



O Brasil na crise da acumulação financeirizada

Leda Maria Paulani**

Resumo

É bastante discutido o fato de que, nos últimos 30 anos a forma de funcionamento do capitalismo alterou-se bastante em relação ao momento anterior, marcado pelo ambiente do pós-guerra. No campo crítico, multiplicam-se as teses sobre o caráter financeirizado do processo de acumulação com destaque para o trabalho do economista francês François Chesnais (1998, 2005). Utilizando os conceitos da chamada da escola francesa da regulação, sua principal proposição é que, a partir do final dos anos 1970, o capitalismo estaria se reproduzindo por meio de um *regime de acumulação* em que domina a valorização financeira. No presente artigo tentaremos mostrar que a crise que ora vivenciamos é uma crise desse regime de acumulação, bem como refletir sobre a situação e as perspectivas do Brasil nesse contexto.

Palavras chave: regime de acumulação, modo de regulação, financerização, crise, economia brasileira.

I - A dominância financeira como característica do regime de acumulação vigente

Baseando-se nas características que marcam o capitalismo dos anos 1980 e da primeira metade dos anos 1990 (baixo crescimento do produto, redução de salários e desemprego em boa parte dos países, enorme crescimento do valor dos ativos financeiros, conjuntura instável entrecortada por sobressaltos monetários e financeiros com alto poder de contágio entre os países) François Chesnais, em trabalhos publicados a partir de meados dos anos 1990, passa a defender a tese de que, desde o início dos anos 1980, o capitalismo vive sob um regime de acumulação com dominância da valorização financeira, tendo constituído um modo de regulação adequado a esse tipo de acumulação. Regime de acumulação e modo de regulação são conceitos que ele toma de empréstimo à teoria da regulação, particularmente à sua vertente francesa iniciada por Aglietta no início dos anos 1970. Combinando os conceitos regulacionistas com o *approach* marxiano ele diz: “Resultado dos impasses nos quais desembocou a acumulação de longo período dos ‘trinta gloriosos’, esse modo baseia-se nas transformações da ‘relação salarial’ e em um agravamento muito forte da taxa de exploração (...), mas seu funcionamento é ordenado sobretudo pelas operações e pelas escolhas de formas de capital financeiro mais concentradas e centralizadas do que em

· Este trabalho faz parte de um projeto de pesquisa mais amplo, financiado por bolsa de produtividade em pesquisa do CNPq, e foi desenvolvido no âmbito das atividades do CAFIN, grupo de pesquisa Instituições do Capitalismo Financeiro, registrado na mesma instituição.

** Professora Titular do Departamento de Economia da FEA/USP e do Pós-Graduação em Economia do IPE/USP; autora, entre outros, de *Modernidade e Discurso Econômico* (Boitempo, 2005), e *Brasil Delivery* (Boitempo, 2008)

qualquer período anterior do capitalismo” (1997, p. 21). A esfera financeira coloca-se assim como o ponto central sobre o qual deve recair a análise do processo de acumulação. No prefácio à edição brasileira de *A Mundialização Financeira*, que escreve em 1998,¹ ele diz: “A pedra angular dessa construção é a esfera financeira (...). Esse novo regime de acumulação emergiu a partir dos anos 80, sobre a base de políticas de liberalização e de desregulamentação procedentes da ‘revolução conservadora’ nos Estados Unidos e no Reino Unido” (1998, pp. 7-8).

Em trabalho mais recente, Chesnais (2005)² vai afirmar que, nesse regime de acumulação, o capital portador de juros (categoria que Marx desenvolve na seção V do Livro III de *O Capital*), está situado no centro das relações econômicas e sociais e que a consequência mais importante dessa centralidade é que a exterioridade que caracteriza esse tipo de capital vai ser inserida no seio da própria acumulação produtiva, gerando aquilo que ele chama, seguindo Aglietta (1998), de “capitalismo patrimonialista”. Assim,³ as instituições que se especializaram na “acumulação pela via da finança” (fundos de pensão, fundos coletivos de aplicação, sociedades de seguros, bancos que administram sociedades de investimentos, fundos de hedge) tornaram-se, através dos mercados bursáteis, proprietárias dos grupos empresariais mais importantes em nível global e impuseram à própria acumulação de capital produtivo uma dinâmica orientada por um móvel externo, qual seja a maximização do “valor acionário”.

Se Chesnais está correto, mais do que a maximização do lucro corrente, o regime de acumulação dominado pela finança preocupa-se com a valorização dos estoques de riqueza, a qual evidentemente, pode se dar não apenas pelos processos usuais de reprodução ampliada, mas também (e, neste caso, com bastante vigor), pela valorização fictícia possibilitada pela circulação de tais estoques, principalmente quando o espaço econômico é caracterizado pela forte presença de mercados secundários de negociação de ativos financeiros.

