da irregularidade aparente”. Ao analisar a circulação simples de mercadorias, chama atenção para a possibilidade de crise aberta pelo uso de dinheiro separando compras e vendas. Essa possibilidade, segundo Marx, é ampliada com o crédito, porque se amplia justamente essa autonomia da circulação relativamente à produção, uma vez que é possível comprar sem ter vendido e realizado o lucro, vender penhorando rendas futuras ainda não garantidas. Com o capital fictício essa autonomia se amplia ainda mais, o que o coloca sempre na base da crise financeira.

No caso do capital fictício, sua própria definição implica distorção desrespeito à lei do valor já que tem um valor sem relação com trabalho. Como lembra Brunhoff (2006, p. 13), “a noção de ‘capital fictício’, empregada por Marx, designa os procedimentos pelos quais as rendas financeiras do capital dinheiro se formam e crescem, no sistema de crédito, independentemente de todo trabalho produtivo”. Ele não surge e se desenvolve por acaso, mas tal como o aprofundamento das condições de exploração, e o desenvolvimento do crédito, e da concentração e centralização do capital, são todas maneiras que o capital arranja para se desvencilhar de limites à sua valorização. O aumento do ritmo e da escala de produção permitida pelo crédito, mostra o sucesso desta tentativa, mas trás com ela a possibilidade formal de existência e desenvolvimento do capital fictício. Se as ações permitem a mobilização de capitais, ampliando enormemente suas dimensões e seu potencial de inovações, também ampliam os ganhos fictícios.

Desenvolvimento de capital fictício não significa capital com lucros ilusórios porque enriquecem, de fato, seus proprietários. Mas a articulação, mesmo que frouxa entre produção, circulação e distribuição conduz a que os ganhos sem lastro em valor-trabalho precisem ser compensados de alguma maneira. Como esses ganhos serão pagos com rendas provenientes da produção, esses ganhos fictícios serão compensados por não ganhos ou perdas nas vendas de outras mercadorias cujos preços não compensam os valores-trabalho nelas contidos. Ganhos fictícios, por outro lado, não podem se manter indefinidamente, se rendas, provenientes da produção, não fornecerem a demanda necessária à sua valorização.

Assim, é a crise que anuncia os limites da autonomia preço-valor e circulação-produção. É ela que apura as divergências e impõe, mesmo que de forma brutal e cega, a lei do valor.

Sobre isso, diz Marx (1975, p. 605), ao analisar a possibilidade de crise aumentada pelo crédito que

“a disjunção do processo de produção (imediato) e do processo de circulação desenvolve de novo e desenvolve mais a possibilidade da crise já na simples metamorfose da mercadoria. É suficiente que a passagem de um desses dois processos ao outro não se opere de uma maneira fluida, mas que se tornem autônomos um com relação ao outro e a crise está lá”.

O capital fictício, vimos, é um caso típico de disjunção ou autonomia da circulação com relação à produção, diferentemente do capital de empréstimo produtor de juros e da emissão primária de ações que podem potencializar produção e até adiar crises sincronizando etapas e antecipando produção e consumo. Mas o desenvolvimento do capital fictício, ao ampliar, necessariamente, a disjunção mencionada por Marx, acha-se na base da crise, em particular da crise financeira, definida por Marx (1971, p. 152) como “tipo particular de crise de dinheiro que pode surgir independentemente, repercutindo sobre o comércio e a indústria. São crises cujo centro motor é o capital-dinheiro, exercendo sua ação imediata na esfera dos bancos, bolsas de valores e finanças”. Como também dizia Marx (1980, p. 84), e que pode ser associado a produção e circulação como etapas do mesmo processo social, “é absolutamente necessário que os elementos separados pela força, que em essência vão juntos, se manifestem por meio de explosões violentas como separação de algo que, essencialmente anda junto. A unidade se estabelece pela violência “. Ou seja, é a crise que estabelece a unidade entre produção e circulação como etapas de um mesmo processo social.

## **2. O desenvolvimento do capital fictício e a crise atual**

A crise que se iniciou no final de 2008 é resultado desse processo analisado até aqui do ponto de vista teórico. O desenvolvimento da chamada financeirização das economias, que caracterizou o crescimento econômico mundial nas últimas décadas é exemplar a esse respeito. Como o seu próprio nome indica, trata-se do domínio da finança ou das operações financeiras sobre as produtivas, mostrando que há perda de relação entre a

produção real e a circulação de valores, que, conforme visto, define o capital fictício. É o caso, por exemplo, de ativos financeiros com valorização maior ou sem contrapartida com o aumento da produção real, ou de crescimento da participação dos juros em desfavor da acumulação de capital produtivo, ou dominação econômica e política do capital financeiro com relação ao capital produtivo.

Para a financeirização ou predomínio das finanças contribuíram vários processos e fatos característicos do desenvolvimento da chamada mundialização do capital<sup>4</sup> que descreveremos, nesse item, resenhando a literatura sobre o assunto nos últimos vinte anos. Mostraremos principalmente nela o desenvolvimento do capital fictício.

O período que se convencionou chamar de mundialização do capital se inicia com a tentativa do capital de se desvencilhar dos problemas para sua valorização no período das políticas de bem-estar do pós-guerra. Daí porque, Chesnais (2004) e Duménil e Lévy (2004) chamam atenção para dois fatos emblemáticos de seu início, o mercado de euro dólares, cujo desenvolvimento significou fuga de regulamentações, uma vez que se tratava do mercado de uma moeda, o dólar, fora do controle do país emissor, já que se situava na Europa. Por outro lado, ficava também fora do controle dos governos europeus, porque lá o dólar era moeda estrangeira. O segundo fato emblemático é o aumento da taxa de juros sob a responsabilidade de Volker, que marcou a liberalização dos juros até então controlados dentro de uma visão keynesiana.

Estes fatos mostram um ganho de força do mecanismo de mercado, daí o termo neoliberalismo para designar a filosofia econômica que o sustenta, embora isso não queira dizer retirada do Estado, uma vez que a desregulamentação, ou a redução da intervenção econômica estatal, se fez com o beneplácito dos governos, não apenas porque realizaram a liberalização das economias, mas se valeram dela na venda dos seus títulos de dívida que tiveram e têm papel importante no desenvolvimento dos mercados financeiros mundiais.

O predomínio das finanças envolveu, em primeiro lugar, a busca por garantir ganhos financeiros reais, para o que foram generalizadas as políticas monetárias restritivas. Assim, na década de 1980 o aumento das taxas de juros americanas atraiu para os Estados Unidos poupança do mundo inteiro e permitiu a estruturação dos investimentos, a ênfase na alta tecnologia e a acumulação de ativos financeiros, estimulando a gestão financeira centralizada e colocando pressão sobre o controle dos custos da mão de obra (GUTTMANN

---

<sup>4</sup> O termo é de Chesnais (1994), em obra precursora de crítica à liberalização das economias nas últimas décadas.

