

UFRJ - UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

**“FINANCEIRIZAÇÃO E SEUS IMPACTOS PARA O  
CRESCIMENTO DO BRASIL: 1980-2009”**

Aluno: Patrick Fontaine Reis de Araújo

[patrickfontaine@hotmail.com](mailto:patrickfontaine@hotmail.com)

matrícula nº.: 106024891

Orientador: Prof. Alexis Saludjian

[saludjian@ie.ufrj.br](mailto:saludjian@ie.ufrj.br)

Co-orientador: Prof. Miguel Antônio Pinho Bruno

[miguel.bruno@ipea.gov.br](mailto:miguel.bruno@ipea.gov.br)

Setembro 2010

UFRJ - UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

**“FINANCEIRIZAÇÃO E SEUS IMPACTOS PARA O  
CRESCIMENTO DO BRASIL: 1980-2009”**

---

Aluno: Patrick Fontaine Reis de Araújo

[patrickfontaine@hotmail.com](mailto:patrickfontaine@hotmail.com)

matrícula n°.: 106024891

Orientador: Prof. Alexis Saludjian

[saludjian@ie.ufrj.br](mailto:saludjian@ie.ufrj.br)

Co-orientador: Prof. Miguel Antônio Pinho Bruno

[miguel.bruno@ipea.gov.br](mailto:miguel.bruno@ipea.gov.br)

Setembro 2010

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

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a ambos meus orientadores que contribuíram de forma preponderante para a realização desse trabalho, cada qual à sua maneira. Sem as dicas e textos que tanto me inspiraram, fornecidos pelo Miguel, nunca teria me interessado por esse tema, e sem o acompanhamento estreito e atencioso do Alexis, talvez não tivesse sido possível realizar esse trabalho.

## RESUMO

Este trabalho explora a questão da financeirização no Brasil, e seus impactos para a dinâmica de crescimento no país. Observou-se uma significativa redução da taxa de crescimento do PIB brasileiro, a partir de 1980, ao mesmo tempo em que o setor financeiro crescia e ganhava importância na economia. A financeirização começa a se disseminar no país na forma de títulos da dívida pública, para posteriormente, com a estabilização da moeda, se diversificar e assumir novas formas. Enquanto isso, a acumulação de capital torna-se mais lenta e deixa de acompanhar a evolução das taxas de lucro, o que aparenta ser um rompimento com o padrão operava antes de 1980. São assim, explorados, nesse trabalho, argumentos e evidências empíricas e históricas que demonstrem a relação entre o crescimento e desenvolvimento do setor financeiro, e a redução na acumulação de capital e crescimento econômico.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO GERAL.....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO 1 – O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>1.1 – CONCEITUAÇÃO E DEFINIÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<i>1.1.1- Canais de Funcionamento da Financeirização.....</i>	<b>11</b>
<i>1.1.2- Principais Impactos da Financeirização.....</i>	<b>11</b>
<i>1.1.3- Origem da Financeirização.....</i>	<b>12</b>
<i>1.1.4- O Caso Brasileiro.....</i>	<b>12</b>
<b>1.2 – A VISÃO ORTODOXA.....</b>	<b>13</b>
<i>1.2.1- Análise Microeconômica.....</i>	<b>13</b>
<i>1.2.2- Análise Macroeconômica.....</i>	<b>14</b>
<b>1.3 – A VISAÕ HETERODOXA.....</b>	<b>15</b>
<i>1.3.1- Análise Microeconômica.....</i>	<b>15</b>
<i>1.3.2- Análise Macroeconômica.....</i>	<b>16</b>
<b>1.4 – BALANÇO CONCLUSIVO.....</b>	<b>17</b>
<b>CAPÍTULO 2 – CARACTERÍSTICAS DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL: TRAJETÓRIA E ESPECIFICIDADES DO CASO BRASILEIRO.....</b>	<b>19</b>
<b>2.1 - A TRAJETÓRIA E REFORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: DE 1964 A 1999.....</b>	<b>19</b>
<i>2.1.1- A década de 60.....</i>	<b>19</b>
<i>2.1.2 – A estratégia da primeira metade da década de 80.....</i>	<b>21</b>
<i>2.1.3 – A segunda metade da década de 80, os anos 90 e a consolidação do processo de financeirização: abertura, desregulamentação, baixa inflação e investidores institucionais.....</i>	<b>24</b>

2.1.4 – <i>As características do sistema financeiro brasileiro hoje</i> .....	26
<b>2.2 – INFLAÇÃO DE ATIVOS: FUNCIONAMENTO, EFEITOS E ESPECIFICIDADES SOBRE UMA ECONOMIA COM ALTA CONCENTRAÇÃO DE RENDA E RIQUEZA</b> .....	<b>27</b>
2.2.1 – <i>O Mecanismo de inflação de ativos</i> .....	27
2.2.2 – <i>Efeitos distributivos da valorização de ativos</i> .....	30
2.2.3 – <i>A valorização de ativos financeiros no Brasil e a ausência do “efeito riqueza”</i> .....	31
2.2.4 – <i>A valorização de ativos financeiros no Brasil e a deficiência do sistema de crédito</i> .....	31
<b>2.3 – BALANÇO CONCLUSIVO</b> .....	<b>33</b>
<b>CAPÍTULO 3 – A ECONOMIA BRASILEIRA: FATOS ESTILIZADOS</b> .....	<b>34</b>
<b>3.1 – DESCOLAMENTO ENTRE LUCRO E ACUMULAÇÃO. OS TRÊS PERÍODOS: 1966-1980, 1980-1994, 1994-2003 e 2004-2008</b> .....	<b>34</b>
3.1.1 – <i>1966 a 1980: “Milagre Econômico” e evolução conjunta das taxas de lucro e acumulação</i> .....	34
3.1.2 – <i>1980 a 1994: crise dos juros 1979 e queda da taxa de acumulação</i> .....	35
3.1.3 – <i>1994 a 2003: estabilização e consolidação da financeirização</i> .....	37
3.1.4 – <i>2004 a 2008: retomada do crescimento e da acumulação</i> .....	38
<b>3.2 – IMPACTOS DA REDUÇÃO DA ACUMULAÇÃO SOBRE O CRESCIMENTO, INDÚSTRIA E EMPREGO</b> .....	<b>41</b>
3.2.1 – <i>A redução no ritmo de crescimento econômico</i> .....	41
3.2.2 – <i>Os efeitos da redução do ritmo de crescimento para a indústria</i> .....	42
<b>3.3 – BALANÇO CONCLUSIVO</b> .....	<b>47</b>
<b>CONCLUSÃO GERAL</b> .....	<b>47</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>50</b>

## INTRODUÇÃO GERAL

No século XX, o Brasil foi um entre os países que apresentaram as maiores taxas de crescimento no mundo. O país passou de uma nação atrasada, rural e extremamente empobrecida para uma nação consideravelmente urbana, industrializada e diversificada. No entanto, a partir dos anos 80, o desempenho econômico tornou-se notavelmente inferior aos anos anteriores do mesmo século. Enquanto de 1901 a 1980 o país cresceu a uma taxa real média de 5,76% ao ano, após os anos 80, essa taxa decresce significativamente, chegando a 2,44% ao ano, se considerado o período entre 1980 e 2009.

Diversas mudanças no funcionamento da economia ocorreram ao longo do século. O sistema financeiro foi estruturado, a participação de agentes estrangeiros regulamentada, a moeda mudou diversas vezes até que finalmente se estabilizasse com a chegada do Real, a taxa de juros oscilou, entre picos e vales, o regime de câmbio se transformou e o contexto internacional passou de guerras e crises a períodos de bonança e disseminação do comércio. Entre todas essas mudanças, percebe-se que o setor financeiro, a partir de 1980, tem ganhado importância relativa na economia brasileira. As tais mudança, de alguma forma, privilegiaram esse setor. Desde então, o mercado de ações cresce a cada dia, a dívida pública se expande constantemente e os bancos se fortalecem, com lucratividade cada vez maior. É possível dizer que, hoje, o pólo mais dinâmico da economia é o setor financeiro.

Esse trabalho explora em que medida a economia brasileira se tornou uma economia financeirizada, e se esse fato teria contribuído para a perda de desempenho econômico que o país vem enfrentando. É possível assim traçar dois objetivos, que podem ser sintetizados em duas perguntas: o Brasil está financeirizado? Isso afeta o crescimento econômico?

Na busca por respondê-las, será feito um balanço das teorias disponíveis sobre o assunto, de ambas as linhagens ortodoxa e heterodoxa, que divergem sobre a função e implicações da financeirização na economia, para, em seguida, explorar as especificidades do caso brasileiro, considerando aspectos econômicos, sociais e



históricos, para por fim confrontar as hipóteses e idéias desenvolvidas com evidências empíricas, com o objetivo de reforçá-las ou refutá-las.

A metodologia utilizada será baseada na fundamentação teórica acompanhada de análise empírica. Os principais trabalhos utilizados como referências serão de autores heterodoxos, da escola da regulação e pós-keynesianos, além de autores neoclássicos utilizados como fonte de comparação, e os dados utilizados nos gráficos e tabelas tem como fontes o Banco Central do Brasil (BCB), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada/DATA (IPEADATA) e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

No capítulo 1, serão apresentadas as definições e os conceitos necessários para trabalhar o tema, bem como as principais implicações e mecanismos do funcionamento da financeirização. Será realizado um confronto teórico entre as duas matrizes do pensamento econômico, ortodoxa e heterodoxa, de caráter qualitativo, apoiado em autores selecionados.

O capítulo 2 começa explorando a formação histórica do sistema financeiro brasileiro, e conseqüentemente da financeirização no Brasil, para, em seguida, analisar com cautela aspectos específicos do caso brasileiro no que diz respeito à financeirização, mais precisamente a ausência de efeito riqueza e de expansão do crédito, no mecanismo de inflação de ativos.

Já o último capítulo, o capítulo 3, tem por objetivo apresentar fatos estilizados sobre a economia brasileira, para que as hipóteses tenham sustentação empírica. Num primeiro momento são observadas as evoluções das taxas de lucro e acumulação para posteriormente correlacioná-las às variações no produto e emprego.

Ao final de cada capítulo pode ser encontrado um balanço dos principais resultados, o que deve facilitar o acesso às problemáticas desenvolvidas e a compreensão das questões de base tratadas neste trabalho.

## **CAPÍTULO 1 – O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO**

Este capítulo objetiva propiciar os alicerces teóricos necessários à compreensão do tema financeirização, bem como municiar o trabalho de definições importantes para a adequada articulação do assunto. Isso será feito através da análise da teoria disponível que não apresenta tanta controvérsia, que explicita a existência da financeirização e suas características, mas também por meio da análise e confrontação de duas correntes que disputam a posição de dominância no assunto, que tentam avaliar os benefícios e prejuízos que decorrem do processo de financeirização. Na secção 1.1 são definidos a financeirização, seus impactos e origem. Na secção 1.2 é exposta a visão ortodoxa, seguida da visão heterodoxa, na secção 1.3 e, por fim, e feito um balanço entre as duas visões na secção 1.4.

### **1.1 – CONCEITUAÇÃO E DEFINIÇÃO**

Para começar a compreender o processo de financeirização é necessário encontrar uma definição. Segundo a difundida definição de Epstein:

*“A financeirização é um processo através do qual, mercados financeiros, instituições financeiras e elites financeiras ganham influência na operação da economia e as instituições que a governam, tanto no plano nacional quanto internacional (EPSTEIN, 2001).”*

Mais precisamente, a financeirização pode ser entendida como *“uma norma sistêmica de riqueza que produz uma dinâmica estrutural baseada nos princípios da lógica financeira”* (BRUNO, 2009). Trata-se de uma mudança no ordenamento do funcionamento econômico onde o setor financeiro assume as rédeas da economia e passa então a determinar as formas contemporâneas de definir, gerar e realizar a riqueza. O setor financeiro torna-se o pólo irradiador de influência, deixando de ser subsidiário do setor real e se presta a subsidiar. Essa mudança pode ser vista como uma mudança no tipo de regime de funcionamento econômico, que por sua vez determina um diferente regime de crescimento econômico, que é definido como regime de acumulação dominado pelas finanças (STOCKHAMMER, 2004).

### **1.1.1 – Canais De Funcionamento Da Financeirização**

O processo de financeirização, observado em quase todas as economias industrializadas, se caracteriza pelo aumento constante do volume da dívida, tanto pública quanto privada. Observa-se ainda o aumento da dívida do setor financeiro numa velocidade bastante superior à velocidade da evolução da dívida dos setores não financeiros. O aumento do volume da dívida funciona como uma geração de recursos, onde os direitos sobre essa dívida são negociados como se fossem recursos de fato. Há a possibilidade da conversão dos direitos sobre essa dívida em recursos de fato, mas o que a gera é apenas a necessidade em si de novos recursos.

Esse endividamento, no entanto, só é possível através do afrouxamento das leis regulatórias, criando um ambiente de alto dinamismo e de constantes inovações no setor financeiro. A falta de um entrave faz com que os interesses financeiros atuem livremente usando novos mecanismos de criação de dívidas e valorização das mesmas. As possibilidades de ganhos se multiplicam, com retornos muito superiores aos obtidos no lado real da economia. Com o surgimento dessa nova oportunidade, os agentes econômicos concentram as atenções nesse setor, deixando em segundo plano o setor real da economia.