A idéia básica é que os detentores das ações e de volumes importantes de títulos de dívida privados e públicos são efetivamente proprietários situados numa posição de exterioridade à produção, e não “credores” como normalmente se caracteriza, o que leva à distinção entre finanças intermediadas, que caracterizariam o regime de acumulação anterior, e finanças diretas, que prevalecem no regime atual. Para Chesnais, o termo “credor” remete a “empréstimo” e a um papel das finanças que é em última instância o de direcionar as poupanças para quem deseja investir. Mas a finança atual não é, como essa, movida pelas necessidades da produção e da criação de riqueza nova. Sua instituição central é o mercado secundário de títulos, o qual só negocia ativos já emitidos. A existência e difusão desses mercados fazem com que os aplicadores de recursos jamais conheçam quem são seus devedores, não lhes importando “[saber] ‘quem pagará o mico’, mas saber se os mercados permanecerão líquidos” (2005, p.49).

O capitalismo patrimonial é inteiramente direcionado para transformar o dinheiro, de “ativo líquido”, em um valor que “produz”, donde a recuperação que Chesnais faz da afirmação de Marx segundo a qual “o voto piedoso do entesourador se encontra realizado no capital portador de juros, pois suas economias adquirem a propriedade de proporcionar rendimentos tão naturalmente como a pereira dá peras” (idem, p. 50). Evidentemente nada disso é novo no capitalismo. O que Chesnais destaca como inédito é o protagonismo que a propriedade e o rentismo assumiram, bem como o alojamento dessa posição de exterioridade à produção no seio da própria produção. Assim, a

¹ A edição original francesa é de 1996.

² *A Finança Mundializada*, edição francesa em 2004.

³ Este ponto está desenvolvido em Almeida e Paulani (2009)

patologia congênita do capitalismo assentada na contradição entre capital e trabalho combina-se agora com as contradições que se originam da centralidade da finança: de um lado a acumulação é lenta e, de outro, a finança é insaciável no nível de suas punções.

O ponto destacado por Chesnais permite qualificar a tese da financeirização do capitalismo. Quando se fala em dominância da valorização financeira, isto não significa que a valorização financeira seja quantitativamente mais importante que a valorização produtiva, ainda que, como veremos adiante, a riqueza financeira venha crescendo exponencialmente nos últimos 30 anos. A prevalência da valorização financeira é qualitativa mais do que quantitativa. O fato de sua exterioridade em relação à produção ter se alojado no seio mesmo da esfera produtiva é que explica um sem número de mudanças aí ocorridas, seja na relação de trabalho (crescimento do trabalho precarizado e informal, do número de trabalhadores temporários, autônomos e em tempo parcial etc.), seja na forma de gestão do processo de trabalho (trabalhadores flexíveis, toyotismo), seja ainda na organização do processo produtivo enquanto tal (generalização do *just in time*, costumeirização da produção, deslocalizações produtivas).

Assim, a produção de renda e riqueza real passa a se dar sob a lógica e os imperativos da valorização financeira. Seus processos devem ser adequados às necessidades de giro rápido e pronta condição de aproveitar ganhos que a acumulação financeira impõe, o “mínimo” de rendimento real que a produção deve gerar é muito alto,⁴ dada a elevada valorização dos ativos financeiros (o que pressiona no sentido de uma exploração do trabalho ainda mais violenta), a operação do caixa deve ser tal que ele funcione não como atividade de apoio à produção, mas como centro de lucro adicional, os gestores dos grandes grupos de capital devem buscar, antes de tudo, a maximização do valor acionário da empresa, fazendo o que for necessário (fraudando demonstrativos, recomprando suas próprias ações etc.).

Esses processos são sinérgicos e fazem com que a preponderância da lógica financeira se afirme na medida mesma do crescimento da riqueza financeira que ela propicia, o que a reafirma ainda mais... Os ativos derivativos, a inesgotável criatividade da engenharia financeira que se constrói em torno deles e o enorme grau de alavancagem (operações a descoberto) que eles propiciam, magnificam o processo e seus resultados e tornam ainda mais marcada uma segunda característica do regime financeirizado (além da posição de exterioridade em relação à produção): o crescimento ímpar da riqueza financeira e do capital fictício.

Marx chama de capital fictício tudo aquilo que não é, nunca foi, nem será capital, mas que funciona como tal. Trata-se, em geral de títulos de propriedade sobre direitos, direitos de valorização futura no caso das ações, de renda de juros a partir de valorização futura, no caso de títulos de dívida privados, e de recursos oriundos de tributação futura, no caso de títulos públicos. Em todos esses casos, a valorização verdadeira dessa riqueza fictícia depende da efetivação de processos de valorização produtiva e extração de mais valia, em outras palavras, da contínua produção de excedente e da alocação de parte desse excedente para valorizar o capital fictício. Alguns elementos, porém, permitem que essa riqueza fictícia crie valorização fictícia e liberte a valorização dessa riqueza das restrições e limitações impostas pela acumulação produtiva. O primeiro deles é o fato de esses ativos serem comercializáveis em bolsas, ou nos mercados secundários de títulos, o que faz com que sua “valorização” decorra do

⁴ Esse número mágico, tal como corre nos mercados de capitais, seria 15%, uma rentabilidade dificilmente alcançável por qualquer processo não fictício de valorização do capital.

puro jogo da circulação, descolando-se de qualquer pressuposto vinculado à acumulação produtiva. O segundo é que a fonte dos juros não precisa necessariamente ser o lucro, podendo estar nos salários ou nos recursos extraídos pelo Estado.⁵ O terceiro é o caráter prolífico do próprio capital fictício, de que dá prova a enorme “produção de direitos” e de “valorização”, que os ativos derivativos possibilitam. Evidentemente a fragilidade e a vulnerabilidade da economia e sua propensão a crises aumentam *pari passu* com o crescimento da riqueza financeira e o aprofundamento das contradições sistêmicas que ela implica. Resta recuperar a história desse crescimento.