& PLIHON, 2008). Essas modificações prepararam a economia americana para a redução dos juros, que se deu no início dos anos 1990.

Essa redução dos juros será responsável pela sustentação da demanda, em particular do consumo nos EUA, que cresce apesar de três décadas de estagnação dos salários e crescimento da desigualdade. Daí porque Palley (2010, p. 5) diz que “finance is visibly present in the crisis because the expansion of finance played a critical role supporting demand growth and countering stagnationist tendencies within the neoliberal model”.

Por outro lado, a liberalização dos mercados cada vez mais ampla desde os anos 1980 acirrou a concorrência entre os capitais e deu origem à desregulamentação dos mercados financeiros de forma geral, o que impulsionou, no primeiro caso, a busca de lucros rápidos, em grande parte especulativos e, no segundo, uma enorme gama de inovações financeiras cada vez mais arriscadas. Esse processo é que permitiu o desenvolvimento enorme do capital fictício.

De forma a analisar devagar esse processo é preciso dizer, inicialmente, que o que permitiu o desenvolvimento do caráter fictício do capital por tanto tempo foi o volume enorme de recursos provenientes da junção dos mercados de crédito no mundo, que ocorreu com a liberalização das economias, mais particularmente com a abertura ao movimento de capitais, a desregulamentação generalizada dos sistemas financeiros, e mudanças dos sistemas tributários e as inovações tecnológicas. Essa massa enorme de recursos embora tenha sido aplicada nos vários países, concentrou-se em poucos mercados desenvolvidos e em menor medida em alguns mercados emergentes<sup>5</sup>. Esse grande volume de capital em mercados específicos levou a um descolamento enorme do valor dos ativos financeiros relativamente ao valor do capital real que dava origem às rendas, rendas essas fundamentais para manter a demanda de títulos e, então, sua valorização.

A massa de recursos, e então o descolamento, foi também em muito ampliada com a privatização das previdências públicas sob a égide do neoliberalismo, uma vez que eles fluíram em enormes proporções para os fundos de pensão e fundos mútuos, não por acaso

---

<sup>5</sup> Como observa Prates (2005) “A segunda dimensão da assimetria financeira diz respeito à forma particular de inserção dos países emergentes nos fluxos financeiros internacionais. Por um lado, apesar do crescimento em termos absolutos dos fluxos direcionados para esses países nos anos 90, uma proporção ainda marginal dos recursos detidos pelos investidores globais é alocada nos “mercados emergentes”. De fato, ela menciona que, em dezembro de 2003, “os países centrais absorviam cerca de 90% do estoque de empréstimos bancários internacionais; e, em março de 2004, 94% do estoque total de títulos negociados no mercado internacional de capitais haviam sido emitidos por residentes desses países” (nota 22). Em dezembro de 2005 e em dezembro de 2006 a quantidade de títulos no mercado internacional (bonds, notes e money market instruments) de residentes nos países desenvolvidos correspondia a 86% do total, conforme o BIS.

fundos institucionais com papel fundamental na financeirização das economias (FARNETTI, 1996 E SAUVIAT, 2004).

Apenas para se ter idéia da proporção do mencionado descolamento, se tomarmos apenas o estoque de derivativos que, como o nome explicita, são papéis derivados de papéis, ou seja, sem sombra de dúvida, capital fictício, vemos que o caminho para a crise estava bem aberto dois anos antes dela. Os derivativos negociados nos mercados de balcão, conforme informado pelo BIS (Fahri e Cintra, 2009), e compararmos com a produção mundial conforme o FMI, os primeiros tinham um valor nocional de US\$414,8 trilhões contra uma produção mundial de US\$48,1 trilhões em 2006 e em 2007 de US\$595,3 trilhões contra uma produção real de US\$ 55 trilhões. Ou seja, o valor dos derivativos é 8,6 vezes maior do que a produção real, em 2006, e 10,8 vezes maior em 2007.

A concorrência acirrada, por sua vez, levou a uma lógica de curto prazo na obtenção de lucros, e à predominância de ganhos financeiros meramente especulativos (EPSTEIN (Ed.) 2005; CHESNAIS (Ed.), 1994, 1996; BRUNHOFF, et al. 2006), que não voltavam para a esfera da produção, ou seja, capital fictício. Para isso contribuíram as oportunidades de ganhos especulativos proporcionadas pela liberalização do câmbio, dando origem a flutuações mais acentuadas e estimulando operações especulativas com moedas, e a abertura ao movimento de capitais que ampliava muito tais flutuações e, então, os ganhos esperados. Daí porque Aglietta (1986) chamou tal combinação de ‘mistura explosiva’.

A lógica de ganhar a curto prazo com operações especulativas (capital fictício) se generaliza. Os empresários, pressionados pela concorrência acirrada; os consumidores, estimulados pelos ganhos anteriores; os fundos de previdência, apesar de por natureza precisarem pagar a seus clientes somente a longo prazo, aplicavam a curto prazo porque era preciso mostrar ganhos logo, para atrair clientes, e os *hedge funds* faziam isso porque preferiam ganhar com os demais, protegidos que estavam do julgamento público, em eventuais perdas, porque estas, quando gerais, são mais facilmente perdoáveis. Assim, evitavam ganhar menos com operações menos arriscadas (PARENTEAU, 2005).

Os consumidores americanos foram estimulados a aplicar na bolsa de valores. As taxas de juros inicialmente elevadas em ambiente de inflação controlada estimulavam as aplicações financeiras (SAUVIAT, 2004). Os primeiros ganhos nas bolsas estimulavam maiores aplicações. As informações via internet e a facilidade de operar por meio dela ampliavam ainda mais as aplicações especulativas.

Do ponto de vista das empresas amplia-se o mercado para ofertas iniciais na bolsa (IPOs), aumentando o número de empresas que se autofinancia com a emissão de *securities*. Cresce o mercado para títulos de alto rendimento, assim como a emissão de debêntures (GUTTMANN E PLIHON, 2008). Enquanto isso, ficam estagnados os salários em geral, mas o consumo cresce financiado pelo crédito, em particular nos Estados Unidos.

A desregulamentação geral das economias com o neoliberalismo, em particular a dessegmentação dos sistemas bancários, com o final dos bancos especializados (bancos comerciais, de investimento, de fomento, etc.) e a generalização dos bancos múltiplos tornou cada vez mais difícil fiscalizar as operações bancárias e isso facilitou a criação de inovações financeiras cada vez mais arriscadas, ou seja, perdendo cada vez mais a relação com a produção real, impulsionando o crescimento do caráter fictício do capital. Conforme bem explicam Guttman & Plihon (2008) os bancos, por exemplo, passaram a oferecer novos tipos de depósitos, e diferentes tipos de empréstimos. Destaque-se, em particular, as hipotecas com taxas ajustáveis, que começavam artificialmente baixas e tinham que subir abruptamente em período posterior, os empréstimos com amortizações negativas com parte dos juros incluídos no principal, e os posteriores refinanciamentos barateados, os empréstimos sobre a valorização imobiliária de casas já financiadas (*home-equity loans*), a securitização de dívidas, como é o caso da emissão de títulos lastreados em hipotecas (*mortgage-backed securities – MBS*). Esses últimos são ‘empacotamentos’ que significam a transformações de empréstimos realizados em produtos financeiros que são transferidos a outros, evitando que os bancos que o fizeram fiquem sem recebê-los durante muito tempo. Ou seja, são tentativas de transferência para outros dos riscos. São passados adiante com taxas de juros altas o suficiente para atrair compradores. Outros produtos hipotecários são os chamados *piggy-backs*, onde os empréstimos não exigem entrada, os *alt-A*, que não exigiam verificação de renda ou reputação e os famosos *subprimes*, para mutuários com históricos problemas de crédito.