### **1.1.2 – Principais Impactos Da Financeirização**

Esse novo ordenamento dos interesses econômicos dos agentes tem efeitos macroeconômicos típicos, dentre os quais três se destacam em Palley (2007): (1) aumento da significância do setor financeiro sobre o setor real; (2) transferência de renda do setor real para o setor financeiro da economia; e (3) aumento da desigualdade e estagnação dos salários. Mais além, se pode destacar a redução do nível de investimentos, que por sua vez leva a uma menor taxa de acumulação que tem como resultado direto a redução do ritmo de crescimento econômico. Esses são os principais efeitos, os outros serão discutidos ao longo do texto.

### **1.1.3 – Origem Da Financeirização**

Os primeiros indícios de financeirização se observam nos Estados Unidos da América, a partir do final dos anos 60, com o fim do sistema de Bretton Woods. O governo norte-americano, influenciado pela evolução acadêmica e doutrinária, adota medidas que ampliam o espaço supranacional de circulação do capital monetário, e

*“com o aumento na relevância do fluxo de capital global nos Estados Unidos aparece em simultâneo um declínio da participação dos bancos comerciais americanos nos ativos das instituições financeiras operantes neste país. A partir de então, os fluxos internacionais de capitais passam a ter um papel importante na determinação do comportamento da economia global, levando também, a uma elevação na concorrência do setor bancário, o que direciona os bancos a novas áreas de atividade e a novas áreas de atuação geográfica.” (BRUNO, 2009, p.6)*

Os capitais passaram a circular entre os países, e em maior volume. As possibilidades de alocação se multiplicaram e foram desenvolvidas.

### **1.1.4 – O Caso Brasileiro**

O Brasil começa a sofrer influência desse processo ainda na década de sessenta, com a reforma financeira (1964-67) e a criação de um sistema de mercado de capitais. Contudo o processo só se conclui na década de noventa com a adoção das políticas econômicas propostas no que é conhecido como Consenso de Washington, além da criação do Plano Real e a adoção do regime de metas de inflação em 1999.

*“Dentre as diversas propostas implementadas, uma estabelecia o aprofundamento da abertura econômica, ou seja, uma elevação do coeficiente de abertura (soma de exportações e importações, em relação ao PIB). Tal medida seria obtida graças a uma redução drástica dos tributos sobre o comércio exterior, a cortes nos subsídios e a uma eliminação das medidas protecionistas não tarifárias, além do fim de restrições existentes à livre circulação de capitais.” (SALAMA e KLIASS, 2008, p.1)*

O fim das restrições à livre circulação de capitais pode ser visto como a conclusão do processo de liberalização financeira, a partir do qual capitais internacionais teriam livre acesso ao mercado de capitais brasileiro. Isso coloca o país em situação de fragilidade aos movimentos internacionais e não por coincidência o Brasil sofre três ataques especulativos na segunda metade da década de noventa: 1995, 1997 e 1998-9.

A partir de então, estão reunidas as condições necessárias ao processo de financeirização e a conseqüente mudança de regime para um regime de acumulação dominado pelas finanças.

## **1.2 – A VISÃO ORTODOXA**

A teoria econômica convencional sempre se mostrou favorável ao fenômeno da financeirização. O argumento mais tradicional e divulgado tem como maiores defensores Arrow e Debreu (1954), que analisam o tema sob uma ótica macroeconômica, precedido nesse texto pelo argumento de Jensen e Meckling (1976), que concentram os esforços na compreensão do funcionamento da empresa e sua administração, constituindo uma abordagem microeconômica.

### **1.2.1 – Análise Microeconômica: o comportamento do administrador**

Encampado por Jensen e Meckling (1976) vem o argumento que analisa o comportamento do administrador e a governança corporativa. Para estes a financeirização teria um importante papel na interação entre firmas e mercados financeiros. O grande desafio seria conseguir alinhar os interesses do administrador com os dos acionistas, tendo em mente que o único interesse de um acionista é obter maiores retornos para suas ações.

Um administrador tradicional, por se tratar de uma pessoa com relações pessoais com a empresa, poderia ser influenciado por outros desejos. Por exemplo, um administrador poderia ter como objetivo fazer com que a empresa fosse a maior do setor, mesmo que isso causasse uma redução na lucratividade, ou visar ter o melhor

produto no mercado ou até mesmo ter uma competição pessoal com outro administrador de outra empresa, ou seja, questões relacionadas ao prestígio da função administradora.

Com essas aspirações, o resultado tende mais para o crescimento do que para a distribuição de lucros. Ou ainda, o administrador poderia ter objetivos de lucratividade, mas num prazo mais longo, e sob esse aspecto os objetivos, ainda que racionais, podem ser outros: o crescimento da firma, aumento da parcela de mercado para exercer maior pressão sobre competidores, fornecedores e trabalhadores.

A tendência é que a financeirização, via governança corporativa, segundo autores de linhagem ortodoxa, crie as condições para a minimização da assimetria de informação existente entre a gestão e os detentores da propriedade ou de interesses relevantes, de forma a permitir uma monitorização tão próxima quanto possível da associação dos objetivos da gestão àquela dos *shareholders*: maximização dos lucros. Essa monitoração teria foco nos resultados apresentados nos balancetes, ou seja, no curtíssimo prazo e, ao menor sinal de piora os *shareholders* se mobilizariam para prover as mudanças necessárias para reverter esse quadro. Para isso foram desenvolvidos diversos mecanismos de governança corporativa como: salário baseado na valorização das ações, salários em *stock options*, entre outros.

### **1.2.2 – Análise Macroeconômica: efeitos gerais da financeirização**

O argumento básico promovido por Arrow e Debreu (1954) seria que mercados financeiros bem desenvolvidos seriam mais capazes de promover eficiência alocativa. Quanto maior fosse o escopo dos mercados financeiros melhor distribuídos seriam os recursos disponíveis. O sistema financeiro teria capacidade de realocar com velocidade ativos imobilizados e alocados com ineficiência, ao mesmo tempo em que funcionaria como uma alternativa para empresas com escassez de recursos.

Mais além, os instrumentos financeiros funcionariam como ferramentas para melhor precificar a economia, calcular resultados futuros, prever cenários para melhor alocar recursos no presente e ajudar os agentes a escolher o portfólio que provê melhores ganhos, além de melhor cobertura contra riscos. Um mercado financeiro desenvolvido, em resumo, produz informações *ex ante* para a alocação de recursos.

### **1.3 - A VISÃO HETERODOXA**

Os economistas de orientação heterodoxa, em sua grande maioria, analisam a financeirização como um fenômeno que traz efeitos negativos para o bom funcionamento da economia, a serem analisados a seguir.

#### **1.3.1 – Análise Microeconômica: o comportamento do aplicador e do administrador**

A análise microeconômica da financeirização de viés heterodoxo se apoia na análise do comportamento do aplicador do mercado financeiro e nas ineficiências trazidas pela governança corporativa, assim como na insuficiência de instrumentos econômicos de previsão e precificação.

Palley (2007) afirma, em contraposição à teoria neoclássica, que o aplicador financeiro não necessariamente direciona seus ativos para para as empresas que apresentaram maior lucratividade no futuro. Por exemplo, com base na teoria de expectativas racionais, ele cita a possibilidade de participantes do mercado entrarem racionalmente numa bolha especulativa, desde de que haja expectativas de aumento nos preços. Ou ainda, agentes que demandem ativos específicos com base na liquidez. Esses comportamentos são ineficientes do ponto de vista econômico e desconectados da lógica produtiva, mas racionais do ponto de vista individual.

A governança corporativa, na visão de Guttman (2008), ao contrário do que diz a linhagem ortodoxa de economia, traz consequências negativas para o crescimento econômico. Numa situação de gestão por governança corporativa, os acionistas:

*“utilizam o direito de propriedade para impor uma lógica financeira arraigada em rendimentos trimestrais por ação como indicador de desempenho, uma lógica que permeia as diretorias e normas de governança corporativas. Sujeitados desta maneira à pressão intensa do mercado, os gerentes priorizam os resultados de curto prazo em vez de atividades de longo prazo, que seriam muito mais produtivas para o crescimento, como pesquisa e desenvolvimento, renovação de fábricas e equipamentos, capacitação técnica da força de trabalho e cultivo de relações duradouras com os fornecedores. As fusões e*

*aquisições são o método predileto em detrimento do investimento em recursos adicionais e novos de maior produção.” (GUTTMANN, 2008, p13)*

As variáveis chave se tornam o preço das ações e os dividendos distribuídos. O comportamento do administrador passa de *retain and invest* para *downsize and distribute*, o que pode gerar perda de escala e posições excessivamente conservadoras nas empresas.

Ainda para Palley (2007) as atividades do mercado financeiro podem ter efeitos nefastos para a sociedade quando a insuficiência dos mecanismos de precificação e previsão econômicas gera decisões tomadas com base em informações incompletas.

*“financial market activity can be socially wasteful if the activity is the result of divergent subjectively held beliefs, making it more akin to betting at a racecourse than productive investment. In that case the race uses valuable economic resources but produces nothing.” (PALLEY, 2007, p.6)*

Seria o mesmo dizer que informações incompletas se aproximam de informações erradas, ou, no mínimo, aleatórias. E sendo uma informação errada, ou aleatória, as decisões tomadas com base nela podem ser contraproducentes. Seria o mesmo que não utilizar informação alguma.

Assim, estes argumentos demonstram a clara possibilidade de os agentes financeiros tomarem suas decisões numa direção diferente da eficiência econômica, aquela que direciona a economia para o crescimento. A busca por ganhos não necessariamente aponta para a direção do ponto ótimo para o crescimento, inclusive no mercado financeiro.

### **1.3.2 - Análise Macroeconômica: crescimento, salários e distribuição de renda**

Apesar dos efeitos da financeirização difundidos pela teoria neoclássica, a visão heterodoxa se estrutura na direção contrária. As economias que se financeirizaram demonstraram forte redução na dinâmica de crescimento econômico, acompanhada de uma estagnação no nível de salários. O mercado financeiro passa a ser uma fonte de renda por si só e passa a competir, em termos de rentabilidade, com o setor real da



economia (BRUNO, 2008). Isso se observa em qualquer economia que se torne financeirizada.

O funcionamento do mercado financeiro não necessariamente está conectado com a atividade produtiva (como vimos na subsecção anterior) o que permite constantes ganhos em tal mercado, mesmo que o setor encontre-se estagnado ou até mesmo em retração. Pondo em termos mais precisos, é possível que a taxa de lucro bruto macroeconômico continue aumentando sem que a taxa de acumulação de capital fixo produtivo acompanhe esse movimento (BRUNO, 2009). Isso evidencia o descolamento entre a dinâmica financeira e a dinâmica produtiva. Os lucros continuam sendo auferidos, mas sem uma justificativa produtiva.

O resultado prático dessa situação é que os membros da sociedade que não possuem capital e dependem de remuneração produtiva, os trabalhadores, tendo em mente a divisão de classes, tornam-se submetidos à dinâmica do mercado financeiro. Como o interesse por investimentos produtivos reduz-se bastante com a competição alocativa do mercado financeiro, o crescimento econômico, as novas contratações e o nível de salário se vêm estagnados. Depreende-se daí que a distribuição de renda piora levando a economia ainda mais para um ponto onde as distorções sejam grandes e indesejáveis (STOCKHAMMER, 2004).

#### **1.4 – BALANÇO CONCLUSIVO**

Ao confrontar as duas abordagens anteriormente expostas, nota-se que estas caminham em direções diametralmente opostas. Enquanto uma, a abordagem ortodoxa, enaltece a financeirização como algo importante para o desenvolvimento econômico no sentido da eficiência alocativa, a outra, a abordagem heterodoxa, ressalta seus problemas analisando principalmente os resultados globais da economia e os diferentes ganhadores e perdedores do processo.

A abordagem neoclássica-ortodoxa se utiliza de um instrumental teórico que resulta numa análise incompleta, onde não se consideram diversos aspectos. A análise é feita tentando naturalizar comportamentos e situações que nem sempre se observam,

fazendo com que o resultado não comporte as complexidades da realidade. Trata-se de uma análise simplista de pouco valor prático.

A abordagem heterodoxa por outro lado presta-se a tentar incluir a diversidade de comportamentos e situações, bem como a analisar os resultados observáveis na realidade. A inclusão do conflito distributivo de classes na análise proporciona uma abordagem mais qualificada, pois abarca as diferentes funções exercidas por seus representantes, bem como seus diferentes interesses e possibilidades. O trabalhador desdotado de capital não pode fazer parte de um mercado financeiro e de suas vantagens, e assim se insere de forma diferente no sistema econômico.

No capítulo seguinte serão analisadas as especificidades do caso brasileiro e melhor desenvolvidos os mecanismos da financeirização.