II – A evolução da acumulação financeira e a seqüência de crises

Um dos elementos mais importantes a demonstrar o acerto das teses sobre a dominância financeira no processo atual de reprodução capitalista é o enorme crescimento do estoque mundial de ativos financeiros, numa velocidade muito maior do que a apresentada pelo crescimento da renda real (em princípio representado pela evolução do PNB), e, por conseqüência da riqueza real (instrumentos, máquinas, equipamentos, instalações, edificações, obras civis, tecnologia e tudo o mais que permite a produção futura de um fluxo aumentado de bens e serviços). O quadro a seguir, montado a partir de informações produzidas pelo *McKinseys Global Institute* e pelo FMI, mostra a evolução dessa relação entre real e fictício desde 1980.

Riqueza Fictícia e Renda Real

Ano	Estoque mundial de ativos financeiros* (US\$ trilhões)	PNB Mundial (US\$ trilhões)	Relação Estoque Ativos Financeiros/ PNB
1980	12	11,8	1,02
1993	53	24,9	2,13
1996	69	30,3	2,28
1999	96	31,1	3,09
2003	118	37,1	3,18
2006	167	48,8	3,42
2007	195	54,8	3,56
2010**	209	55,9	3,74

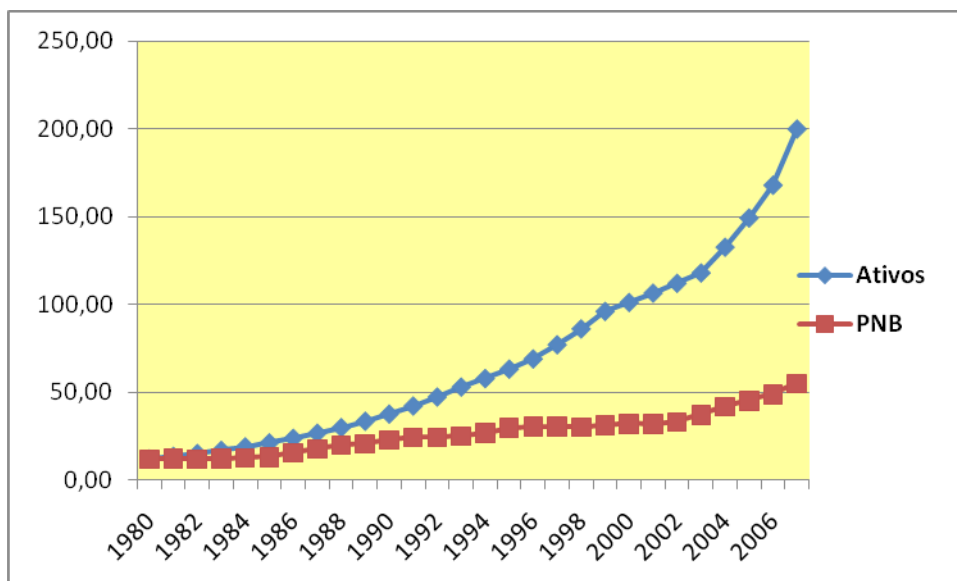
Fontes dos dados: *McKinseys Global institute* (Ativos) e FMI (PIB); elaboração própria.

(*) inclui ações e debêntures, títulos de dívida privados e públicos e aplicações bancárias; não inclui derivativos

(**) projeções

Riqueza Fictícia (Estoque Mundial de Ativos Financeiros) e Renda Real Mundial (PIB) – US\$ Trilhões

⁵ A esse respeito veja-se Teixeira (2007), Cap. 3; especificamente sobre os salários (e o chamado endividamento pessoal), veja-se Lapavitsas (2009).



Fonte dos dados: *McKinseys Global Institute* (Ativos) e FMI (PNB);
elaboração Própria

Obs.: para a construção do gráfico os valores do estoque mundial de ativos financeiros correspondentes aos anos para os quais não há dados disponíveis foram estimados como crescendo a uma taxa constante.

Como se percebe, ao longo desses 26 anos, o PIB mundial cresceu 364%, ou 4,6 vezes, enquanto que a riqueza financeira mundial cresceu, no mesmo período, 1.525%, ou 16,2 vezes. Não se inclui no total de ativos financeiros o valor dos derivativos, dada a dificuldade em se estimar, do valor nocional dos contratos, que parcela é efetivamente negociada.⁶ De qualquer forma, o que interessa ressaltar é a enorme diferença de velocidade no crescimento dos dois agregados, o que fica mais visível no gráfico que acompanha a tabela. O que explica isso?