Toda essa gama de produtos financeiros tinha em comum uma fraca relação com as rendas geradas na produção, seja por ausência de comprovação das mesmas no momento de tomada do empréstimo seja, mais importante ainda, pela falta de retorno ao processo produtivo, único passível de garantir crescimento de produção e renda para saldá-los ao final do processo. Assim, seu caráter era puramente fictício.

Esse caráter fictício e seu desenvolvimento ficam ainda mais claros na descrição do chamado *shadow banking system* por Fahri e Cintra (2009). Esse é o sistema formado por instituições financeiras que não tinham acesso, pela legislação anterior à crise, a seguros de depósitos e a operações de redesconto junto às autoridades monetárias, embora tenham sido socorridas por elas com a crise. Ele ligou-se ao sistema bancário propriamente dito, porque este último buscava retirar o risco de seus balanços e fugir dos coeficientes de capital exigidos pelos acordos de Basiléia, operando com estas instituições (“adquirindo proteção contra os riscos de crédito nos mercados de derivativos, securitizando créditos com rendimento atrelado aos reembolsos devidos pelos tomadores de empréstimos e criando diversos veículos especiais de investimento (SIVs)” com vários tipos de riscos, alguns “com alta alavancagem (40 a 70 vezes dependendo do colateral)” (Fahri e Cintra, 2009, p. 283).

A lógica de curto prazo tendeu a se espalhar pela economia como um todo. Como bem resume Bellofiore (2002, p. 65), os critérios de gestão das empresas dos fundos institucionais

“são os que maximizam o valor das ações e estabelecem um patamar elevado de rendimento “mínimo” do capital sobre os fundos internos, o que leva, por um lado, a favorecer cortes salariais e ocupacionais, reduzindo a capacidade produtiva, e, por outro, a aumentar o endividamento sobre o capital próprio, tornando frágil a estrutura financeira e criando, assim, as premissas de crises financeiras cada vez mais graves” .

Quanto à falta de retorno ao processo produtivo ela foi analisada de várias maneiras ao longo dos últimos vinte anos. Como chama atenção Crotty (2005), os preços dos ativos financeiros cresceram pressionados pela demanda, ao mesmo tempo em que o crescimento das economias como um todo estagnava. A isso ele chamou ‘paradoxo neoliberal’ onde as corporações não financeiras, para se manterem na concorrência, baixavam salários, com isso baixavam demanda, incorriam em fraudes para mostrar lucros e trocavam seus lucros operacionais por ganhos nos mercados financeiros. A queda do crescimento, por um lado, se deve ao aumento das taxas de juros e, por outro, ao desestímulo ao lançamento de ações para aumento do investimento produtivo, privilegiando-se os ganhos especulativos com a recompra das mesmas (DUMÉNIL E LÉVY, 2004).

O crescimento dos Estados Unidos foi, portanto, movido pelo crescimento do consumo e esse sustentado pelo crédito<sup>6</sup>. Enquanto isso, no mundo inteiro observava-se estagnação ou queda dos salários, redução de demanda e crescimento mais lento do investimento produtivo e da produção real (DUMÉNIL ET LÉVY, 2004; EPSTEIN & JAYADEV, 2005). Assim é que chegamos a 2007 com a desproporção entre produção e circulação já mencionada. Conforme mostram Fahri e Cintra (2009) desde junho de 2007 dificuldades de refinanciamento de bancos, rebaixamento de classificação de risco de alguns títulos, intervenções, inclusive conjuntas de bancos centrais, falências bancárias e intervenções e compras de bancos com grande desvalorização das ações já davam conta de uma situação de crise, exigindo empréstimos de última instância pelos bancos centrais. Essa situação forçou maquiagens de balanço e gerou quebras, mas a insolvência só se generalizou em final de 2008, com a quebra do Lehman Brothers, desencadeando a deflação de ativos que explicita a crise financeira. A queda de preços em geral e dos preços dos ativos financeiros, em particular, não faz mais do que anunciar a superprodução, por ausência de demanda para realizar os lucros, e a eliminação do caráter fictício do capital.

### **3. Crise e recuperação na economia brasileira**

Como ocorreu nos demais países, a liberalização e a financeirização das economias também se desenvolveram no Brasil. Em particular, o predomínio da finança sobre a produção se explicitou no elevado patamar estabelecido para a taxa de juros, que estimulou aplicações financeiras especulativas e inibiu a produção real, dando origem a processos danosos de produção crescendo de forma medíocre para os padrões históricos, taxas de desemprego elevadas e vulnerabilidade a fatores externos.

A liberalização da economia brasileira se iniciou no final dos anos 1980, cerca de uma década depois da observada nos países desenvolvidos, e se estendeu a partir de então. No início a liberalização sustentou o Plano Real de estabilização, mantendo baixos os preços das importações e pressionando os preços domésticos. A taxa de juros elevada, nessa ocasião, servia para atrair capitais que garantiam a banda cambial estabelecida e,

---

<sup>6</sup> Nesse sentido, concordamos com Palley (2010) que a crise tem uma contrapartida real no seu início, porque o crédito se desenvolveu para resolver problemas de insuficiência de demanda ou subconsumo. O próprio Marx (1974) chamava atenção para o papel do crédito no adiamento de crises que, no entanto, uma vez iniciadas são mais amplas e graves. Isso, contudo, não nega o caráter financeiro da crise atual, “crise de dinheiro” “exercendo sua ação imediata na esfera dos bancos, bolsas de valores e finanças”, que surge “independentemente, repercutindo sobre o comércio e a indústria” (MARX, 1971, p. 152).

apreciando a moeda nacional mantinham os preços baixos. Em seguida, após a liberalização do câmbio no final dos anos 1990, a taxa de juros foi mantida elevada para operacionalizar o regime de metas inflacionárias e para atenuar as flutuações cambiais evitando fugas de capitais.

Essa taxa de juros elevada dos títulos públicos, campeã em relação ao resto do mundo, foi responsável por diversos problemas enfrentados pela economia brasileira. As taxas de crescimento do país mostraram-se ao longo dos últimos anos muito baixas, seja com relação a outros países em desenvolvimento, seja com relação aos padrões históricos.