## **CAPÍTULO 2 – CARACTERÍSTICAS DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL: TRAJETÓRIA E ESPECIFICIDADES DO CASO BRASILEIRO.**

“As finanças são importantes e instáveis demais para serem deixadas nas mãos dos banqueiros”  
Robert Guttman

O primeiro país a iniciar o processo de financeirização foi os Estados Unidos da América, na década de sessenta. Para tanto, as outras experiências de financeirização são sempre comparadas com a deste país, para que sejam ressaltadas as diferenças e semelhanças, e as possíveis diferenças de desempenho. A transformação num regime financeirizado, no caso estadunidense, obteve relativo sucesso em um período específico, sendo talvez o principal responsável para o crescimento pelo qual passou este país na década de noventa. A situação brasileira, no entanto, parece ser diferente. A década de noventa e o começo dos anos 2000 foram marcados por taxas de crescimento bastante baixas se comparadas às médias históricas do país, precisamente no momento em que se consolidou o regime financeirizado. Assim, será preciso analisar as particularidades do caso brasileiro, incluindo o histórico da evolução do sistema financeiro nacional, para então encontrar as razões para essa redução nas taxas de crescimento.

### **2.1 – A TRAJETÓRIA E REFORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: DE 1964 A 1999.**

#### **2.1.1 – A década de 60.**

Na década de sessenta foi identificada uma deficiência de fontes de financiamento de longo prazo no sistema financeiro nacional. Com esse objetivo foi efetuada uma reforma, entre os anos de 1964 e 1967, com a finalidade de: facilitar a entrada de empresas privadas no mercado de capitais; incentivar a criação de um mercado de ações que funcionasse como fonte de capitalização para as empresas e possibilitar a participação do financiamento externo no sistema financeiro nacional, o que aumentaria a competitividade nesse setor. Uma série de leis foi editada na segunda

metade da década de sessenta visando alcançar esses objetivos. Assim foi regulamentado o sistema financeiro brasileiro, no qual foram estabelecidas suas instituições e funções específicas, que podem ser observadas no quadro 1. O sistema financeiro instituído foi baseado no modelo norte-americano e os diferentes tipos de instituições foram delimitados e restritos às funções específicas para os quais foram concebidos com regulamentações também específicas. As novidades foram as figuras do banco de investimento e das corretoras de ações, que tinham como funções, respectivamente, prover financiamento de longo prazo e gerir o mercado de ações.

**Quadro 1 – Sistema Financeiro Nacional de Acordo com As Reformas de 1964-1967.**

Instituições	Área de Operação
CMN - Conselho Monetário Nacional	Criado em 1964, funções normativas e reguladoras no sistema financeiro
BACEN - Banco Central do Brasil	Criado em 1964, como executor de política monetária
BB - Banco do Brasil	Banco comercial estatal financiador dos setores de agricultura e exportação
Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico	Criado em 1952 para operar com financiamento seletivo de longo prazo para setores de infra-estrutura e industrial
Bancos regionais de Desenvolvimento	Similar ao BNDE, mas opera regionalmente
Bancos Comerciais	Empréstimos de longo e curto prazo
Bancos de Investimento	Regulamentado em 1966, com a principal função de ofertar crédito de longo prazo e efetuar as operações de subscrição
Empresas de crédito, investimento e financiamento	Crédito ao consumidor
Sistema de Financiamento Habitacional	Criado em 1964, formado por: Banco Nacional de Habitação (BNH), Caixa Econômica Federal (CEF) e bancos estatais de poupança
Empresas de Corretagem	Mercados primário e secundário de ações.

Fonte: Herman (2002, p. 5)

Apesar da intenção de fomentar a criação de novas instituições voltadas para atividades específicas, o contexto macroeconômico do período, com altas taxas de crescimento (“milagre econômico”) e altas taxas de inflação, condicionou o funcionamento das instituições financeiras. Ao mesmo tempo em que o crescimento econômico oferecia oportunidades de lucros, o cenário inflacionário, no qual as

projeções e análises de períodos futuros se tornam precárias, levava os bancos a concentrarem suas operações no curto prazo. Os bancos maiores, com maior capacidade operacional, dominavam as oportunidades do mercado, se fortalecendo e, posteriormente, incorporando as instituições menores. Assim, houve uma concentração do sistema financeiro e o predomínio de operações de curto prazo. Do mesmo modo, os bancos de investimento que surgiram no período não funcionavam como fonte ou mediadores de financiamento de longo prazo, apenas forneciam capital de giro para as empresas, operando, portanto, principalmente no curto prazo. Além disso, o mercado de ações não se consolidou como uma fonte alternativa relevante de capitalização: até o fim dos anos oitenta, a venda primária de ações e os títulos corporativos representavam, em média, menos de 2,5% do total do investimento agregado (HERMAN, 2002).

Assim, mesmo com a conjuntura extremamente favorável do chamado “milagre econômico”, o mercado de ações e os bancos privados não conseguiram exercer um papel relevante para o financiamento de longo prazo. Essa função foi exercida principalmente através do financiamento público, via BNDE (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico fundado em 1952, que mais tarde em 1982 tornou-se Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), e por empréstimos estrangeiros, o que acarretou no aumento do endividamento público interno e externo. A estrutura do sistema financeiro brasileiro pouco se alterou. O principal efeito das reformas foi o fortalecimento dos bancos comerciais, sem que isso alterasse o foco no crédito de curto prazo.

### **2.1.2 – A estratégia da primeira metade da década de 80.**

O fortalecimento dos bancos privados nas décadas anteriores não se converteu em uma formação de um sistema de crédito privado. As condições conjunturais se reverteram na década de oitenta e tornaram-se uma nova barreira para os investimentos de longo prazo. Houve uma redução da liquidez internacional resultante das crises do petróleo (1973 e 1979) e do aumento da taxa de juros nos EUA (1979); assim como uma disparada das taxas de inflação e crescente endividamento externo (HERMAN, 2002)

Mas, por outro lado, surgiu uma nova oportunidade de lucros de curto prazo para o sistema bancário brasileiro. O governo enfrentava, devido à redução das receitas de

impostos em períodos de baixo crescimento, déficits sistemáticos e, paralelamente, oferta restrita de financiamento resultante da conjuntura desfavorável. A crescente dívida externa era acompanhada de uma crescente dívida interna. Para refinar essas dívidas era preciso recorrer ao sistema bancário nacional, mesmo com piores condições de financiamento. Assim, o governo emitia títulos de curto prazo com taxas de juros cada vez mais altas, que eram comprados pelos bancos, e recomprava os títulos que venceriam (com juros antigos e, portanto, mais baixos) e que estavam “em excesso” no portfólio dos bancos, eliminando assim eventuais déficits de reserva monetária.

Esse mecanismo, chamado de “zeragem automática”, era uma alternativa lucrativa e quase sem risco para os bancos, que passaram a preferir alocar os recursos nessa alternativa, em detrimento de financiar o investimento produtivo de longo prazo, que era mais arriscado. Estes, por outro lado, evitavam “fugas de capitais”, muito comuns em economias em processo inflacionário acelerado, usando os títulos do governo, e evitando assim uma crise bancária sistêmica. Os bancos ofereciam possibilidades de depósitos indexados para mantê-los atrativos aos consumidores, que financiavam as aquisições de títulos do governo e, à medida que a inflação acelerava, as taxas de juros nominais passavam a ser indexadas à inflação esperada, e não mais à inflação passada, condição esta que mantinha os bancos protegidos contra riscos inflacionários. Para o governo, o resultado foi o aumento do endividamento interno e o refinanciamento do mesmo com juros cada vez mais altos – que, num círculo vicioso, mais tarde resultariam em um endividamento ainda maior (HERMAN, 2002).

Paralelamente, os conglomerados financeiros, que haviam se fortalecido durante a década de setenta, se tornaram, com a abertura trazida pela Lei das Sociedades por Ações de 1976, grandes holdings, com participação cada vez maior em setores não financeiros. Empresas de setores não financeiros, parte de grandes holdings, passaram a se autofinanciar através de seus “braços” financeiros, resultando num processo de desintermediação financeira.

Em suma, com as mudanças ocorridas na primeira metade da década de oitenta e como resultado da fragilidade macroeconômica do país no período, os títulos do governo assumiram uma participação expressiva no portfólio dos bancos, levando a uma drástica redução no fornecimento de crédito, seja ao investidor ou ao consumidor (ver tabela 1).

Ao mesmo tempo, a estratégia de autofinanciamento passou a ser relevante com a emergência das holdings e o endividamento público, tanto interno quanto externo, se acelera.

**Tabela 1 – Composição dos Ativos dos Bancos Comerciais**

<b>Bancos Comerciais - Composição dos Ativos</b>								
<b>1968-1997 - Média Anual</b>								
<b>Bancos Privados</b>								
<b>Itens Selecionados</b>	<b>1968-73</b>	<b>1974-80</b>	<b>1981-83</b>	<b>1984-86</b>	<b>1987-88</b>	<b>1989-92</b>	<b>1993-94</b>	<b>jun/97</b>
Disponível	7,4	5,5	2,2	0,9	0,4	0,5	0,4	0,5
Requerimentos de Reserva	12,7	10,4	5,3	7,6	3,2	7,7	3,3	2,0
Op. Inter-Bancárias	-	-	-	-	-	4,9	4,6	6,5
<b>Títulos Públicos</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>7,6</b>	<b>4,9</b>	<b>14,9</b>	<b>12,8</b>	<b>9,6</b>	<b>10,6</b>
Títulos Privados	1,9	3,6	3,1	4,4	18,8	6,3	11,5	2,3
- Renda Fixa	-	1,6	2,7	3,9	17,9	2,7	10,5	1,3
- Renda Variável	-	0,0	0,4	0,4	1,0	3,6	0,9	0,9
<b>Operações de Crédito</b>	<b>59,1</b>	<b>58,9</b>	<b>45,6</b>	<b>50,0</b>	<b>39,7</b>	<b>35,7</b>	<b>36,4</b>	<b>31,3</b>
Ativos Est. e Op. Com Câmbio	4,8	9,8	18,0	13,5	8,8	22,2	28,8	33,2
Ativos Fixos	6,5	5,6	10,6	12,0	10,5	9,5	8,0	6,3
Outras Op. De Curto Prazo	7,3	4,6	7,7	6,8	3,6	0,3	-2,6	7,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Segmento	51,0	42,7	45,3	42,9	9,4	9,4	5,6	6,1
<b>Bancos Públicos</b>								
<b>Itens Selecionados</b>	<b>1968-73</b>	<b>1974-80</b>	<b>1981-83</b>	<b>1984-86</b>	<b>1987-88</b>	<b>1989-92</b>	<b>1993-94</b>	<b>jun/97</b>
Disponível	6,7	4,2	1,5	0,5	0,4	0,4	4,2	2,3
Requerimentos de Reserva	6,6	5,0	2,8	4,1	3,3	9,6	5,6	7,7
Op. Inter-Bancárias	-	-	-	-	-	-0,5	6,0	2,3
<b>Títulos Públicos</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>6,6</b>	<b>16,4</b>	<b>15,5</b>	<b>18,9</b>
Títulos Privados	0,8	1,0	0,5	2,8	7,6	3,3	4,4	12,0
- Renda Fixa	-	0,2	0,3	2,5	6,9	1,4	2,1	11,2
- Renda Variável	-	0,0	0,1	0,3	0,7	1,9	2,2	0,8
<b>Operações de Crédito</b>	<b>75,0</b>	<b>74,6</b>	<b>76,3</b>	<b>72,0</b>	<b>69,9</b>	<b>45,9</b>	<b>43,9</b>	<b>36,5</b>
Ativos Est. e Op. Com Câmbio	2,2	4,6	5,2	6,5	3,6	6,0	8,5	4,8
Ativos Fixos	4,3	3,5	6,0	6,9	7,0	7,1	7,6	5,7
Outras Op. De Curto Prazo	2,0	4,4	2,9	3,5	1,7	11,7	4,4	9,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Segmento	22,0	22,4	20,4	19,9	11,6	5,1	0,7	8,0

Fonte: Herman (2002, p. 28), grifo nosso.

Nessa tabela, é possível observar que de 1984-1986 para 1987-1988, a proporção das operações de crédito no total de ativos dos bancos comerciais privados cai de 50% para 39,7%, uma perda de 10,3% de participação, enquanto os títulos públicos sobem de 4,9% para 14,9%, um ganho de 10,0%. A mudança na composição do portfólio foi quase que diretamente de operações de crédito para títulos públicos. O mesmo ocorre

também com os bancos comerciais públicos. A proporção de operações de crédito no total do ativo cai, enquanto a participação de títulos públicos sobe.

### **2.1.3 – A segunda metade da década de 80, os anos 90 e a consolidação do processo de financeirização: abertura, desregulamentação, baixa inflação e investidores institucionais.**

Nos anos noventa as condições conjunturais se alteram novamente, e se tornam bem mais favoráveis, no que tange a disponibilidade de recursos. O Plano Brady, lançado em 1989, reorganizou a securitização da dívida externa da América Latina, incluindo a do Brasil, e a liquidez internacional se restabeleceu com a queda das taxas de juros dos EUA. Internamente, e como condição para a securitização da dívida externa, foram adotadas políticas macroeconômicas ortodoxas, seguindo as orientações do chamado “Consenso de Washington”, com altas taxas de juros, minidesvalorizações cambiais diárias e controle estrito do gasto público. Assim, o Brasil se tornou mais atrativo aos fluxos de capitais, o que poderia ser uma solução para os problemas de endividamento externo e de dificuldade de financiamento.