A história da mudança do regime de acumulação em direção a um regime com dominância da valorização financeira começa em meados dos anos 1960. Depois de 20 anos de crescimento mundial vigoroso produzido pelas políticas de cunho keynesiano, com controle de demanda efetiva, estado do bem-estar social, reconstrução da Europa e da Ásia e industrialização da América Latina, a reversão cíclica tem lugar e o crescimento desacelera. Esse processo é mais intenso nos países europeus, em função do término do processo de reconstrução do pós-guerra. As multinacionais americanas espalhadas na Europa optam por não reinvestir a totalidade de seus lucros na produção, pois as perspectivas de ganho já não eram tão boas, mas tampouco enviam o excedente não reinvestido aos EUA, por conta de uma legislação tributária, à época, considerada muito dura. Esses recursos (eurodólares) começam então a “empoeçar” na *city* londrina,

⁶ A não inclusão dificulta a percepção do impacto exercido pela riqueza financeira, mas sua inclusão não é simples. Não há consenso sobre qual é o valor que deveria integrar uma estimativa como essa. Certamente não faz sentido incluir aí o valor nocional dos contratos, particularmente nos casos de futuros e opções, pois eles são em geral liquidados por um valor muito menor. Mas então qual valor deve ser incluído? Ninguém sabe a resposta. De qualquer forma as estimativas existentes sobre a riqueza financeira mundial indicam, para o total estimado em 2007 de cerca de US\$ 200 trilhões em ativos financeiros não derivativos (*McKinseys Institute*), um total estimado, em valores nocionais, de cerca de US\$ 674 trilhões em derivativos, sendo US\$ 595 trilhões em contratos de balcão e US\$ 79 trilhões em contratos registrados em bolsa (*Bank of international Settlements*).

o espaço *off shore*, também conhecido como *euromarket*, criado no início dos anos 1950.

Apesar do caráter regulado dos fluxos internacionais de capital vigente à época, os crescentes déficits comerciais americanos também colaboraram para a engorda desses recursos, graças à conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos que passa a vigorar, ainda no âmbito de Bretton Woods, em meados dos anos 1950.⁷ Com o choque do petróleo e insumos básicos do final de 1973 – graças à aceleração inflacionária e à reduzida taxa de juros nos Estados Unidos, além da crescente capacidade de criar crédito do próprio circuito *off shore*⁸ – o mundo entra em recessão aberta. Com a piora ainda maior das expectativas de lucro, os capitais afluem mais intensamente ao circuito londrino, engordado, ademais, pelos petrodólares.

É toda essa massa de riqueza à busca de valorização fora do circuito da produção, que está na base da grita geral por desregulamentação e abertura financeira dos mercados, e que vai ter em Thatcher e Reagan seus implementadores. Os países latino-americanos, desejosos de dar continuidade a seus planos de crescimento, mas obstaculizados pelo choque do petróleo, constituíram, na década de 1970, a demanda por crédito que esses capitais buscavam. A mudança brusca da política monetária americana em 1979, com brutal elevação dos juros visando recuperar a então ameaçada hegemonia mundial da moeda americana,⁹ produziu a primeira crise do capitalismo financeirizado, iniciada com a quebra do México em 1982. Além disso, já na primeira metade dos anos 1980, quebras bancárias ocorrem nos EUA.¹⁰ A crescente fragilidade dos países devedores da América Latina direciona parte dessa riqueza, agora num ambiente muito mais desregulado, para as bolsas americanas, culminando no *crash* de *Wall Street* de 1987,¹¹ seguido de uma crise imobiliária em 1990. Apesar de essas crises irem destruindo parte da riqueza financeira que as causou, o estoque mundial de ativos financeiros, como demonstram os dados anteriormente apresentados, não parou de crescer.

A essas alturas, com o crescimento do poder dos fundos de *hedge* e dos investidores institucionais de modo geral, crises são “produzidas” muitas vezes intencionalmente, como ocorreu com o colapso da libra inglesa em 1992, por obra do fundo de *hedge* do famoso investidor George Soros.¹² Apesar de ter sido localizada, a crise da libra foi o prenúncio das crises em série de que viriam a ser vítimas as moedas asiáticas em meados dessa mesma década e cujo impacto foi mundial. Depois da derrocada das ações e imóveis no mercado americano, e, mais ainda, depois do colapso da moeda mexicana em 1994, parte substantiva desses capitais voaram em direção às emergentes economias do sudeste asiático (conhecidas como “tigres asiáticos”). O aumento no afluxo de capitais levou a uma enorme expansão do crédito, viabilizando maior volume de investimentos, o que atraía mais capitais e assim por diante. Quando o Japão consegue finalmente desvalorizar sua moeda em 1995, graças ao chamado “acordo do Plaza

⁷ Sobre isso, vide Eichengreen, 2000, cap. 4.

⁸ A esse respeito, veja-se Serrano (2004).

⁹ Veja-se sobre este ponto, Gowan, 2003, caps. 3 e 4.

¹⁰ Ver a esse respeito, Chesnais (2008).