De fato, quando comparadas com a década dos 1980, considerada uma década perdida em termos de crescimento econômico, em função da crise da dívida externa, as taxas observadas desde 1990 são muito baixas. A taxa média de crescimento entre 1980 e 1989 foi de 2,6%, enquanto nos anos 1990 foi de apenas 1,6%% (Quadro 1). Se levarmos em conta os últimos quatro governos temos que o primeiro governo Fernando Henrique Cardoso (1995-1998) essa taxa quase iguala a da década perdida (2,5% a. a.), enquanto no seu governo seguinte (1999-2002) a taxa é ainda menor (2,1% a. a.). No primeiro Governo Lula (2003-2006) a situação melhora com uma taxa de 3,4%, mas essa taxa, apesar de maior que as anteriores, é muito baixa quando comparada ao crescimento mundial no mesmo período (4,5%). Somente nos dois primeiros anos do seu segundo governo Lula (2007 e 2008) é que o país cresce de forma mais significativa, passando a taxa média de crescimento para 5,6% ao ano. O resultado deste crescimento pífio é que entre 1990 e 2008 o Brasil cresce 2,97 % ao ano em média, contra uma taxa de crescimento mundial no mesmo período de 3,62 %. A taxa média de desemprego aberto das principais regiões metropolitanas (IBGE/PME antiga) entre 1990 e 2002, foi de 6,4%, contra um valor menor nos anos 1980, de 5,9%. Em São Paulo, a situação é ainda pior: a taxa de desemprego aberto (SEAD/PED) foi de 6,82% entre 1984 e 1989, contra 10,18% entre 1990 e 2008.

Ao longo deste período como era de se esperar, temos uma taxa de investimento muito reduzida, para o que contribuiu o elevado patamar dos juros. Ao longo dos anos 1990 a taxa de investimento como proporção do PIB alcançou uma média de apenas 18,24%, entre 2000 e 2008 essa taxa foi ainda menor, de 15,05%, contra uma taxa de investimento média na década dita perdida dos anos 1980 de 22,5%. A influência negativa da taxa de juros SELIC, dos títulos públicos elevada é apenas indireta, uma vez que as taxas de juros bancárias tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica são muito maiores. O que

ocorre é que, a existência de títulos financeiros líquidos como os títulos da dívida pública, com rentabilidade tão elevada, absorve recursos que, de outra forma iriam para o investimento. Ou seja, são recursos aplicados em títulos da dívida pública, ao invés de investidos. Embora, conforme dito anteriormente, os recursos de dívida pública possam ser aplicados de forma a estimular a produção, não sendo, nesse sentido, fictícios, esse não é o caso no Brasil, onde grande parte da mesma está sendo usada para pagamento dos próprios juros, ou seja, como capital fictício.

É o que é possível perceber examinando o destino das receitas e despesas públicas. O quadro 2 mostra que, ao longo dos anos os superávits primários, ou seja, o saldo entre receitas e despesas públicas excluindo delas os juros tem sido positivo, mas esse saldo é insuficiente para cobrir os juros, que são muito elevados, razão pela qual surge déficit nominal. Esse déficit nominal, por sua vez, será responsável por nova emissão de dívida futura. Ou seja, a dívida pública no Brasil tem um conteúdo amplamente fictício, não por ser pública, mas por não viabilizar aumentos da produção real.

Uma outra consequência negativa das elevadas taxas de juros, campeã internacional, é a sobrevalorização da moeda nacional. Esta, além de inibir as exportações e estimular importações, desestimulando a produção e a geração interna de empregos, vem sistematicamente deteriorando o saldo da conta corrente brasileira. Conforme dados do IEDI (2010) a participação das exportações industriais vem caindo sistematicamente e, dentro delas, em particular as de alta, média-baixa e média-alta tecnologia, desde 2000. Ao mesmo tempo, crescem as importações industriais, especialmente de média-baixa e média-alta tecnologia, em particular desde 2004. Isso deteriora nosso saldo comercial e nos deixa cada vez mais dependentes do exterior para crescer, e vulneráveis ao que ocorre no exterior, fora do país e do seu controle. Assim, o saldo comercial da indústria brasileira cai desde 2005, mostrando-se cada vez mais negativo nas indústrias de alta, média-alta e média-baixa tecnologia. Enquanto isso, as *commodities* ganham participação na pauta de exportações. A julgar, portanto, pelo nosso saldo comercial em termos tecnológicos, ficamos mais dependentes das importações, e contamos, para obtê-las, com exportações cujos preços tendem a se deteriorar em vista das diferenças de elasticidades-renda da demanda e das estruturas de mercado diferenciadas dos países centrais, ou mais desenvolvidos e da periferia, ou países menos desenvolvidos.

Este tipo de problema foi tratado extensamente nos anos 1950 e 1960 por economistas da CEPAL. Ao tratar das economias ditas periféricas, menos desenvolvidas, que se caracterizavam por serem primário-exportadoras e destacarem a heterogeneidade - em particular tecnológica - entre setores, dentro dos países periféricos e entre estes e os países centrais, desenvolvidos, os economistas cepalinos identificaram vários problemas para o desenvolvimento da periferia<sup>7</sup>. A especialização em produtos primários exige insumos importados. Estes têm elevado conteúdo tecnológico e padrão tecnológico ditado pelo centro. Isso, por si só, já aumenta a dependência de importações tecnologicamente avançadas.

Ao mesmo tempo, a estrutura dos mercados dos produtos das pautas de exportações e importações da periferia favorece a deterioração dos seus termos de troca. Os produtos que são normalmente exportados são produtos que têm uma estrutura de mercado mais concorrencial. Por outro lado, pelas características intrínsecas dos mesmos, os produtos importados são produtos que têm mercados em concorrência imperfeita. Esse fato favorece um maior controle dos preços por parte dos países centrais *vis a vis* os periféricos e, conseqüentemente, a deterioração dos termos de troca na periferia. Também a estrutura do mercado de trabalho, é mais concorrencial na periferia, com pouca qualificação da mão de obra e menor organização dos trabalhadores do que no centro. Isso também favorece o dreno dos ganhos da periferia para o centro, via comércio internacional.

Os termos de troca podem também se tornar desfavoráveis aos países periféricos porque, por um lado, a demanda de importações do centro é mais inelástica à renda, já que o progresso técnico tende a poupar insumos e a substituir insumos naturais por sintéticos. Por outro, o crescimento da renda reduz a proporção de bens primários consumidos. Tudo isso facilita a queda dos preços das exportações da periferia. Os países periféricos, por sua vez, têm elasticidade-renda da demanda mais elevada, uma vez que a maior demanda de bens intermediários e de capital tecnologicamente avançados amplia a dependência por importações e seus preços.