Nesse contexto, foi feita mais uma rodada de alterações no sistema financeiro brasileiro de maneira a tornar o país ainda mais atraente e acessível a capitais externos. As principais mudanças institucionais, visando à abertura do mercado de capitais brasileiro, foram: a regulamentação da operação de poupadores não-residentes (resolução 1289 do Conselho Monetário Nacional, CMN de 1987); a regulamentação de fundos de capital estrangeiros relativos à dívida externa brasileira; a regulamentação da operação de investidores institucionais no mercado de capitais doméstico, incluindo incentivos através de isenção de impostos e autorização para a criação de fundos de privatização estrangeiros e a permissão da negociação de ações de empresas brasileira em mercados de capitais estrangeiros através dos chamados American Depositary Receipts (ADR) (anexo V da resolução 1289 do CMN de 1992).

No âmbito da política de flexibilização da regulamentação, ou política de desregulamentação, foi autorizada a criação de bancos múltiplos (Resolução 1524 do Banco Central de 1988), que na prática já existiam, mas operavam nas brechas do sistema que vigia. Em apenas um ano com a nova regulamentação (1989) foram



formados 113 bancos múltiplos. Outra medida importante foi a mudança no critério de análise que permitia a abertura de novas instituições financeiras. Até 1988 os critérios eram puramente burocráticos e, então, passaram a ser estritamente técnicos, como requisitos de capacidade administrativa e capital inicial. Em 2000, a Resolução 2689 eliminou a definição de diferentes segmentos de mercado para investimentos estrangeiros no Brasil. Com a nova resolução, transferências entre segmentos poderiam ocorrer livremente. E, por último, o procedimento burocrático da CVM, que autorizava investimentos estrangeiros, foi reduzido a uma simples declaração de investimento, o que fez com que o tempo necessário para a realização de um investimento fosse reduzido de até dois meses para apenas dois dias.

As medidas tomadas rapidamente apresentaram resultados. No começo dos anos noventa, a participação de ativos estrangeiros e de operações de câmbio no total de ativos dos bancos comerciais privados alcançou a taxa de 22,2% (média para o período 1989-1992), que seria o valor mais alto observado até então, frente a 8,8% para o período anterior (1987-1988) e continuou crescendo ao longo da década, chegando a atingir 33,2% em junho de 1997 (ver tabela 1). O capital internacional passou a representar uma parcela expressiva do sistema financeiro brasileiro, constituindo uma importante nova fonte de recursos para resolver os problemas de dificuldade de financiamento e escassez de recursos. Mas, ao mesmo tempo, tornou o país mais sensível às flutuações internacionais.

Outro marco (talvez o grande marco) da década de 90 foi a criação do Plano Real. O Plano Real resolveu, mesmo que parcialmente, o problema da indexação da economia brasileira e, com isso, reduziu fortemente as taxas de inflação no país. Mas, para isso, criou um sistema de ancoragem cambial, que visava manter os preços de bens importados baixos e dependia da manutenção da moeda nacional valorizada (CASTRO, 2005). Ataques especulativos se aproveitaram da abertura e sensibilidade do mercado brasileiro, e tornaram inviável a âncora cambial, que foi substituída em 1999 pelo regime de metas de inflação. Nesse regime a taxa básica de juros (SELIC) é variável chave no combate à inflação, que deve ser mantida dentro de uma banda estabelecida anualmente pelo Banco Central. Assim, a SELIC é elevada sempre que existir a possibilidade de aceleração da inflação (GIAMBIAGI, 2005).

O resultado desse regime é que a SELIC se mantém num patamar muito elevado, se comparado com outros países. Isso traz implicações para o nível de atividade, que se retrai, e para o câmbio, que se torna sobrevalorizado, já que sendo a taxa básica de juros interna muito superior à dos demais países, há um grande fluxo de entrada de capitais, que pressionam a valorização da moeda nacional (diferencial de juros). A constante tendência de valorização do real traz à mesa mais uma possibilidade de lucros: as operações com câmbio.

As mudanças da década de 90 trouxeram, portanto, as seguintes características para o sistema financeiro brasileiro: abertura para investidores estrangeiros, desregulamentação, estabilidade de preços, tendência de valorização do câmbio e altas taxas de juros.

#### **2.1.4 – As características do sistema financeiro brasileiro hoje**

Com a instituição do regime de metas de inflação se conclui o processo de alterações (pelo menos as principais) e chegamos ao sistema financeiro que opera atualmente. Esse sistema é marcado pela presença de grandes bancos (consequência da alta concentração ocorrida na década de 70), grande participação dos títulos públicos no portfólio dos bancos privados (resultado do mecanismo de zeragem automática dos anos 80), altas taxas de autofinanciamento das empresas não-financeiras (via *holdings*), grande participação de agentes externos (resultado da desregulamentação dos anos 90) e baixa participação de operações de crédito no total de ativos dos bancos privados, além de uma característica “curto-prazista”.

A aversão dos bancos às operações de crédito, principalmente de longo-prazo, vem do histórico inflacionário do país, mas também é resultado da existência de alternativas mais rentáveis e de menos risco, como aplicações em títulos da dívida pública e operações cambiais. O financiamento de longo-prazo, apesar de todas as tentativas, se manteve muito dependente da esfera pública. O BNDES foi e continua sendo a principal instituição a fornecer financiamento de longo-prazo no país, apesar de sua trajetória não ter sido linear. Essas características trazem uma série de implicações para o funcionamento da economia, que serão analisadas mais cuidadosamente na próxima secção.

## **2.2 – INFLAÇÃO DE ATIVOS: FUNCIONAMENTO, EFEITOS E ESPECIFICIDADES SOBRE UMA ECONOMIA COM ALTA CONCENTRAÇÃO DE RENDA E RIQUEZA.**

### **2.2.1 – O Mecanismo de inflação de ativos**

Com a aceleração da financeirização no mundo, inquestionavelmente há um aumento da disponibilidade de recursos financeiros. Isso ocorre através de inovações financeiras, que possibilitam maior alavancagem, e da maior facilidade de circulação de recursos entre agentes, instituições e países. Nesse processo, há uma valorização nos ativos financeiros. Segundo COUTINHO e BELLUZZO (2007), o valor da massa de ativos financeiros saltou de US\$5 trilhões em 1980 para US\$35 trilhões em 1995, o que representaria um crescimento de aproximadamente 15% ao ano. Essa taxa de crescimento supera de longe o crescimento da produção e da acumulação de ativos fixos.

“Como, em última instância, os ativos financeiros representam direitos de propriedade sobre o capital em funções ou direitos sobre a renda por ele gerada, é inescapável concluir que ocorreu nos últimos anos uma notável inflação dos ativos financeiros.” (COUTINHO E BELLUZZO,2007, p. 1)

Isso significa que o preço dos ativos financeiros subiu numa velocidade maior do que os ativos reais que eles representam, o que gera nos detentores desses ativos uma percepção de enriquecimento.

“Assim, as empresas, bancos e também as famílias abastadas – através dos investidores institucionais – passaram a subordinar suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo “enriquecimento financeiro.” (COUTINHO E BELLUZZO,2007, p. 2)

Como a liquidez dos ativos financeiros numa economia financeirizada é altíssima - e, portanto, podem ser, a qualquer momento, convertidos em moeda ou em produtos - de fato ocorre enriquecimento. A possibilidade de consumo desses agentes aumenta relativamente e absolutamente, o que os torna mais ricos, na medida em que se entende riqueza como universo de possibilidades de consumo.

Com a percepção de que houve enriquecimento os agentes tendem a alterar suas decisões de consumo, apesar da renda corrente se manter a mesma, num fenômeno conhecido como “efeito riqueza”.

“Significa isto [...] que aumenta significativamente a possibilidade de endividamento por parte de grupos importantes de consumidores. Esta maior “alavancagem” dos gastos de consumo das famílias é permitida pela percepção dos consumidores (e dos bancos) de que sua riqueza aumentou por conta da capitalização acelerada dos ativos financeiros.”  
(COUTINHO E BELLUZZO,2007, p. 3)

Os consumidores, que por efeito da inflação de ativos agora estão mais “ricos”, utilizam seus ativos para lastrear a demanda por crédito, que possibilitará novas decisões de consumo, sem que os ativos em questão sejam convertidos em moeda. Com a perspectiva de valorização dos ativos financeiros, tendência esta relativamente constante desde a consolidação da financeirização, à exceção de períodos de crise, os consumidores tendem a elevar sua propensão marginal a consumir sobre a renda corrente. O nível de endividamento possível passa a ser calculado não mais sobre a renda corrente e sim sobre o valor e a valorização dos ativos financeiros que compõe a carteira do consumidor em questão. Assim, observa-se o aumento do serviço da dívida sobre a renda corrente, muito embora aquele se mantenha estável ou declinante quando comparado ao estoque de riqueza.

Por este caminho, a financeirização alcança o lado real da economia. Um aumento dos preços de ativos financeiros, que em geral baseia-se majoritariamente sobre expectativas, gera aumento no nível de consumo, e como o consumo é variável chave para as decisões de investimento, também este se vê alterado. A eficiência marginal do capital do setor produtor de bens de consumo se eleva, levando os empresários a aumentarem sua produção, que por sua vez resulta no aumento da demanda por bens de capital e assim por diante. O aumento do valor de mercado da empresa resultante da valorização do patrimônio líquido, também pode impactar o nível de investimento, porque torna possível um maior nível de endividamento. Esse aumento da capacidade de endividamento pode ser usado para o levantamento de recursos para a realização de investimentos.

Os efeitos do aumento do nível de investimento são amplamente conhecidos, discutidos por Kalecki e Keynes<sup>1</sup>, e trazem uma rede de resultados positivos para a economia como um todo. Portanto essa seria a forma na qual a evolução no circuito financeiro se conecta com o setor produtivo, afetando-o de forma benéfica.

Contudo, da mesma maneira que as expectativas positivas geraram um ambiente de valorização dos ativos, essas podem se reverter, gerando o efeito contrário. A valorização teve origem em fatores fictícios, não havia nada de concreto, pelo menos inicialmente, que lastreasse essa valorização. Quando um grupo de agentes tem a percepção de que o preço dos ativos financeiros está muito acima do que deveria, este começa a desfazer-se desses ativos, outros grupos começam a repetir esse movimento, e o preço dos ativos começa efetivamente a cair.

“A queda da eficiência marginal do capital promove uma redução imediata dos preços de demanda dos ativos de capital, tanto os financeiros como os instrumentais. Segue-se um declínio dos preços das ações e dos gastos de investimento, com posterior contração dos lucros e dos salários. O sistema bancário seria inevitavelmente afetado pela crise e procuraria recuperar o mais rapidamente possível o crédito estendido às empresas, recusando-se a rolar integralmente os passivos e seu serviço. Se não for induzido pela ação do Banco Central a abastecer a economia de liquidez adequada, o sistema bancário, em sua ação defensiva, determinará um agravamento brutal da crise, levando à deflação.”  
(COUTINHO E BELLUZZO, 2007, p. 4)

Da mesma forma que o ciclo de valorização se iniciou, via expectativas, ele se reverte. Mas, nesse processo de expansão e contração, os agentes econômicos são afetados de maneiras distintas. A próxima subseção tratará desse tema em maior profundidade.

---

<sup>1</sup> Keynes, assim como Kalecki, analisa com precisão a função do investimento numa economia capitalista. Não cabe ao escopo desse trabalho debruçar sobre essa questão. Para mais informações sobre o tema ver: CARVALHO, F., **Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos**, Pesquisa e Planejamento Econômico, Dezembro, 1988.

## 2.2.2 – Efeitos distributivos da valorização de ativos.

Com a reversão do ciclo, os efeitos positivos gerados são também revertidos. As conseqüências de uma crise são também amplamente estudadas, a exemplo dos efeitos gerados pelo aumento do nível de investimento<sup>2</sup>. Mas, há um aspecto do processo de estabilização pós-crise que precisa ser ressaltado. Em ambos os processos, de expansão e retração da economia, resultantes da inflação de ativos financeiros, há grupos que se aproveitam (no caso da expansão) e se protegem (no caso da retração) melhor. Numa economia financeirizada, em que predomine a governança corporativa, como visto na secção 1.2.1, o pagamento de dividendos a acionistas se torna prioridade:

“Temos presenciado um declínio constante da porção dos lucros retidos para reinvestimento e um aumento concomitante da porção de lucros pagos a acionistas na forma de dividendos. Os credores obtêm os seus pagamentos de juros e os intermediários financeiros, suas taxas e comissões. Somemos a isso os ganhos de capital e começaremos a perceber que os rendimentos financeiros aumentaram de forma contínua como parcela do total, obrigando os industriais a forçarem maiores lucros à custa da estagnação, muitas vezes com redução da parte salarial” (GUTTMANN, 2008, P.14)

Assim, os ganhos de um ciclo de crescimento são desigualmente distribuídos e se concentram mais nas mãos dos acionistas e agentes financeiros. Da mesma forma, os prejuízos de uma crise não são totalmente absorvidos pelas empresas e instituições financeiras, pela possibilidade de uma crise ainda maior no caso de uma quebra sistêmica. Os prejuízos são, portanto, socializados, seja via desemprego, seja pela atuação do Estado no auxílio às instituições com dificuldades financeiras, ou ambos.