¹¹ Morris (2009) mostra que outro elemento fundamental na eclosão do *crash* de 1987 foram as tecnologias financeiras já em expansão, particularmente a “brilhante” idéia (porque pode funcionar individualmente, mas no agregado é um desastre) de desenvolver *hedging* para grandes investidores, ou seja um “seguro de portfólio”.

¹² Essa história está em Krugman (2009).

invertido”,¹³ isso se combina ao crescimento das importações na Tailândia, induzidas pelo forte crescimento, e com isso há uma rápida piora em suas contas externas.

Com o crescimento da desconfiança em relação ao valor da moeda tailandesa, inicia-se o processo de reversão das bolhas de ativos financeiros, que estavam em franca expansão na região desde 1994. A derrocada do *baht* tailandês no início de julho de 1997 deflagra uma crise em cadeia que desvaloriza uma a uma todas as moedas asiáticas, atingindo a própria Coreia do Sul, considerada a economia mais poderosa da região, processo esse auxiliado pela desvalorização do iene, que piorou as condições externas de todos os “tigres”. Em todo esse processo, a atuação dos investidores institucionais, particularmente dos fundos de *hedge*, só fez aprofundar os movimentos, seja de valorização, seja de desvalorização. Contrariamente ao mundo das finanças intermediadas (constituídas basicamente por empréstimos bancários), que estava por trás da crise das dívidas latino-americanas pouco mais de uma década antes, o mundo das finanças diretas já então dominante (operado pelos investidores institucionais e marcado pela existência de mercados secundários e forte poder dos ativos derivativos) agudizou as conseqüências do processo de formação e estouro de bolhas, mundializando o impacto das crises. Na esteira da crise asiática, também a Rússia (1998), o Brasil (1999) e finalmente a Argentina (2001), passaram por fortes turbulências e acabaram por impor pesadas desvalorizações a suas moedas.

A crise asiática, dado seu impacto em praticamente todos os mercados financeiros do globo, pareceu à primeira vista que iria provocar um período alongado de desaceleração econômica mundial. Contudo as insondáveis perspectivas abertas pela difusão do uso da internet, que então se afirmava, além do crescimento excepcional do consumo, escorado no endividamento e no efeito-riqueza, tornaram a economia americana um refúgio seguro para os investidores assustados com os acontecimentos na Ásia.¹⁴ Começava aí mais uma fenomenal bolha de ativos, agora no mercado acionário,¹⁵ que culminaria na crise das bolsas americanas de 2000/2001. A forma encontrada pelo governo americano para evitar que o estouro da bolha tivesse conseqüências muito graves no que concerne ao crescimento da economia foi, mais uma vez, apelar para o aumento da liquidez. O Federal Reserve, sob o comando de Alan Greenspan, reduziu os juros americanos, em apenas 12 meses (ao longo do ano de 2001), de 6 para 1,75% ao ano.

A estratégia foi bem sucedida, pois a economia americana reagiu e depois de ter crescido apenas 0,8% em 2001, cresceu 1,6% em 2002, 2,4% em 2003 e 3,6% em 2004. O preço a pagar foi a formação de bolha em outro tipo de ativo, agora no mercado imobiliário. Desta vez, porém, o impacto dessa formação foi muito mais profundo, dada a importância crescente dos fundos de *hedge*, dos derivativos financeiros e da invenção que ficou conhecida como “securitização”. Esta última consistia na emissão de títulos lastreados em dívidas hipotecárias, o que não só deu enorme liquidez a esse mercado, como também impediu que o crescente nível de risco das operações ficasse visível, pois os CDOs (*collateralized debt obligations*) contavam com “cotas privilegiadas”, que teriam preferência no recebimento, caso houvesse qualquer problema, sendo por isso muitíssimo bem avaliados pelas agências de risco. Assim, mesmo os fundos de pensão, que só investem nos papéis mais bem avaliados (classificados como AAA), mostraram-se dispostos a carregar esses ativos. No início de 2005, o governo americano,

¹³ Sobre isso ver Brenner, 2003, pp. 195-182.

¹⁴ Ver a respeito Chesnais, 2003 e Brenner, 2003, pp. 272-277.

¹⁵ No início de 1994 o índice Dow Jones estava em 3.600 pontos e no início de 2000 estava em 11.675 pontos, um crescimento de 225%, sendo que, no mesmo período, os lucros das ações cotadas na bolsa de Nova York cresceram não mais do que 60%.

incomodado pela a inflação e buscando conter um pouco a febre especulativa, resolve elevar os juros.¹⁶ Apesar disso, o efeito-riqueza no consumo, a euforia das bolsas e o próprio valor inflado dos ativos manteve o ritmo de crescimento americano. A crise só matura em 2007, quando os primeiros sinais de inadimplência mostram-se irreversíveis e põem a nu a fragilidade do sistema, particularmente do chamado sistema bancário paralelo (*shadow banking system*), que agia produzindo crédito e moeda ao desabrigo de qualquer tipo de regulação.