---

<sup>7</sup>Os países periféricos, nestas análises, caracterizam-se por se especializarem na produção e exportação de produtos primários, e pela heterogeneidade das suas estruturas produtivas (níveis diferentes de produtividade, remunerações, desenvolvimento tecnológico e desenvolvimento em geral entre setores), enquanto os países centrais apresentavam produções diversificadas e integradas e homogeneidade em termos de grau de desenvolvimento tecnológico e em geral, e em termos de renda entre setores (RODRIGUEZ, 2009).

Observe-se que o progresso tecnológico é sempre caro, tendendo a se concentrar nas mãos dos que primeiro se beneficiaram dele, o que, por si só, é fonte de desigualdade entre países periféricos e centrais. Embora esse progresso tenda a se realizar nas indústrias do centro, isso, diferentemente do esperado pelos neoliberais, com a doutrina de vantagens comparativas, não garante preços baixos que beneficiem a periferia, porque a concentração do capital e do progresso tecnológico dá aos centros mais desenvolvidos maior controle da oferta e dos preços, o que impede a queda destes últimos. Tudo isso reforça tanto a deterioração dos termos de intercâmbio quanto a heterogeneidade tecnológica e a desigualdade entre níveis de desenvolvimento entre o centro e a periferia, e torna a periferia mais dependente do exterior e vulnerável ao que lá ocorre.

Ainda com relação a essa vulnerabilidade é preciso destacar que a abertura ao movimento de capitais, apesar das taxas elevadas de juros no Brasil, deixa o país sujeito a grandes flutuações relacionadas à disponibilidade de liquidez externa. Ao contrário do que também prescrevem os neoliberais, seus mentores, essas taxas altas não atraíram poupanças externas para financiar maior investimento. Não apenas as entradas de recursos foram em grande parte especulativas, e financiaram, via apreciação da moeda nacional, o consumo de importados (BRESSER-PEREIRA e GALA, 2008), como essas entradas e saídas de capitais se vincularam sobretudo às condições de liquidez externas, e não apenas às diferenças de taxas de juros.

Daí porque o nosso crescimento ao longo dos anos ficou sujeito a ciclos reflexos (AMADO e RESENDE, 2007), onde é possível crescer se e quando a liquidez internacional é farta e o otimismo generalizado. Nessas fases, os capitais migram para as economias emergentes como as nossas com mais facilidade. Nesses momentos de euforia afrouxa-se a restrição estrutural de divisas dos países periféricos e estes crescem com mais facilidade. Todavia, seu crescimento se dá com a deterioração de suas balanças comerciais, o que os coloca em posição mais vulnerável aos ciclos de liquidez internacional. Segundo os autores, nos momentos de reversão das expectativas nos mercados financeiros internacionais a restrição de liquidez e a fuga de capitais atinge, em primeiro lugar, e de forma mais intensa, esses mesmos países periféricos, que são percebidos como unidades Ponzi, mais arriscadas, pelo sistema financeiro internacional e seus agentes, em vista da maior incerteza associada ao seu desenvolvimento. A maior incerteza acha-se justificada pelas rendas mais baixas e a

conseqüente insegurança sobre a capacidade de vender a produção, e a dependência maior tanto das importações quanto das exportações (AMADO, 1997 ).

A vulnerabilidade aqui mencionada, vimos, relaciona-se com as elevadas taxas de juros que sobrevalorizam a moeda nacional e estimulam a entrada de recursos especulativos. Estes, embora se constituam em parcela não importante dos recursos internacionais para o mesmo fim, são responsáveis por flutuações acentuadas dos mercados financeiros locais menos desenvolvidos, dada a proporção grande que representam para os mesmos. Assim, esses fluxos de capitais financeiros já se constituíam em elemento importante para explicar flutuações da economia brasileira antes da crise, em especial porque a instabilidade internacional foi ampliada, nos últimos vinte anos pela liberalização generalizada do câmbio e do movimento de capitais. Assim, não é surpreendente que a crise tenha tido sérios efeitos no Brasil, ao contrário do que imaginavam e anunciavam os neoliberais<sup>8</sup>.

### 3.1 A crise e seu efeito contágio

A crise que se iniciou em meados de 2007, no mercado de títulos vinculados às hipotecas *subprime*, se espalhou rapidamente pela economia internacional como um todo após a falência do banco de investimento Lehman Brothers, no final de 2008 (FMI, 200). Diferentemente do que é mais comum, para os países em desenvolvimento ou periféricos, ela se inicia num país desenvolvido, mais particularmente no mais desenvolvido. Mas impõe seus efeitos aos menos desenvolvidos como o Brasil, em primeiro lugar, por meio do comércio, em particular por meio da queda do preço das *commodities*, decorrente da queda da demanda dos países em crise. Além disso, aumentam as remessas de rendas e reduzem-se as entradas de capitais.

A contração da liquidez internacional afeta particularmente os países menos desenvolvidos, em situação de abertura dos fluxos de capitais, porque suas moedas não são conversíveis e, na hierarquia de moedas, são as primeiras a serem abandonadas em ocasiões de crises (PRATES, 2005). Essa contração de liquidez ocorreu com o desencadear da crise e levou à valorização do dólar, após um período prolongado, conforme mencionado, de sobrevalorização da moeda nacional. A taxa de câmbio passa de R\$1,60 em final de agosto de 2008, para 2,30 em meados de outubro. Aparece então de forma clara, a vulnerabilidade

---

<sup>8</sup> Esses alegavam que a economia brasileira, ao seguir o receituário neoliberal em particular com o regime de metas inflacionárias e o câmbio flutuante, estava blindada e, assim, imune à crise.

à qual o país se submeteu ao longo do processo de liberalização e financeirização das economias. Aberto ao movimento de capitais e com taxas de juros já muito elevadas há muito tempo, o crescimento ficou muito comprometido com a crise. Somente nos dois últimos anos anteriores à crise a situação de crescimento do país se mostrou melhor, com as taxas de juros caindo desde o final de 2005. Em meados de 2008, a retomada do crescimento é usada pela política monetária neoliberal como argumento para novos aumentos da taxa, sob a alegação de pressões inflacionárias e, mesmo quando a crise se espalha, a partir do final de 2008 a taxa continua a subir até o início de 2009, apesar do clima de deflação no mundo todo. O resultado foi uma queda do produto em 2009 de -0,6%, o que, após o longo período de crescimento medíocre brasileiro, significou elevado custo social.

A fragilidade do crescimento, diante da crise, é, portanto, consequência da liberalização da economia, agravado pela política monetária também de natureza neoliberal. O sistema bancário brasileiro não teve os mesmos problemas dos países desenvolvidos. Isso se deveu, em parte, a um aparato regulatório brasileiro mais rígido do que o padrão internacional, no que se refere às operações do sistema bancário, o que impediu que os bancos brasileiros tivessem posições tão alavancadas. No que se refere, por exemplo, ao coeficiente de capital mínimo (patrimônio líquido em relação aos ativos dos bancos ponderados pelo risco), estabelecido pelo Comitê de Supervisão da Basileia em 8%, por ocasião da sua criação em 1988 (Basileia I), o Brasil o adotou em 1994 e já em 1998 e 1999 esse coeficiente mínimo exigido passa a ser respectivamente 10% e 11%. Se levarmos em conta o que vem sendo discutido atualmente para tornar o sistema financeiro mais prudente (Basileia III), o coeficiente mínimo de capital exigido (8%) mais o chamado colchão de conservação (2,5%) é ainda inferior ao que já vem sendo exigido no Brasil desde o final dos anos 1990.