Há assim:

“[...] um desequilíbrio intolerável e cada vez maior entre a privatização dos ganhos e a socialização das perdas, em que poucos colhem imensos benefícios para o próprio sucesso, enquanto todos os muitos pagam pelos erros daqueles” (GUTTMANN, 2008, p.30)”

---

<sup>2</sup> Não cabe a esse trabalho desenvolvê-las em profundidade. Para mais detalhes sobre as crise financeiras ver: BOYER R, DEHOVE M, PLIHON D, Les crises financiers, **Rapport du Conseil d'Analyse Economique**, La Documentation Française, 2004.

Observou-se nessa crise, que os bancos não tiveram tantas perdas assim, e seus lucros alcançaram novamente patamares recorde. Isso exemplifica a forma diferenciada em que diferentes agentes econômicos são afetados.

### **2.2.3 – A valorização de ativos financeiros no Brasil e a ausência do “efeito riqueza”**

No caso de uma economia com alta concentração de renda e riqueza, o caso do Brasil que tem Coeficiente de Gini 0,531 de (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios/IBGE, 2008), ocorre que apenas uma pequena parcela da população possui ativos financeiros. Nos EUA, membros da classe média, e até mesmo da classe baixa, possuem ativos financeiros, principalmente na forma de hipotecas, e se beneficiam com a valorização dos mesmos, podendo demandar mais crédito e consumir mais. No Brasil, o mesmo não ocorre. O sistema de hipotecas é muito insipiente. Apenas agentes de classes mais ricas, ou agentes estrangeiros, possuem ativos financeiros, que são principalmente ações e fundos. Com essa distinção, num ciclo de valorização dos ativos, apenas essa pequena parcela da população se beneficia do “efeito riqueza”. Mas, ocorre que esses agentes, por serem de classes ricas, possuem propensão marginal a consumir muito baixa, e assim, pouco alteram seu padrão de consumo como resultado do efeito riqueza e, quando o fazem, se concentram em bens de luxo que, em sua maioria, são produzidos fora do país. Nesse caso, o consumo não beneficia o produtor nacional e conseqüentemente não implicações para a dinâmica econômica interna.

O efeito sobre o consumo é, portanto, diferenciado. Não vai ter o mesmo impacto sobre a eficiência marginal do capital e, conseqüentemente, sobre investimento. Com essa condição, a valorização dos ativos financeiros não impacta o setor produtivo da economia, e os benefícios desta valorização ficam ainda mais restritos a uma minoria da população. O setor financeiro possui, nesse contexto, uma dinâmica própria, altamente independente do setor produtivo, e circunscrita ao próprio setor financeiro.

### **2.2.4- A valorização de ativos financeiros no Brasil e a deficiência do sistema de crédito.**

Outro efeito da inflação de ativos que poderia ter impactos sobre consumo e investimento seria o aumento do crédito. Com maior disponibilidade de recursos, menores exigências institucionais, inovações financeiras e alto nível de alavancagem, a tendência é que as instituições financeiras disponibilizem maiores somas de recursos voltadas para crédito. Com maior oferta de crédito, consumidores e empreendedores poderiam ter maiores possibilidades de consumo e investimento, respectivamente, e assim impactar, por outra via o setor produtivo da economia. Ocorre que, como analisamos anteriormente nesse capítulo, o foco das instituições financeiras privadas brasileiras não é o fornecimento de crédito, principalmente quando se fala em crédito de longo prazo. Se não há crédito para o longo-prazo

O sistema financeiro brasileiro é marcado por altas taxas básicas de juros, como resultado do Plano Real e do regime de metas de inflação, que proporcionam oportunidade de altos lucros com baixo risco para quem optar por alocar recursos em títulos da dívida pública. Isso por si só já significaria um custo de oportunidade para aqueles que optarem por ofertar crédito. Além disso, o spread bancário no Brasil é cronicamente bastante elevado. Segundo dados de Oreiro, Paula, Ono, e Silva,(2006), em 1994 o spread cobrado no Brasil era de 120% ao ano, sendo oito vezes maior que o país com a segunda maior taxa dentre os selecionados. Desde 2003, a taxa se estabilizou próxima a 40% ao ano, mas continua sendo a maior entre os países selecionados e o triplo do país com a segunda maior taxa. Sendo assim, a opção pelo crédito no Brasil não é muito utilizada e, nos casos de investimentos de longo prazo, ela se torna inviável, pelo seu custo elevadíssimo. Nota-se a deficiência do crédito no sistema financeiro brasileiro quando atenta-se para sua proporção no PIB, que em dezembro de 2009 foi de 45%, frente a 120% nos países do G7, segundo dados do Banco Central.

No caso norte-americano, o fornecimento de crédito realmente foi favorecido pelo advento da financeirização, trazendo efeitos concretos para a economia. No Brasil, esse efeito ocorre em intensidade pouco representativa. Quando fornecido, o crédito no Brasil é, em geral, de curto prazo (para consumo ou capital de giro) e com taxas de juros muito elevadas. Esse crédito pode até beneficiar o nível de consumo, porém é preciso dizer que ocorre de maneira residual, mas pode causar empobrecimento da população e aumento da inadimplência como resultado do alto custo dessa operação.



## 2.3 – BALANÇO CONCLUSIVO

Viu-se então, que a trajetória evolutiva do sistema financeiro brasileiro não foi uniforme, em períodos diferentes mudanças diferentes foram efetuadas. As reformas foram se sobrepondo, com objetivos diferenciados, mas nem sempre alcançavam esses objetivos, e, por vezes, os resultados eram opostos ao esperado. Esse tipo de evolução fez com que o sistema em si tivesse também características muito particulares, que implicam conseqüências para o funcionamento da economia como um todo. Os juros altos, o baixo nível de crédito, o sistema bancário concentrado, todos esses aspectos têm implicações na economia brasileira e, somados às características não estritamente econômicas do país, como as sociais, o resultado final é um ordenamento econômico muito particular, que precisa ser operado e avaliado tendo em mente tais particularidades.

A financeirização no Brasil é bem menos funcional para a produção de bens e serviços que em outros países. As conexões com o setor produtivo, como via efeito riqueza ou aumento no fornecimento de crédito, não ocorrem de forma relevante. Isso faz com que o setor financeiro seja bem mais independente, aqui do que em outros países, do que é real na economia. A “ciranda financeira” acontece tendo poucas implicações diretas para a produção de bens e serviços, apenas funciona como uma fonte impressionante de lucros que atrai o interesse dos agentes econômicos, tornando, por conseqüência, a produção de bens e a prestação de serviços menos interessantes.

O capítulo 3 será dedicado à busca de evidências empíricas que respaldem, ou contradigam, tudo o que foi dito até agora. Será feito um diagnóstico empírico do funcionamento da economia brasileira.

## **CAPÍTULO 3 – A ECONOMIA BRASILEIRA: FATOS ESTILIZADOS**

O presente texto discutiu, nos capítulos anteriores, diversas hipóteses sobre o funcionamento da economia brasileira ao longo da história. Cabe a esse capítulo construir uma base empírica que dê sustentação a essas hipóteses, procurando identificar padrões. A principal hipótese deste trabalho é a da financeirização da economia brasileira e suas conseqüências para o crescimento econômico. Como hipóteses secundárias, temos as características mais particulares do caso brasileiro, como a ausência de efeito riqueza e deficiência do sistema de crédito. Dessa maneira, o capítulo se inicia por sustentar a idéia de financeirização no Brasil para posteriormente delinear as características específicas do modelo brasileiro.

### **3.1 – DESCOLAMENTO ENTRE LUCRO E ACUMULAÇÃO. OS TRÊS PERÍODOS: 1966-1980, 1980-1994, 1994-2003 e 2004-2008**

Uma primeira evidência do início de um regime financeirizado, seguindo a definição de Epstein contida no capítulo 1, seria uma evolução independente da taxa de lucro macroeconômico e da taxa de acumulação.

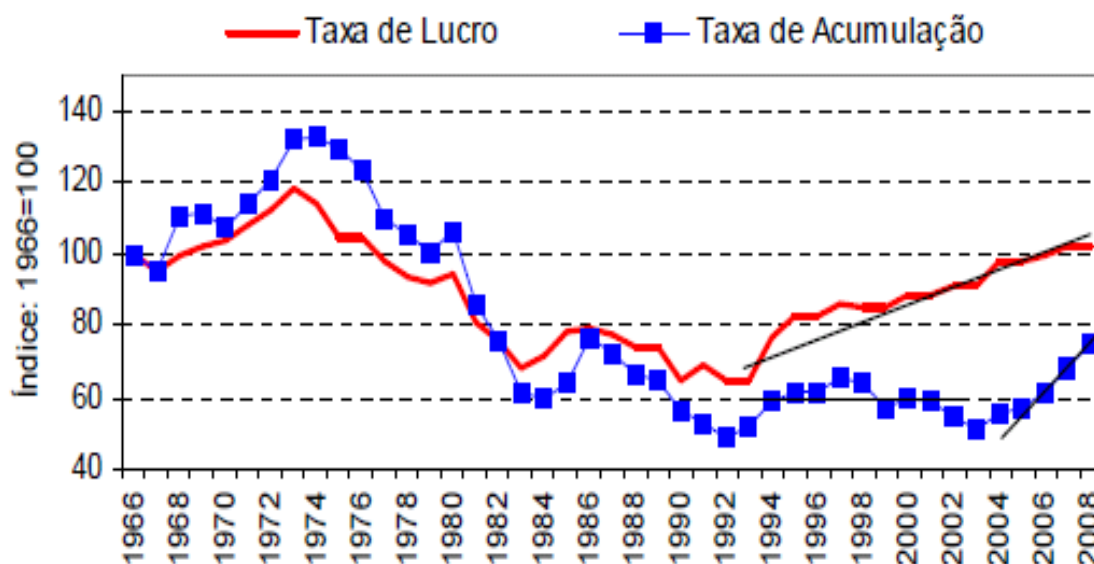
#### **3.1.1 – 1966 a 1980: “Milagre Econômico” e evolução conjunta das taxas de lucro e acumulação.**

Num regime onde as finanças não tenham assumido importância relativa significativa a taxa de lucro deve evoluir perseguindo a taxa de acumulação, já que a forma de aumentar a taxa de lucro, do ponto de vista microeconômico, é exatamente elevar o nível de acumulação para obter maior lucratividade. Os agentes, portanto, que perseguem maiores taxas de lucro (ou taxa de lucro esperadas), aumentam o volume de investimentos, para assim alcançarem seu objetivo. Agregando esse comportamento, chega-se à idéia que taxa de lucro e taxa de acumulação evoluem compartilhando trajetórias similares.

Contudo, quando as finanças, independente da forma específica que essas assumirem, se apresentam como fonte alternativa de lucro, o aumento da taxa de acumulação deixa de ser condição necessária para uma maior taxa de lucro. Com base

no que foi dito na secção 2.2, nota-se que o mecanismo de inflação de ativos possibilita que haja valorização constante dos ativos financeiros sem nenhuma conexão com o setor produtivo, e então, a taxa de acumulação e a taxa de lucro se descolam.

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



FONTE: BRUNO 2009

Como se pode observar, no gráfico 1, no período de 1966 a 1980, taxa de lucro e taxa de acumulação (aqui vista como taxa de acumulação de capital fixo produtivo) apresentam comportamento bastante correlacionado, tendo inclusive a taxa de acumulação sempre em níveis superiores à taxa de lucro. Esse período corresponde ao período de industrialização por substituição de importações (ou período do milagre econômico), em que os investimentos eram motivados por maiores taxas de lucro posteriores e, que os economistas da escola da regulação chamariam de crescimento guiado pelo lucro, ou *profit-led growth* (BRUNO, 2005). A dinâmica de acumulação seria determinada pela evolução da taxa de lucro.

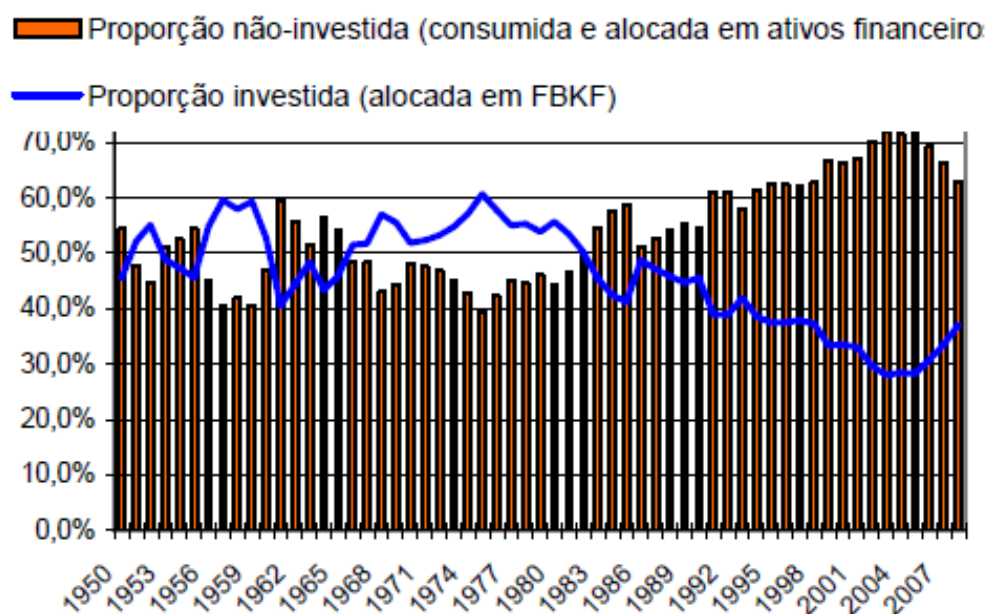
### 3.1.2 – 1980 a 1994: crise dos juros 1979 e queda da taxa de acumulação.