Como se percebe, o regime de acumulação com dominância da valorização financeira tem a formação de crises, ocasionadas pela recorrente geração de bolhas de ativos, como sua característica mais marcante. Ele é por isso estruturalmente frágil. Ao longo dos últimos trinta anos, o poder detido pela riqueza financeira foi moldando as instituições de modo a criar um modo de regulação compatível com um processo de reprodução capitalista sob seu comando. Completado esse processo, o sistema encontra-se no auge de sua fragilidade. Esta é, por isso, uma crise diferenciada, pois tem de ser enfrentada em condições muito mais adversas que as anteriores (ambiente de operações completamente desregulado, com alto nível de contágio e amplitude verdadeiramente global). Além disso, o que torna o cenário nada alvissareiro é que o expediente de se recorrer ao aumento de liquidez para salvar do incêndio o assim chamado lado real da economia parece estar chegando a seu limite.¹⁷ Qualquer semelhança com a armadilha da liquidez não é mera coincidência, mas o que torna a situação ainda mais complicada do que aquela que inspirou o achado keynesiano é que o eventual sucesso da empreitada vai jogar para a frente, de modo ampliado, os mesmos descompassos que estão na origem da crise atual.

Sinal disso é a dificuldade que se encontrou para reverter os sinais negativos trazidos pela crise, a despeito da enorme quantidade de dólares derramados nas principais economias do planeta. Não fosse a continuidade do vigor chinês (crescimento do PIB de 8,7% em 2009), que tem alavancado a demanda agregada mundial, o cenário econômico de 2009 teria sido ainda mais negativo. Mesmo assim, as maiores economias do globo apresentaram quedas em seus produtos que podem ser consideradas espetaculares (menos 5,0% no Japão, Itália, Alemanha e Reino Unido, menos 7,9% na Rússia, menos 6,5% no México, menos 2,4% nos EUA, menos 2,2% na França). O Brasil sentiu fortemente o impacto da crise: vindo de uma retomada que produzira um crescimento de 6,1% em 2007 e de 5,1% em 2008, o impacto da conturbação financeira do final de 2008 jogou o crescimento brasileiro de 2009 para 0,2% negativos. As razões desse resultado estão relacionadas à forma segundo a qual o país se insere no sistema capitalista nesta etapa histórica em que o capital portador de juros está no comando do processo.

III – O Brasil na história do regime de acumulação financeira e na crise atual

O Brasil foi personagem da história da financeirização do capitalismo desde seu começo. Inicialmente o país constituiu parte expressiva da demanda por crédito que ensejou a primeira bolha global de ativos do capitalismo financeirizado, consubstanciada na crise das dívidas latino-americanas da primeira metade dos anos 1980. Mais à frente, a partir da segunda metade dos anos 1990, tornou-se potência financeira emergente, tendo, para tanto, realizado todas as reformas estruturais necessárias, da estabilização monetária à abertura financeira incondicional, da reforma

¹⁶ De 2,25% ao ano em janeiro de 2005, os juros básicos americanos alcançaram 4,25% em janeiro de 2006 e 5,25% em janeiro de 2007.

¹⁷ Morris espousa a mesma opinião: “O triste fato é que não há muito que o Fed possa fazer. Todos os anos de uso da bomba de liquidez sugaram tudo que era possível.” (2009, p. 133)

da previdência às mudanças na lei de falências. Posicionou-se assim como plataforma internacional de valorização financeira,¹⁸ ou seja, economia emergente na qual era possível obter elevadíssimos ganhos em moeda forte, muitas vezes os mais elevados do mundo. Na época do câmbio fixo isto foi possível graças às enormes taxas de juros e, depois da crise de 1999, mais particularmente depois de 2003, graças também ao processo recorrente e auto-referenciado de valorização da moeda brasileira, alavancado, como não poderia deixar de ser, pelas apostas com derivativos.

Essa forma de inserção da economia brasileira na economia mundial foi fortalecendo os setores rentistas nacionais e impondo a lógica financeira ao processo doméstico de acumulação. Bruno *et alii* (2009) mostram diversos indicadores ilustrativos dessa situação. A taxa de acumulação de capital fixo produtivo, por exemplo, cai cerca de 40% no início dos anos 1980 e mantém-se nesse patamar aviltado quase um quarto de século, enquanto que a taxa de lucro se recupera a partir de 1994 e começa a crescer de modo firme. De outro lado, a relação entre o estoque de ativos financeiros¹⁹ e o estoque de ativos produtivos²⁰ cresce fortemente, passando de 15% em 1992 para cerca de 75% em 2008. Ao longo dos últimos trinta anos, foram se alterando os meios responsáveis pelo poder da riqueza financeira, mas ele cresceu em todas as situações. Nos anos de alta inflação, a existência de duas moedas (uma funcionando como unidade de conta e meio de troca e outra como reserva de valor) esteve na base da acumulação rentista e da financeirização da riqueza. Depois da estabilização monetária, a inflação é substituída pelos elevadíssimos juros reais, pelas ainda maiores diferenças entre juros pagos e recebidos pelos setores financeiro e bancário e pelo crescimento imperturbável da dívida pública como proporção do PIB (Bruno *et alii*, 2009 p. 16-21).²¹