Apesar desta legislação prudencial mais apertada, porém, foram observadas perdas vultosas de empresas exportadoras, uma vez desencadeada a crise, mostrando o desenvolvimento acentuado do capital fictício em anos anteriores. Ao longo do período extenso em que a moeda esteve sobrevalorizada entendia-se mal como os exportadores conseguiam continuar no mercado. Uma vez desencadeada a crise, percebeu-se que estavam aplicando financeiramente os recursos, e os ganhos financeiros destas aplicações compensavam as perdas operacionais do setor exportador durante muito tempo. Em

condições normais, buscando se proteger de eventuais perdas de receitas as empresas exportadoras aplicam em contratos de derivativos cambiais com os bancos que, por sua vez, contraem empréstimos de curto prazo para viabilizar tais contratos. Mas com a apreciação da moeda doméstica as empresas contraíram empréstimos do tipo *forward target*, fazendo uma dupla aposta na sua continuação (OREIRO E BASÍLIO, 2009). Por um lado, venderam dólar a termo ao sistema bancário. Buscavam, assim, ganhar com os juros da operação financeira. Em condições normais, essas operações são cobertas com receita de exportações. Mas na operação do tipo *forward target*, as empresas vendiam de novo dólar a termo, por meio de opções de compras a descoberto, dando aos bancos o direito de comprar dólar no futuro a um preço pré-estabelecido. O resultado dessas operações, quando o dólar, com a crise, se valoriza abruptamente, foi uma demanda de dólar enormemente ampliada para honrar as posições assumidas. As perdas nesse processo foram enormes, avaliadas, na época, pelo mercado, em até R\$50 bilhões (OREIRO E BASÍLIO, 2009). Isso mostra, portanto, a impropriedade do argumento neoliberal segundo o qual os países evitam crises quando, respeitando a disciplina imposta pelo mercado, cumprem um receituário ortodoxo de política fiscal e monetária. Ao contrário, não apenas a crise mostrou a fragilidade da economia brasileira aberta ao processo de financeirização internacional, como sua recuperação, relativamente rápida, deve-se, ao contrário, à reversão de parte das políticas neoliberais em andamento desde os anos 1990.

### **3.2 A recuperação da crise**

A situação de crise na economia brasileira, foi revertida com relativa rapidez, para o que contribuíram medidas de política econômica contra cíclicas, reabilitadas com certo atraso, após a percepção de que não era possível, mais uma vez, comprometer o crescimento já tão atrasado, em particular num governo trabalhista, muito criticado pelas suas bases pelos problemas impostos ao crescimento entre 2003-2006. De fato, o Partido dos Trabalhadores perdeu muitos adeptos e muitos dos seus fundadores, nesse período, contrários que eram à política econômica ortodoxa adotada, em particular a política monetária. Esse fato, assim como os ganhos de crescimento sem inflação obtidos entre 2006 e 2007, a partir da queda da taxa de juros levaram finalmente à redução da taxa de juros e a economia cresceu muito em 2010 (7,5%).

Para isso contribuíram, por um lado, o aumento do emprego com a aceleração das taxas de crescimento nos anos de 2007 e 2008 e o aumento do salário mínimo, que cresce 29,9 % em termos reais nos dois governos de Fernando Henrique Cardoso, e 57,7% nos dois governos Lula.

Por outro lado, foram também importantes os programas de renda mínima tanto reduzindo a desigualdade quanto a pobreza, ampliando de forma significativa a demanda doméstica das classes de renda mais baixa e estimulando por sua vez a economia. A taxa de pobreza<sup>9</sup> sai de 35% em 1995 e 34%, em 2002, para 27%, no final do primeiro Governo Lula, e 21% no final do segundo. A desigualdade medida pelo índice de Gini também se reduz, saindo de 0,60 em 1995, 0,59 em 2002 e 0,54 em 2009. O rendimento médio das pessoas ocupadas, por sua vez, que caiu até 2004, cresce sistematicamente até 2010, o que explica uma saída tão rápida da crise.

Para o sucesso dos programas de renda mínima que reduziram a pobreza e a desigualdade contribuíram particularmente, não apenas o programa Bolsa-Família, mas o chamado Benefício de Prestação Continuada. Soares et. al. (2006) observam que a 28 % da queda do Gini calculado para os programas de transferência de renda são devidos a esses programas, sendo a contribuição do Bolsa Família de 21% e do Benefício de Prestação Continuada - BPC<sup>10</sup> de 7%. Destacam que esta contribuição é significativa em vista da pequena participação destes programas no conjunto da renda total das famílias no Brasil. As aposentadorias superiores a um salário mínimo, ao contrário, ampliaram a desigualdade, influenciando negativamente na evolução do índice de Gini calculado.

No caso do BPC, as pensões e aposentadorias de um salário mínimo são capazes de remover as famílias da extrema pobreza e da pobreza, enquanto os demais programas aliviam, mas não eliminam a pobreza. Observe-se que embora o Bolsa-Família não tenha conseguido eliminar essa última, vem mostrando impactos grandes locais e regionais. Isso porque, como as condições de salários, de renda e educação tendem a ser piores em regiões menos desenvolvidas, são também maiores as proporções de pobres nessas regiões

---

<sup>9</sup> Percentual de pessoas na população total com renda domiciliar per capita inferior à linha de pobreza. A linha de pobreza aqui considerada é o dobro da linha de extrema pobreza, uma estimativa do valor de uma cesta de alimentos com o mínimo de calorias necessárias para suprir adequadamente uma pessoa, com base em recomendações da FAO e da OMS. Série calculada a partir das respostas à Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad/IBGE).

<sup>10</sup> Programa criado pela Constituição de 1988 de benefícios contínuos e incondicionais para indivíduos idosos (mais de 65 anos) ou indivíduos muito pobres com alguma deficiência, sem exigência de contribuição prévia ou condicionalidade.

(BARROS E MENDONÇA, 1995). Assim, esses programas funcionam como uma injeção de renda importante local e regional, estimulando o crescimento, a produção e o emprego e contribuindo para a redução de um outro tipo de desigualdade, o regional.

### **Considerações Finais**

Analizamos neste artigo a financeirização das economias, entendida como predomínio da finança sobre a produção, a partir do desenvolvimento do capital fictício. Diferentemente do crédito, ou do capital-dinheiro de empréstimo, que pode potencializar a acumulação de capital e a produção, o capital fictício, por definição, tem um preço sem contrapartida em valor-trabalho e implica na autonomia da circulação com relação à produção.