Já a partir de 1980, o período é marcado pelo esgotamento da modelo de industrialização por substituição de importações e pela elevação dos juros norte-

americanos em 1979, que alterou as condições de financiamento da dívida pública brasileira. Nesse período foi instituído o “mecanismo de zeragem automática”, no qual os bancos nacionais compravam os títulos da dívida pública a taxas de juros cada vez mais elevadas, como foi descrito mais detalhadamente na subsecção 2.1.2. Esse foi um primeiro passo em direção à financeirização. Instituições financeiras puderam lucrar se apoiando na dívida pública, e conseqüentemente de forma independente do desempenho econômico do país. Outras operações financeiras que não fossem baseadas na dívida pública não eram muito viáveis, pois a taxa de inflação se acelerava ano após anos, tornando difíceis os cálculos intertemporais.

Essas hipóteses são confirmadas pelo gráfico 1, onde observa-se que a partir de 1980, a taxa de acumulação declina, e numa velocidade muito superior à taxa de lucro, o que faz com que a taxa de lucro fique num patamar superior à taxa de acumulação. Foi possível nesse período obter lucros sem investir.

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



Fonte: BRUNO (2009)

O gráfico 2 mostra a alocação do lucro bruto macroeconômico. A alocação é dividida entre a proporção investida (aqui representada pela Formação Bruta de Capital Fixo) e a proporção não investida, que é composta pelo consumo e pela aplicação em ativos financeiros. A partir de 1980, a parcela do lucro bruto macroeconômico investida

passa a declinar, enquanto a parcela não investida aumenta. Pode-se dizer que há um declínio tendencial da proporção do lucro macroeconômico alocada em ativos fixos (BRUNO, 2009). Isso indica a como foi possível obter lucros sem que a taxa de acumulação aumentasse. Bastou aumentar a parcela dos lucros aplicada em ativos financeiros, como nota-se no gráfico 2, para assim obter mais lucros no período seguinte. A esfera financeira torna-se, efetivamente, uma fonte alternativa de lucros.

No entanto, pode-se dizer que a financeirização nesse período foi incipiente, pois a taxa de lucro apresenta um comportamento errático (como é observável no gráfico 1), sem que se acelerasse constantemente, constituindo uma legítima inflação de ativos financeiros (COUTINHO E BELLUZZO, 2007). Esse fato é, possivelmente, consequência do ambiente inflacionário da época, que dificultava a disseminação das atividades financeiras para além dos títulos da dívida pública, e da estrutura regulatória, ainda bastante limitadora. Esse período foi marcado por uma financeirização instável.

### **3.1.3 – 1994 a 2003: estabilização e consolidação da financeirização**

Em 1994, a inflação se estabilizou num patamar baixo, a regulamentação havia sido afrouxada e os investidores estrangeiros tinham carta branca para atuarem no país, além das expectativas sobre a América Latina terem se tornado melhores, como foi descrito na secção 2.1.3. Os títulos públicos continuaram, e continuam, sendo uma excelente fonte de lucros, mas com a moeda estabilizada novas oportunidades no setor financeiro surgiram. A entrada de capitais estrangeiros contribuiu para a intensificação do processo de modernização do setor financeiro, que a partir de então, passa a fazer parte, definitivamente, do mercado de capitais global.

Com essas condições, pode-se dizer que o processo de financeirização se concluiu. Todas as pré-condições passaram a estar estabelecidas e os agentes do sistema financeiro passam a operar com maior liberdade e autonomia. Isso se reflete no gráfico 1, onde nota-se que a taxa de lucro passa a crescer constantemente, a partir de 1994, e a taxa de acumulação não parece ser sensível a isso. Aqui se pode dizer que há um processo de inflação de ativos financeiros, onde o valor destes se acelera constantemente sem que a contrapartida física, a acumulação de capital, se acelere em

conjunto. Os lucros crescem baseados em atividades financeiras e a produção da economia como um todo se vê estagnada ou crescendo a um ritmo muito lento

Evidencia-se, assim, ainda mais destacadamente a dissociação entre lucro e acumulação, marcando a passagem para um novo regime, que os economistas da escola da regulação chamariam de regime de acumulação dominado pelas finanças, ou simplesmente um regime financeirizado. Nesse regime não há necessariamente uma tendência de evolução da acumulação, isso depende de condições conjunturais favoráveis. É diferente do regime de crescimento guiado pelo lucro, que tem na sua estrutura uma tendência endógena de evolução conjunta da acumulação e da taxa de lucro (STOCKHAMMER, 2007).

### **3.1.4 – 2004 a 2008: retomada do crescimento e da acumulação**

A partir de 2004, as taxa de crescimento do Brasil sofrem uma reversão e começam a se acelerar, em relação ao que vinham sendo desde a segunda metade da década de 80 (ver gráfico 4 adiante). No entanto, essa aceleração se deu devido a fatores externos à lógica de acumulação que predomina numa economia financeirizada. A taxa de acumulação volta a se acelerar, como se observa no gráfico 1, mas a uma velocidade completamente diferente da taxa de lucro. Essa recuperação da taxa de acumulação pode ser explicada por vários fatores, que serão analisados a seguir, mas não parece, a partir da leitura do gráfico, estar relacionada ao aumento da taxa de lucro. As inclinações são muito distintas e em períodos diferentes, com uma diferença de dez anos entre o início da inclinação em cada caso.

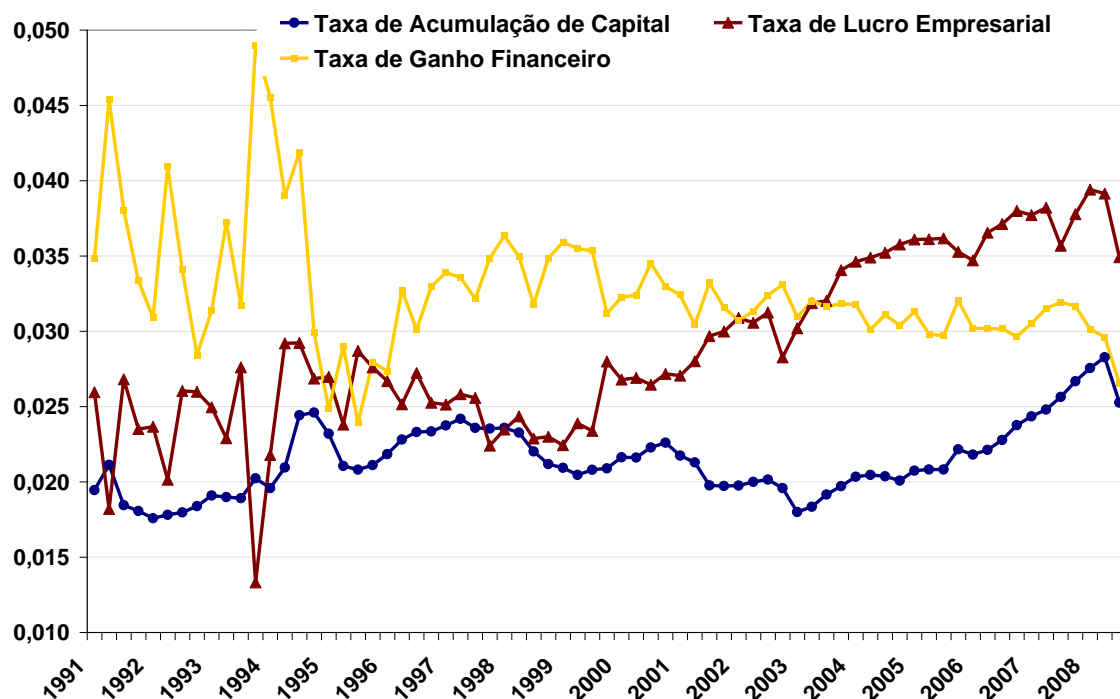
Talvez o principal fator que tenha contribuído para a retomada do crescimento seja a forte expansão da demanda interna como resultado de políticas governamentais. O salário mínimo aumentou consideravelmente no período (saiu de R\$240,00 em janeiro de 2004 para R\$465,00 em fevereiro de 2009, segundo dados nominais do IPEADATA), as políticas sociais complementaram a renda da parte da população com maior propensão a consumir (Bolsa Família, Bolsa Escola, entre outros) e o crédito aumentou como proporção do PIB (salta de 23,4% do PIB em janeiro de 2004 para 40,8% em dezembro de 2008, segundo dados do Banco Central). Com isso a demanda respondeu rapidamente, aquecendo o nível de consumo. Paralelamente, o BNDES

assumiu uma postura mais agressiva auxiliando no financiamento da produção. Com isso as condições para os produtores nacionais se tornaram muito mais favoráveis. A possibilidade de obter lucros no setor produtivo aumentou, fazendo frente aos lucros possíveis no setor financeiro.

Outro fator que contribuiu para uma nova fase de crescimento, mas possivelmente com menos intensidade do que o fortalecimento da demanda interna, foi a expansão do comércio mundial e o aumento do preço das commodities. O período foi marcado por uma franca expansão da economia chinesa, e de outras economias emergentes, em taxas em torno de 10% ao ano. Produtos da pauta de exportações brasileira, como a soja e outros alimentos e o minério de ferro, passaram a ser demandados com maior intensidade, favorecendo o dinamismo do setor exportador brasileiro. Seria o mesmo que dizer que a demanda externa, além da demanda interna, por condições específicas do período, estava aquecida e influenciou de forma positiva as expectativas de lucro dos produtores, nesse caso, de bens exportáveis. As condições para o setor, também por esse motivo, se tornaram mais favoráveis

O gráfico 3, nos mostra a evolução da taxa de lucro empresarial e da taxa de ganho financeiro, assim como a taxa de acumulação de capital. A taxa de lucro empresarial foi calculada como a diferença entre massa de lucro bruto e a renda disponível bruta das famílias não-salarial (renda disponível bruta das famílias – massa salarial), sobre o estoque de capital fixo. Já a taxa de ganho financeiro foi calculada como renda disponível bruta das famílias não-salarial sobre o estoque de capital fixo.

Gráfico 3 – Evolução das Taxas de Lucro Empresarial, de Ganho Financeiro e de Acumulação de Capital.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos de IPEA, IBGE e Banco Central.

O que se observa no gráfico é que a taxa de ganho financeiro era elevada e instável até 1994, o que confirma a idéia de financeirização instável da subsecção 3.1.2. A partir de 1994, com a criação do plano real e o controle da inflação, a taxa de ganho financeiro se estabiliza num patamar acima da taxa de lucro empresarial até 2004. Esse é o período de desenvolvimento da financeirização. Com a melhora das condições para o setor produtivo, discutida anteriormente, a taxa de lucro empresarial aumenta e em 2004 supera a taxa de ganho financeiro. Com a taxa de lucro empresarial acima da taxa de ganho financeiro, passa a ser preferível atuar no setor produtivo da economia em detrimento do setor financeiro, o que acarreta maiores níveis de investimento, e, assim, a taxa de acumulação também se eleva.

Tendo esses fatos em mente, cabe dizer que o crescimento dos últimos anos não significou o fim da financeirização e seus efeitos, apenas uma combinação de condições geradas por fatores exógenos à lógica do modelo de acumulação (ações governamentais e condições conjunturais favoráveis), que tornaram as atividades empreendedoras mais



atrativas. Se essas condições se reverterem, não há dúvidas que a opção dos agentes econômicos será novamente aplicar seus recursos no setor financeiro.