Não por acaso, os primeiros impactos da crise sobre a economia brasileira estiveram relacionados ao próprio setor financeiro. Logo de início, uma crise de confiança fez escassear completamente o crédito e praticamente congelar os empréstimos interbancários. Além disso, assistiu-se ao estouro de bolhas, pois elas também existiam por aqui, bolhas de ações, de derivativos cambiais e da própria taxa de câmbio, que de alguma forma induzia as demais.²² Ocorre que, desde 2003, a apreciação da moeda brasileira passou a ser ela própria, num movimento completamente auto-referencial, elemento integrante do jogo de elevada valorização financeira em moeda forte que se tornou possível fazer no país. Formou-se um círculo vicioso em que o juro elevado trazia muitas divisas, elevava as apostas na continuidade da valorização de nossa moeda, produzia, assim, para os investidores externos, resultados em dólar ainda maiores, o que trazia mais dólares, e assim por diante. Nesse contexto, as empresas exportadoras compensavam, no ganho financeiro com derivativos, as perdas que a apreciação cambial lhes impunha, tendo sofrido diretamente o impacto da crise quando o jogo se inverteu.

¹⁸ Esta tese está melhor desenvolvida em Paulani (2007) e Paulani (2008a)

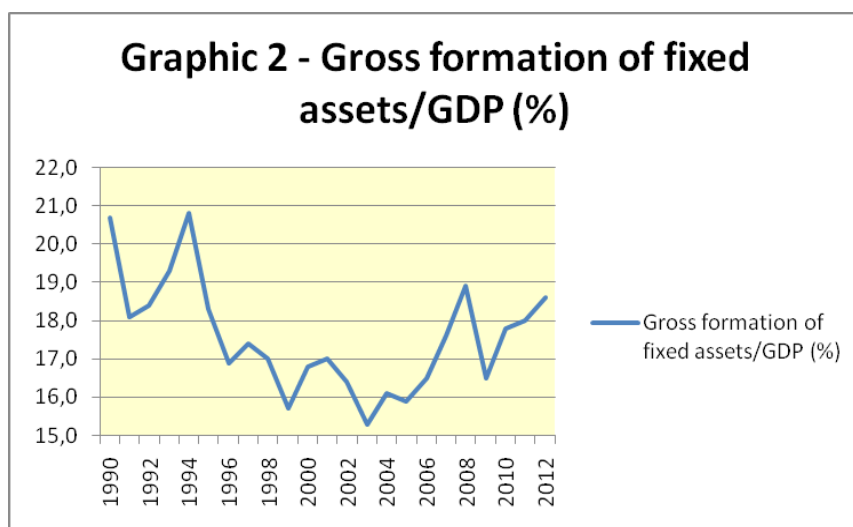
¹⁹ A variável em questão é o total de ativos financeiros não-monetários, o qual é estimado pela diferença entre os agregados M4 e M1, deflacionados pelo IGP-DI.

²⁰ Essa variável é estimada pelo valor do estoque total de capital fixo produtivo líquido de depreciação, isto é, máquinas e equipamentos mais construções não-residenciais.

²¹ Dados também de Bruno *et alii*, 2009, indicam que um investidor que tivesse adquirido um título público indexado à Selic em janeiro de 1991, teria um capital 7 vezes maior em janeiro de 2009. No mesmo período o PIB brasileiro cresceu apenas 70%.

²² A esse respeito vide Paulani, 2008b.

Os impactos sobre o lado real foram chegando aos poucos. O gráfico 1, mostra o impacto da crise (trimestre a trimestre) na taxa de crescimento do PIB de 12 meses. O gráfico 2 mostra que a crise reverteu os indicadores de investimento que, desde 2005, com grande dificuldade, estavam se recuperando depois de duas décadas de estagnação. Os números de 2009 indicam que, desse ponto de vista, a crise pode ter significado um retrocesso de cerca de três anos. No início de 2010, eram mais uma vez os investimentos públicos, oriundos do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) e do programa habitacional do governo federal “Minha casa, minha vida” que conseguiram puxar o crescimento.



Do lado do consumo, o crédito não foi tão afetado, apesar de uma certa retração no início, particularmente no que tange a financiamento de bens de alto valor, como automóveis. Para enfrentar o problema, o governo retirou e/ou reduziu temporariamente os impostos indiretos sobre esses produtos, o que fez recuperar seu consumo. A esse respeito, vale notar a importância que hoje tem o crédito, particularmente o crédito consignado, na sustentação dos níveis de consumo, o que só ratifica a tese da proeminência da finança, ou seja, de uma acumulação produtiva que se dá sob os auspícios e o comando da acumulação financeira. A manutenção do nível de consumo tem feito com que o Brasil seja visto hoje como o paraíso das multinacionais,²³ pois, dado o tamanho do mercado interno brasileiro e a já famosa engorda da classe C (20 milhões a mais de pessoas com renda para consumir alguma coisa além do essencial), nossa economia tem sido vista como uma alternativa de obtenção de lucros num mundo

²³ Título de matéria publicada pela revista *Isto é Dinheiro* de 22 de maio de 2009.

em retração. O grande problema é que o consumo não tem dinamismo para puxar a economia, como o tem o investimento, e consumo puxado por crédito não é sustentável no longo prazo, como nos mostra o espelho americano. Esse arranjo macroeconômico em que o investimento está novamente ameaçado de reversão, e um consumo puxado por crédito aparece como o elemento dinâmico está evidentemente completamente invertido, mas é um arranjo típico de um processo de acumulação em que a finança está no comando fomentando o crescimento de riqueza fictícia.