O crédito pode potencializar a produção e até adiar crises ao antecipar consumo e investimento, embora quando as crises inerentes ao capitalismo são desencadeadas o crédito as agrave por estender seus efeitos mais amplamente. O capital fictício, porém, está na base da crise financeira porque não potencializa a produção. Sua valorização implica, ao contrário, numa punção de recursos que de outra forma fluiriam para investimento no processo produtivo. Os ganhos obtidos com o capital fictício são gerados por aumentos de demanda dos papéis que o representam e essa demanda é sustentada por rendas provenientes da produção real. Assim, a valorização do capital fictício implica em não valorização de mercadorias geradas na produção ou em não vendas ou vendas abaixo do valor da produção real, dando origem a problemas para que a acumulação de capital prossiga na mesma proporção ou em proporção maior.

Quando as rendas que sustentam a demanda de títulos se reduz, o capital fictício deixa de se valorizar e as vendas do mesmo iniciam o processo deflacionário que identifica a crise. Esse processo retroage então sobre a produção real, a indústria e o comércio.

O desenvolvimento do capital fictício foi analisado nas economias desenvolvidas com a liberalização e financeirização delas desde o final dos anos 1970 e nas emergentes, em particular na América Latina e no Brasil, desde o final dos anos 1980.

Para os países desenvolvidos, em particular os EUA - onde se encontram os mercados financeiros mais desenvolvidos - fluíram recursos do mundo inteiro e lá, e em bem menor medida em poucos países emergentes, concentraram-se recursos provenientes da liberalização do movimento de capitais no mundo inteiro, o que permitiu, por muito

tempo, a valorização do capital fictício nesses mercados. A produção se ressentiu com a queda do crescimento relativo dos salários, da demanda e dos investimentos e a valorização do capital fictício se interrompeu quando as rendas provenientes da produção mostraram-se insuficientes para sustentar tal demanda. Isso deu origem aos processos deflacionários que caracterizaram as crises dos anos 1990 e a crise generalizada de 2008.

No Brasil a financeirização e a liberalização das economias levaram a grande fragilidade e vulnerabilidade econômicas. O predomínio da finança e o desenvolvimento do capital fictício se explicitam, em particular, numa elevada taxa de juros dos títulos públicos e numa dívida pública que cresce, em particular, para o pagamento desses rendimentos financeiros, implicando em investimento, crescimento e emprego restritos. Daí o crescimento chamado “vão de galinha” ao longo das duas últimas décadas.

Além disso, as taxas elevadas de juros sobrevalorizam a moeda doméstica, deterioram o saldo comercial e nos deixam cada vez mais dependentes dos ciclos de liquidez internacional e dos humores do mercado, levando a fugas de capitais mesmo com altas taxas de juros. Daí o impacto elevado da crise sobre a economia brasileira, cujo produto caiu -0,6% em 2009, e cujos prejuízos financeiros com a desvalorização cambial foram enormes, provenientes de apostas equivocadas na manutenção do real forte.

A recuperação brasileira, todavia, foi relativamente rápida, o que se deveu às políticas contra cíclicas adotadas mas, em particular, à queda da taxa de juros, aos programas de sustentação de renda, de redução das desigualdades e da pobreza, aos estímulos ao crédito público e ao investimento - em particular no segundo governo Lula. Isso vem sustentando a demanda, especialmente das classes de renda mais baixas, fornecendo alternativas de crescimento internas ao país. Nessas circunstâncias, preocupam os anúncios recentes de novos aumentos da taxa de juros, porque, se é verdade que crescimento elevado não reduz necessariamente a desigualdade e a pobreza, a falta de crescimento as amplia necessariamente, ao reduzir emprego e renda, com custos sociais muito elevados.

(Trabalho concluído em dezembro de 2010)

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

AGLIETTA, M. (1986). *La Fin des Devises Clés: essai sur la monnaie internationale*, Paris, La Découverte.

- ALBUQUERQUE, E. M. (2010 a). Darimon, bancos e crédito: notas sobre os Grundrisse e a transição para o socialismo, Paula(Org.), *O Ensaio Geral : Marx e a Crítica da Economia Política (1857-1858)*, Belo Horizonte, Autêntica.
- \_\_\_\_\_ (2010 b). Causa e efeito : contribuições de Marx para investigações sobre finanças e inovação, *Revista de Economia Política*, vol. 30, n. 3(119), jul-set.
- BARROS, R. P. E MENDONÇA, R. Os determinantes da desigualdade no Brasil, Texto para Discussão n. 377, IPEA; 1995.
- BELLOFIORE, R. (2002). O Capitalismo dos Fundos de Pensão, *Revista Outubro*, n. 7.
- BRUNHOFF, S. (2006). Finance, Capital, États, S. de Brunhoff et al. *La Finance Capitaliste*, Paris: PUF.
- BRUNHOFF, S. E FOLEY, D. (2006). Karl Marx's theory of money and credit, P. Arestis & M. Sawyer (Eds.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham,UK/Northampton, MA,USA, Edward Elgar.
- CHESNAIS, F. (1994). *La mondialisation du capital*, Paris : Syros.
- \_\_\_\_\_ (2004). *A Finança Mundializada*, São Paulo: Boitempo.
- CROTTY, J. (2005). The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. G.A. Epstein, (Ed.) *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK . Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- DUMÉNIL, G.e LÉVY, D. \_\_\_\_\_ (2004).O Neoliberalismo sob a Hegemonia Norte-Americana, F. Chesnais (Org.) *A Finança Mundializada*, São Paulo: Boitempo, 1996.
- EPSTEIN, G. A. (Ed.) (2005). *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK . Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- EPSTEIN, G. A. e JAYADEV, A. (2005). The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity, G. A. EPSTEIN (Ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK . Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- FAHRI, M. E CINTRA, M. A. (2009). A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo, *Revista de Economia Política*, Vol. 29, n. 3 (115), jul-set.
- FARNETTI, R. (1996). Le role des fonds de pension et d'investissement collectives anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée, Chesnais, F. (Ed.), *La mondialisation financière – genèse, coûts et enjeux*, Paris: Syros.
- FOLEY, D. (2005). Marx's Theory of Money in Historical Perspective, F.Moseley (Ed), *Marx's Theory of Money – Modern Appraisals*, London and New York: Palgrave Macmillan.
- GUTTMANN, R. & PLIHON, D. (2008). O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças, *Economia e Sociedade*, v.17, número especial, dezembro.
- IEDI (2010). Sem Paralelo na História Econômica Brasileira Recente, *Carta IEDI* n. 438.
- FMI (2009). *World Economic Outlook*, April: Crisis and Recovery, <http://www.imf.org>.
- MARX, K. (1980). *Manuscripts de 1857-1858 ("Grundrisse")*, Paris: Editions Sociales.
- \_\_\_\_\_ (1971). *O Capital*, Livro I, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- \_\_\_\_\_ (1974). *O Capital*, Livro III, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira.
- \_\_\_\_\_ (1975). *Théories sur la Plus-Value*, Paris, Editions Sociales.
- MEACCI, F. Fictitious Capital and Crises, Bellofiore, R. (Ed.) *Marxian Economics – A Reappraisal*, London/New York, MacMillan/St. Martin's Press.
- MOLLO, M. L. R. (1989 a). *Monnaie, Valeur et Capital Fictif*, Thèse de Doctorat, Paris-X, Nanterre.
- NELSON, A. (2008). Fictitious Capital and Real Compacts, *Radical Notes*, 15/octobre 2008.
- OREIRO, J. L. e BASÍLIO, F. (2009). A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky, *Revista de Economia Política*, 29(1).
- PALLEY, T. (2010). The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crises, *Monthly Review*, Vol 61, n. 11, april.
- PARENTEAU, R. W. (2005). The Late 1990's US Bubble: Finacialization in the Extreme, Epstein, G. A. (Ed.). *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK . Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- PAULA, J. A., CERQUEIRA, H. E. A. da G. e ALBUQUERQUE, E. da M. (2001), Finance and industrial evolution : introductory notes on a key relationship for the capitalist accumulation, *Econômica*, Vol. 3, N. 1, Junho.
- POSTONE, M. (2008).Rethinking Capital in the light of the Grundrisse, M. Musto (Ed.) Karl Marx's Grundrisse, London/New York, Routledge.