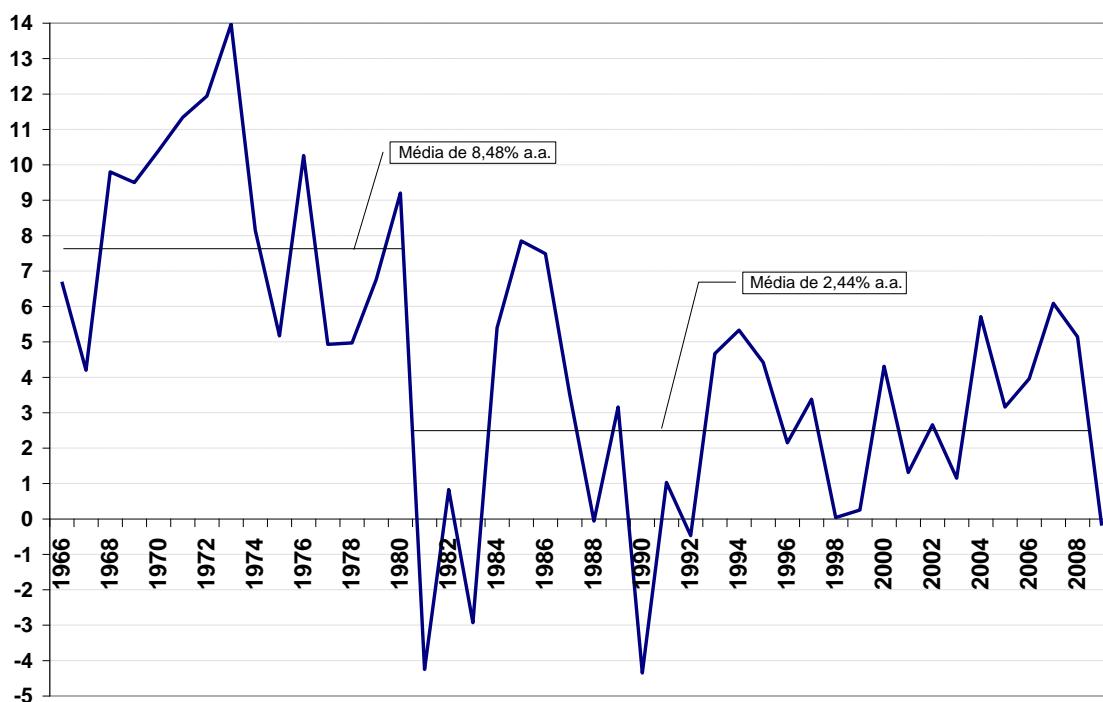
### **3.2 – IMPACTOS DA REDUÇÃO DA ACUMULAÇÃO SOBRE O CRESCIMENTO, INDÚSTRIA E EMPREGO**

Poder-se-ia perguntar qual a importância da redução do ritmo da acumulação para a economia. É possível ter uma circunstância na qual o ritmo de acumulação se desacelera sem que isso tenha conseqüências para o crescimento econômico, com a compensação de um aumento da produtividade do capital. No entanto, os fatos apontam para outra direção. No caso brasileiro, a acumulação de capital mais lenta impactou diretamente sobre o crescimento. Não houve aumento da produtividade do capital que compensasse a falta de acumulação.

#### **3.2.1 – A redução no ritmo de crescimento econômico**

Analisando o gráfico 4, isso fica mais evidente. Utilizou-se o mesmo período utilizado no gráfico 1, para que fosse mais fácil compará-los. A hipótese estabelecida na subsecção 3.1.2, é que a financeirização teria se iniciado em 1980. Assim dividiu-se o gráfico em duas partes. A primeira, de 1966 a 1980, corresponde ao período pré financeirização, a segunda, de 1981 a 2009, ao processo de financeirização e sua consolidação. O gráfico mostra as taxas de crescimento real anual do PIB, e foram traçadas linhas representando o crescimento médio anual real para os dois períodos, utilizando dados extraídos do IPEADATA. No primeiro período, essa média é de 8,48% ao ano, enquanto no segundo ela despenca para 2,44% ao ano. Isso evidencia a perda de desempenho econômico pela qual passou o país em decorrência da passagem para um regime de acumulação dominado pelas finanças

**Gráfico 4 – Taxa de Crescimento Real do PIB do Brasil**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no IPEA

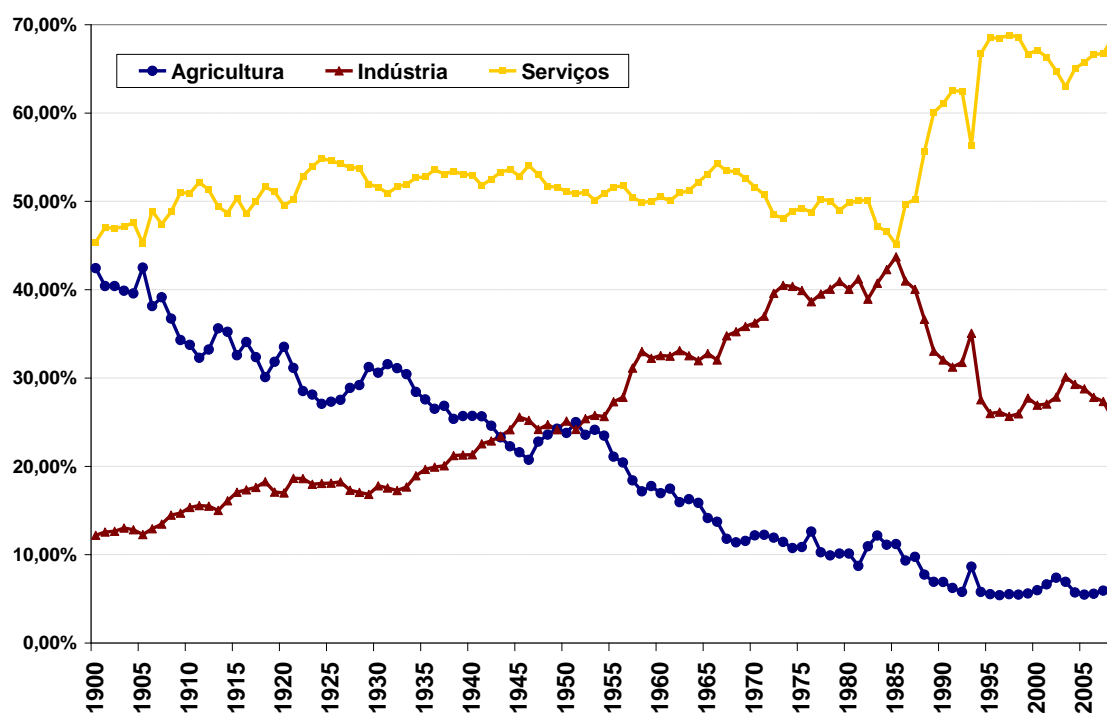
Ao considerar toda a série histórica da taxa de crescimento real anual do PIB, que se inicia em 1901, nota-se, ao dividi-la entre pré-1980 e pós-1980, que a perda de desempenho é ainda expressiva. As taxas de crescimento do período 1901-1980, que inclui a fase pré-industrial do Brasil e a Grande Depressão de 1929, são superiores às taxas de crescimento dos últimos 30 anos. De 1901 até 1980, a taxa média de crescimento real anual é 5,76% ao ano, contra os mesmos 2,44% ao ano do período após 1980, segundo dados do IPADATA.

O crescimento econômico portanto sofreu graves conseqüências como resultado da financeirização da economia brasileira. A presença de um setor financeiro com alta rentabilidade impõe um custo de oportunidade muito grande aos investidores produtivos, que optam cada vez mais por aplicações no mercado financeiro. Isso, aliado à desconexão entre os setores produtivo e financeiro, amplamente discutida ao longo do presente trabalho, resulta em baixos níveis de acumulação, que por sua vez, reduz o ritmo de crescimento econômico.

### 3.2.2 - Os efeitos da redução do ritmo de crescimento para a indústria

Um fenômeno de interessante relevância, que decorre da redução do nível de acumulação e da conseqüente desaceleração do crescimento, é o impacto sobre a produção industrial. O gráfico 5 nos mostra as participações da indústria, da agricultura e dos serviços no PIB. O que se depreende do gráfico é que a participação da indústria no PIB cai de forma consistente a partir de meados da década de 80, passando de mais de 40% do PIB para menos de 30%, e que esse efeito é análogo ao aumento da participação dos serviços, que sobe de aproximadamente 45% do PIB para quase 70%. O ponto de inflexão da curva de participação da indústria no PIB corresponde ao período no qual as taxas de crescimento do PIB começam a desacelerar de forma mais intensa. Esse fato nos leva a crer que o impacto sobre a redução do crescimento atua mais fortemente nos setores industriais.

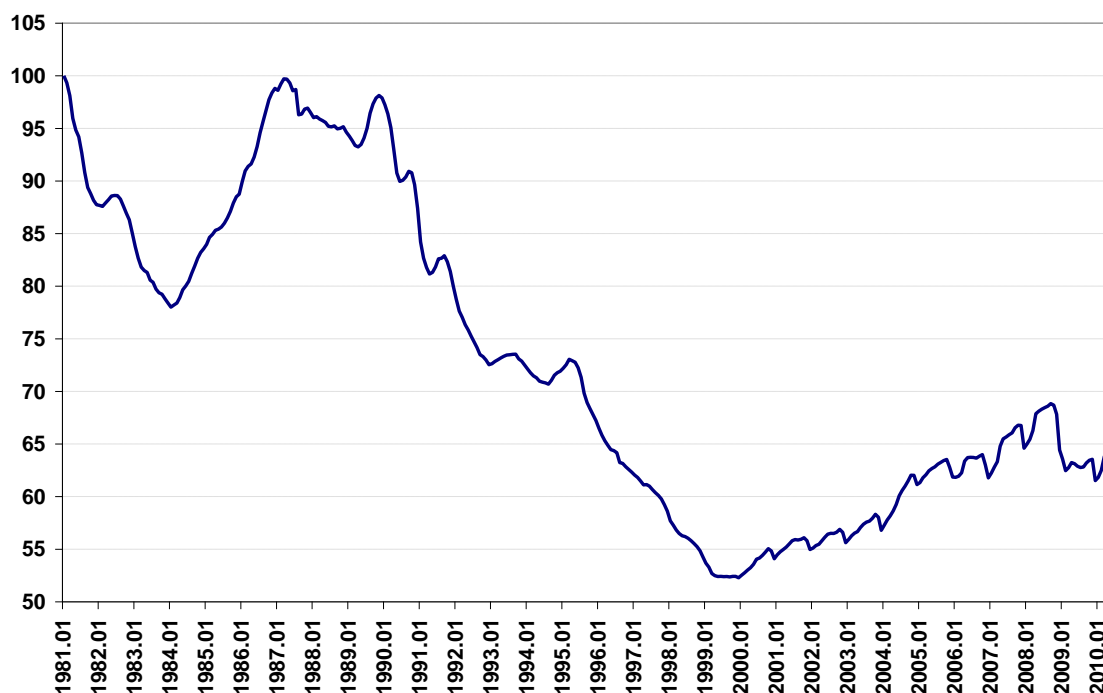
**Gráfico 5 – Participações no PIB: Agricultura, Indústria e Serviços**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no IPEA

Ao analisar os dados de nível de emprego na indústria no Estado de São Paulo, no gráfico 6, nota-se que a perda de participação da indústria no PIB é acompanhada por uma queda no nível de emprego na indústria. O nível de emprego se reduz praticamente à metade entre 1986 e 2000.

**Gráfico 6 – Nível de Emprego na Indústria no Estado de São Paulo**

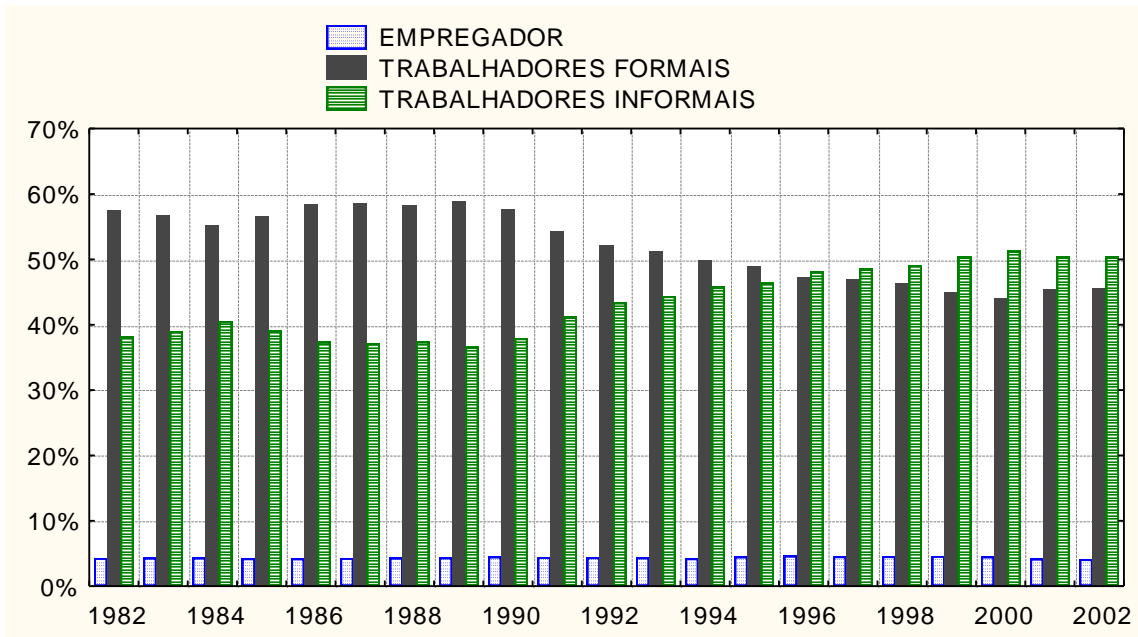


Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no IPEA.

Paralelamente à queda do nível de emprego na indústria, há um aumento da participação do trabalho informal no total das relações de trabalho, como se observa nos gráficos 7 e 8. Como em 2002, houve uma mudança na metodologia da Pesquisa Mensal do Emprego do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, não foi possível criar apenas um gráfico que incluísse o período como um todo. Assim foram feitos dois gráficos: o primeiro com a metodologia antiga e o segundo com a nova metodologia.