Finalmente é necessário dizer algumas palavras sobre o reaparecimento do capital estrangeiro, particularmente o de portfólio, na economia brasileira a partir de meados de 2009. Inicialmente é preciso lembrar que a taxa básica brasileira continua entre as maiores do mundo, sendo que, em muitos momentos, fica mesmo em primeiro lugar o que, evidentemente, retomados níveis mínimos de confiança, volta a trazer divisas ao país, em particular porque as taxas de juros são hoje, em boa parte do mundo, negativas. É verdade que outros fatores, como a *Brazil fashion*, que se espalhou recentemente pelo mundo dos negócios, bem como o reduzido valor dos ativos produtivos no país, podem também explicar a recuperação dos investimentos externos, mas o fator decisivo continua a ser, sem dúvida, o elevado nível das taxas de juros. O afluxo de dólares volta a girar a roda da valorização do real e a reinflar a bolha que havia murchado com a crise. A sustentabilidade desse “arranjo” e, mais ainda, sua capacidade de reconstituir por aqui um círculo virtuoso de crescimento capitalista é tão segura quanto a ordenação macroeconômica invertida que resultou do Brasil pós-crise.

Referências bibliográficas

- Aglietta, M. (1976). *Régulation e Crisis Du Capitalisme*. Paris, Calmann-Lévy
- Aglietta, M. (1998). *Le Capitalisme de Demain*. Notes de la Fondation Saint-Simon, nov.
- Almeida, Niemeyer e Paulani, Leda M. (2009). Regulação Social e Acumulação por Espoliação – elementos para uma caracterização do capitalismo contemporâneo. In: *Anais do XIV Encontro nacional de Economia Política*, São Paulo (anais eletrônicos).
- Boyer, Robert (1990). *A Teoria da Regulação: uma análise crítica*. São Paulo, Nobel
- Brenner, Robert (2003). *O Boom e a Bolha*. Rio de Janeiro, Editora Record.
- Bruno, Miguel (2004). *Crescimento Econômico, Mudanças Estruturais e Distribuição: as transformações do regime de acumulação no Brasil*. Instituto de Economia, UFRJ, tese de doutorado.
- Bruno, Miguel *et alii* (2009). “Finance –Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e conseqüências macroeconômicas”. In: *Anais do XIV Encontro nacional de Economia Política*, São Paulo (anais eletrônicos).
- Chesnais, François (1997). “A emergência de um regime de acumulação mundial predominantemente financeiro”. In: *Praga – estudos marxistas*, n° 3, São Paulo, Hucitec.
- (1998). *A Mundialização Financeira* (Introdução). São Paulo, Xamã.
- (2003). “A Nova Economia: uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense”. In: Chesnais, F. et alii (org.) *Uma Nova Fase do Capitalismo?* São Paulo, Xamã.
- (2005). “O Capital Portador de Juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”. In: ————— (org.) *Finança Mundializada*. São Paulo. Boitempo.
- (2008). El fin de um ciclo: alcance y rumbo de la crisis financiera. In: *Herramienta*, n° 37, fevereiro

- Eichengreen, Barry (2000). *A Globalização do Capital*. São Paulo, Editora 34.
- Gowan, Peter (2003). *A Roleta Global*. Rio de Janeiro, Editora Record
- Krugman, Paul (2009). *A Crise de 2008 e a Economia a Depressão*. Rio de Janeiro, Elsevier.
- Lapavitsas, Costas (2009). Financialization or the Search for Economic Profits in the Sphere of Circulation. Working Paper disponível em www.soas.ac.uk/rmf/papers, acesso em 20.05.2009
- Marx, K. (1894/1983). *O Capital*, Livro III. São Paulo, Abril Cultural, Coleção “Os Pensadores”
- Morris, Charles R. (2009). *O Crash de 2008*. São Paulo, 2009
- Paulani, Leda (2007). “The Real Meaning of the Economic Policy of Lula’s Government”. In: Arestis, Phillip e Saad Filho, Alfredo (org.) *Political Economy of Brasil: Recent Economic Performance*. Londres, Palgrave McMillan
- (2008a). *Brasil Delivery*. São Paulo. Boitempo
- (2008b). “Bolhas Brasileiras”. In: *Jornal do Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro*, dezembro
- Serrano, Franklin (2004). “Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível”. In: ————— (org.) *O Poder Americano*. Petrópolis, Vozes, coleção “Zero à Esquerda”.
- Teixeira, Rodrigo A. (2007). *Dependência, Desenvolvimento e Dominância Financeira*. São Paulo, IPE/USP, Tese de doutorado