PRATES, D. (2005). As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, *Revista de Economia Contemporânea*, Volume 9, n. 2, Maio-Agosto.

SAUVIAT, C. (2004). Os Fundos de Pensão e os Fundos Mútuos : Principais atores da finança mundializada e do poder acionário, F. CHESNAIS (Ed.), *A Finança Mundializada*, São Paulo: Boitempo, 2004.

**Quadro 1 – Economia Brasileira – Crescimento da Produção e do Investimento, Desemprego e Indicadores de Renda, Pobreza e Desigualdade**

Variável	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Crescimento do PIB % a. a.	3,3	3,7	4,0	2,6	3,6	4,8	2,3	2,9	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3,0	-0,6	7,5
Taxa de Investimento % PIB	18,32	16,87	17,37	16,97	15,66	16,80	17,03	16,39	15,28	16,10	15,94	16,43	17,44	19,11	16,91	19,00
Taxa de Desemprego % da PEA	6,7	7,6	8,5	9,7	10,4	-	10,0	9,9	10,5	9,7	10,2	9,2	8,9	7,8	9,1	
Taxa de Juros Over/Selic % a.m.	3,61	2,04	1,86	2,13	1,92	1,35	1,34	1,47	1,76	1,26	1,46	1,18	0,94	0,99	0,79	0,76
Salário Mínimo Real R\$	255,27	266,26	273,03	284,01	286,63	296,45	323,38	331,64	333,95	346,38	370,49	422,56	448,10	461,89	495,24	592,88
Taxa de Pobreza % Domicílios	35,08	34,73	35,17	33,97	35,26		35,17	34,40	35,78	33,70	30,82	26,75	24,24	22,59	21,42	
Índice de Gini	0,601	0,602	0,602	0,600	0,594		0,596	0,589	0,583	0,572	0,569	0,563	0,556	0,548	0,543	
Rendimento Médio Real Ocupados								1.376,43	1.204,83	1.206,73	1.235,41	1.289,92	1.335,66	1.387,96	1.419,51	1.473,59

(\*) Estimativa

Fonte: BCB, IBGE, IPEA em <http://www.ipeadata.gov.br>.

**Quadro 2 – Finanças Públicas - % do PIB**

Variável	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Superavit Primário	0,26	-0,10	-0,96	0,02	3,23	3,47	3,38	3,21	3,34	3,81	3,93	3,24	3,37	3,54	2,05
Juros nominais	7,54	5,77	5,15	7,95	13,21	7,95	8,14	12,82	7,14	6,42	7,10	6,69	5,97	5,55	5,29
Déficit Nominal	-7,28	-5,87	-6,11	-7,93	-9,98	-4,48	-4,76	-9,61	-3,79	-2,62	-3,17	-3,45	-2,59	-2,01	-3,23
Taxa de Juros - % a. m.	3,61	2,04	1,86	2,13	1,92	1,35	1,34	1,47	1,76	1,26	1,46	1,18	0,94	0,99	0,79
Dívida Líquida do Setor Público								56,2	56,4	52,6	48,7	47,5	45,8	42,5	41,8

IBGE, IPEA em <http://www.ipeadata.gov.br>.

**Quadro 3– Brasil - Balanço de Pagamentos – Transações Correntes e Conta de Capital e Financeira – Contas Escolhidas – US\$milhões**

Variável	2005 1s	2005 2s	2006 1s	2006 2s	2007 1s	2007 2s	2008 1s	2008 2s	2009 1s	2009 2s
Transações Correntes	874,8	1.455,9	462,2	1.811,6	403,5	-145,1	-2.811,8	-1.886,8	-1.196,2	-2.854,2
Saldo Comercial	3.274,8	4.175,6	3.255,5	4.487,2	3.430,7	3.241,2	1.883,7	2.255,6	2.318,1	1.896,9
Exportações	8.946	10.772	10.176	12.792	12.202	14.573	15.107	17.883	11.659	13.841
Importações	5.671,4	6.596,2	6.920,6	8.304,5	8.771,6	11.331,3	13.223,8	15.627,3	9.340,5	11.943,7
Serviços e Rendas	4.200,8	4.718,8	5.260,9	5.248,7	6.028,8	6.964,0	8.427,5	8.274,7	6.695,0	8.219,0
Serviços	-592,6	-792,1	-699,5	-907,2	-1.003,1	-1.200,0	-1.357,1	-1.424,5	-1.352,5	-1.855,1
Rendas	-2.087,9	-2.240,0	-2.433,2	-2.146,7	-2.348,0	-2.533,9	-3.652,8	-3.107,5	-2.439,1	-3.174,9
Conta Cap. e Fin. - Saldo	727,8	-2.305,1	969,1	1.747,4	10.113,1	4.734,5	6.702,3	-1.810,3	3.115,1	8.768,3
Fin. Invest. Estr. Diretos	1.419,0	1.092,1	1.230,2	1.906,9	3.475,4	2.288,8	2.785,0	4.724,7	2.110,9	2.213,8
Fin. Invest. Estr. Carteira										
Fin. Invest. Estr. Cartões	418,4	656,8	690,1	595,8	1.263,9	3.105,6	804,7	-2.065,6	505,0	5.673,5
Fin. Invest. Estr. Cart - Renda Fixa	505,7	-471,7	-978,2	1.204,8	2.765,9	881,9	1.409,1	-276,0	-127,9	1.642,5
Fin. - Derivativos	31,6	-38,2	7,7	-0,9	-41,3	-77,1	-63,4	11,3	35,4	-9,3

Fonte: BCB, IBGE, IPEA em <http://www.ipeadata.gov.br>.