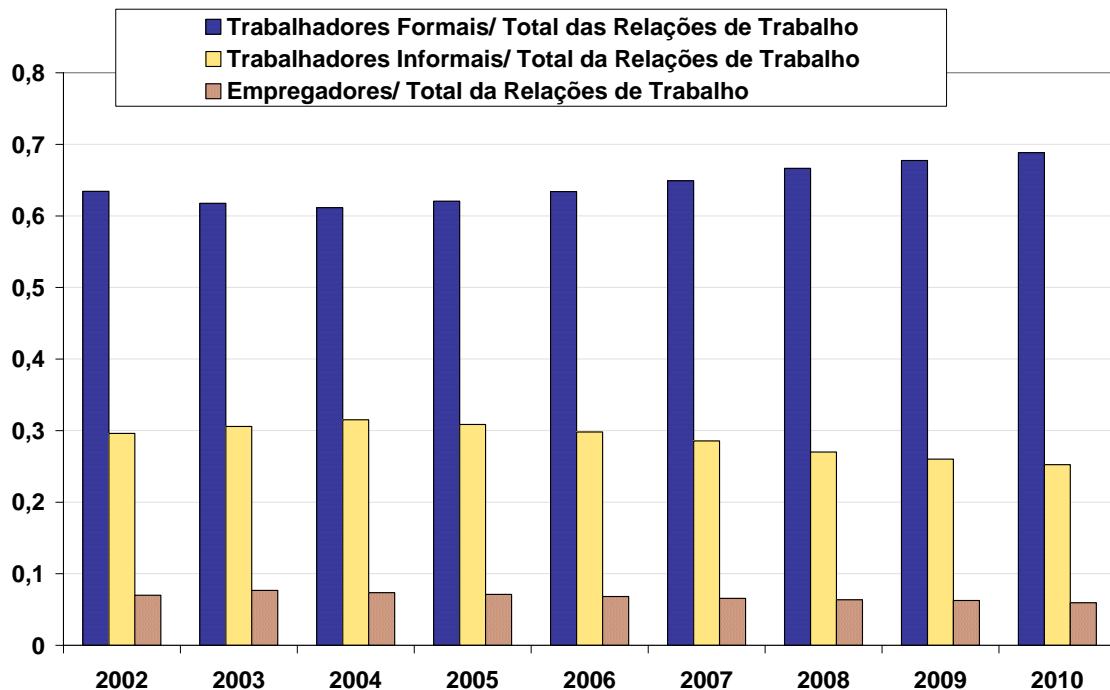
No gráfico 7, observa-se que a partir da metade da década de 80 o desemprego informal passa a ganhar participação no total das relações de trabalho, o que coincide com a queda no nível de emprego na indústria e a queda de participação da indústria no PIB total, assim como com o ganho de participação do setor de serviços no PIB. No gráfico 8, o aumento da participação do trabalho informal continua até 2004, quando inicia trajetória de queda, justamente no período de recuperação do ritmo de crescimento econômico.

**Gráfico 7 – Evolução da Participação do Trabalho Formal e Informal no Total das Relações de Trabalho (antiga PME/IBGE).**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos na PME/IBGE

**Gráfico 8 – Evolução da Participação do Trabalho Formal e Informal no Total das Relações de Trabalho (nova PME/IBGE)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos na PME/IBGE

É possível dizer que o reduzido ritmo de crescimento fez com que a indústria perdesse participação no PIB, pois este setor é afetado de forma mais imediata e intensa pela perda de dinamismo econômico. Isso fez aumentar o número de desempregados oriundos da indústria, que em parte se viram forçados a entrar no mercado informal de serviços. Esse fato, aliado ao ganho de importância do setor financeiro, tipicamente um setor de serviços, fez com que houvesse um inchaço do terceiro setor. Uma nação ainda em desenvolvimento, o caso do Brasil, não deve apresentar índices de participação dos serviços no PIB tão elevados. Esse fato expõe o problema da convivência entre um setor moderno e uma estrutura atrasada. O custo do trabalho, pela oferta ilimitada de força de trabalho, torna-se tão baixo que este passa a ser contratado para exercer serviços de baixa qualificação (como empregadas domésticas e vendedores de rua), que em sociedades mais avançadas sequer são oferecidos<sup>3</sup> (LAUTIER, B.; MARQUES-PEREIRA, J.; SALAMA, P., 2004).

É preciso notar que a evolução da tecnologia nas décadas de 80 e 90, assim como ao longo de toda a história, fez com que fosse possível produzir mais com a mesma força de trabalho, o que poderia explicar a redução do nível de emprego. No entanto, a redução a um nível 50% inferior não pode ser explicada por esse argumento.

O fato de o nível de emprego se recuperar ao longo dos anos 2000, principalmente entre 2004 e 2008, mostra que efetivamente operava-se em um nível muito baixo. Bastou o crescimento econômico apresentar melhoras, o que ocorreu no período entre 2004 e 2008, que o nível de emprego industrial seguiu a mesma tendência e tem se recuperado desde então. Nesse mesmo período de recuperação do crescimento econômico, há um crescimento da participação do trabalho formal no total das relações de trabalho, e uma queda da participação do trabalho informal, como é possível depreender a partir do gráfico 8.

Assim, nota-se que a financeirização resultou em impactos para o crescimento, que por sua vez afetou a dinâmica na indústria. Com a dinâmica da indústria prejudicada, o emprego foi o fator seguinte a setor afetado. A redução do emprego na indústria levou a uma redução da proporção de trabalhadores formais no total das

---

<sup>3</sup> Vale ressaltar que, o que foi aqui exposto, trata-se de uma suposição. Serve apenas como um ponto de partida para estudos posteriores, que venham realizar análises mais profundas e conclusivas.

relações de emprego. O setor de serviços recebeu os trabalhadores desempregados oriundos da indústria, principalmente na forma de trabalho informal, como vimos nos gráficos 7 e 8.

### **3.3 - BALANÇO CONCLUSIVO**

Este capítulo dedicou-se, em primeiro lugar, a demonstrar a dissociação entre a taxa de lucro e a taxa de acumulação. Há evidências empíricas que apontam para essa direção, a partir de 1980, e o período em que ambas as taxas voltam a caminhar juntas (2004-2008) deveu-se, na verdade, a condições conjunturais exógenas ao regime de acumulação financeirizado, que aumentaram a taxa de ganho empresarial e tornaram as atividades produtivas mais rentáveis.

Posteriormente, o objetivo foi correlacionar a deficiência da acumulação de capital com a redução do crescimento econômico, além das implicações desses fatos para o emprego. O crescimento passa a ser significativamente mais lento, o nível de emprego cai, com implicações mais severas para o emprego formal.

É preciso ter em conta, que as conclusões desse capítulo foram alcançadas fazendo o uso apenas de estatística descritiva. Caberia, numa etapa posterior, realizar testes matemáticos, com uso de econometria e correlação entre as variáveis, para que as implicações de um fato sobre outro sejam mais claramente explicitadas.

## CONCLUSÃO GERAL

No início deste trabalho foram formuladas duas perguntas que sintetizavam os objetivos principais da discussão contida nesse texto. As respostas já estão desenvolvidas, mas precisam ser reorganizadas. A primeira delas foi: O Brasil está financeirizado?

A resposta a essa pergunta se iniciou capítulo 1, onde foi esclarecido o que seria financeirização, que seria, resumidamente, o processo no qual tudo aquilo que é relacionado ao setor financeiro ganha importância relativa na economia. Nos capítulos 2 e 3, mostrou-se que isso ocorre no Brasil, principalmente a partir de 1980. Os títulos públicos foram o primeiro instrumento financeiro que dava forma à financeirização, num contexto de inflação elevada, pois proporcionava aos agentes a possibilidade de lucros, mesmo que o crescimento econômico estivesse desacelerado. Com a nova moeda, o real, esse processo se dissemina e assume outras formas. Foi a financeirização possibilitou que a taxa de lucro se recuperasse, a partir de 1994, como se tentou mostrar na seção 3.1, com auxílio de dados da economia brasileira. Isso responde a primeira pergunta. O Brasil está sim financeirizado.

A segunda pergunta foi: Isso afeta o crescimento econômico?

Essa pergunta começou a ser respondida no capítulo 1, quando foi esclarecido que o setor financeiro não necessariamente se conecta ao setor produtivo e que a existência da possibilidade de ganho no setor financeiro impõe um custo de oportunidade aos que poderiam optar por aplicar seus recursos no lado real da economia. No entanto, como foi trabalhado no capítulo 2, existem aspectos particulares da financeirização que poderiam implicar em aumento do consumo, e assim possibilitar crescimento econômico, casos da geração do “efeito riqueza” e da expansão do crédito. Mas mostrou-se que esses aspectos não ocorrem, pelo menos com relevância, na economia brasileira. O efeito riqueza se concentra em uma camada da população com as necessidades de consumo já satisfeitas e o crédito manteve-se num patamar bastante modesto quando se compara o caso brasileiro com países desenvolvidos. Não haveria, portanto benefícios para o consumo e tampouco para o crescimento econômico.



O capítulo 3 continua com a resposta à pergunta, e demonstra, fazendo uso de dados, que o período onde há expansão das atividades financeiras coincide com o período em que o desempenho econômico foi mais reduzido. Demonstra ainda que a redução no crescimento econômico teve impactos para o nível de emprego, em especial para os trabalhadores formais da indústria. Assim responde-se a segunda pergunta. A financeirização de fato afetou o crescimento econômico.

No entanto essas conclusões não são definitivas. Seria necessário prosseguir com a coleta de dados e, além disso, realizar testes que possam evidenciar mais claramente as correlações entre as variáveis apresentadas. Mensurar e quantificar a causalidade entre as variáveis tornaria o trabalho mais sólido e conclusivo. Analisar em detalhe o papel dos bancos e das instituições financeiras, a participação do BNDES, o funcionamento e a atuação do Banco Central e esmiuçar os regimes cambial e monetário também enriqueceria este estudo.

O primeiro passo está dado: os problemas foram apresentados. No entanto, é de extrema importância detalhá-los mais precisamente, e ainda encontrar soluções para esses problemas, o que pode ser a motivação para um trabalho posterior.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARROW, K.J, DEBREU, G., Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy, **Econometrica**, n.22, 262-290, 1954.

BCB, Banco Central do Brasil

BELLUZZO, L.G.M. Finança Global e Ciclos de Expansão. In: Tavares, M. C; Fiori, J. L (org.) **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, p.87-117, 1998.

BOYER R, DEHOVE M, PLIHON D, Les crises financiers, **Rapport du Conseil d'Analyse Economique**, La Documentation Française, 2004

BRAGA, S. Financeirização Global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo, in Tavares, Eds, **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis:Vozes, p-195/242, 1998.

BRUNO, M. Régulation et Croissance Économique au Brésil Après la Libéralisation : un régime d'accumulation bloqué par la finance. **Revue de la Régulation Capitalisme, Institutions, Pouvoirs**, n°3/4 de 2008, Paris.

BRUNO, M. et all. **Finance-Led Growth Regime no Brasil : Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas**. IPEA, 2009.

CARVALHO, F., **Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos**, Pesquisa e Planejamento Econômico, Dezembro, 1988.

CASTRO, L. B. Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). F. Giambiagi et. alli. (orgs.) **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Editora Campus, 2005.

EPSTEIN,G. Financialization, Rentier Interests and Central Bank Policy. **PERI Conference on Financialization of the World Economy**, Dezembro, 2001.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC (1995-2002). F. Giambiagi et. alli. (orgs.) **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Editor Campus, 2005.

GUTTMANN, R. Uma Introdução ao Capitalismo Dirigido pelas Finanças. **Revista Novos Estudos**, CEBRAP, n.82, p.11-33, Nov. 2008.

HERMANN, J. **Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964-1997 Period**. In : JLAS, 2002.

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – PME, Pesquisa Mensal do Emprego.

IPEADATA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

JENSEN, M.J., MECKLING, W.H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, **Journal of Financial Economics**, n.3, 305-360, 1976.

LAUTIER, B.; MARQUES-PEREIRA, J.; SALAMA, P. **Régime de croissance, vulnérabilité financière et protection sociale em américa latine. Les condition “macro” de l’efficacité de la lutte contre la pauvreté**. CEPAL. Santiago do Chile, jan. 2004.

MENDES A. L. A **Reforma do Sistema Financeiro Nacional**. Estudos Avançados Abr 1993, vol.7, no.17.

OREIRO, J. L., PAULA, L. F., ONO, F. H. e SILVA, G. J. C. Determinantes macroeconômicos do spread bancário no brasil: teoria e evidência recente., **Economia Aplicada 10**, 609–634, 2006.

PALLEY, T. **Financialization: What it is and Why it Matters**. Working Papers n. 525, The Levy Economics Institut of Bard College. December, 2007.

SALAMA, P., KLIASS, P. A **Globalização no Brasil: responsável ou bode expiatório?** Revista de Economia Política., vol.28 n°3, 2008.

STOCKHAMMER, E. **Financialization and the Slowdown of Accumulation.**  
Cambridge Journal of Economics, n. 28, p. 719-741, 2004.

\_\_\_\_\_. **Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime.**  
University of Massachussets Anherst, Political Economy Research Institute, 2007.