

A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil¹

LEDA MARIA PAULANI

A reprodução capitalista de acordo com a teoria da regulação

AVERTENTE CONHECIDA como “escola francesa” da teoria da regulação, que tem em Aglietta (1976) seu trabalho seminal (daqui por diante apenas “teoria da regulação”), busca forjar um instrumental teórico capaz de explicar como se dá a reprodução regular de relações sociais que são contraditórias, ou seja, como explicar de que modo, sendo constituídas socialmente por conflitos iminentes, as economias capitalistas são capazes de manter a acumulação.² Para tanto, parte do princípio de que, em cada momento histórico determinado, o processo de acumulação capitalista assume uma forma específica. A partir daí, desdobra o conceito marxista de modo de produção em duas categorias: o *regime de acumulação* (RA), constituído pelo conjunto das regularidades econômicas e sociais que, em cada momento histórico, são capazes de garantir a acumulação no longo prazo, e o *modo de regulação* (MR), que vem a ser o conjunto dos procedimentos e comportamentos individuais ou coletivos capazes de reproduzir as relações fundamentais ao processo de acumulação, sustentar e pilotar o regime de acumulação em vigor e garantir a compatibilidade de um conjunto de decisões descentralizadas. Este último papel do modo de regulação implica que essa compatibilidade seja feita sem que seja necessária a interiorização dos princípios de ajustamento do sistema como um todo por parte dos atores econômicos, ou seja, esse conjunto de procedimentos indica a incorporação do social nos comportamentos individuais. Nesse sentido, o modo de regulação figura como a materialização do regime de acumulação em vigor.

O regime de acumulação envolve cinco regularidades sociais e econômicas, quais sejam, a forma de organização da produção e a relação dos trabalhadores com os meios de produção, o horizonte temporal da valorização do capital a partir do qual são definidos os princípios de gestão, a composição da demanda social, o padrão distributivo relacionado à reprodução dinâmica das diversas classes e grupos sociais, e a articulação com formas não capitalistas (quando elas ocupam um lugar determinante na formação econômica em questão).

Já o modo de regulação constitui-se de um conjunto de cinco formas institucionais: a relação de trabalho (a forma da divisão técnica do trabalho; o tipo de vínculo dos trabalhadores às empresas; os determinantes da renda dos

trabalhadores; o modo de vida do trabalhador), a relação concorrencial intercapitalista (qual é a lógica que preside a concorrência entre os capitais, que tipo de concorrência predomina), o regime monetário e financeiro (que tipo de moeda predomina; como se estruturam os pagamentos internacionais; qual é o papel das finanças), a forma de organização do Estado (quais são os objetivos que presidem sua organização e forma de intervenção) e o regime internacional (que tipo de postura predomina nas relações econômicas entre as diversas economias nacionais). Quando articuladas, essas cinco formas institucionais definem um binômio RA/MR que determina a forma específica que assume a acumulação de capital em cada momento histórico.

Sinteticamente falando, a teoria da regulação preocupa-se com as instituições, normas, os modos de cálculo e procedimentos que asseguram a reprodução do capital como relação social. As crises surgem porque, mesmo regulado, o processo de reprodução implica, dado seu caráter contraditório, rupturas e descontinuidades. Num momento de crise, o MR e o RA se desarticulam e colocam em xeque as formas institucionais que até então garantiam a funcionalidade do binômio.

O regime de acumulação com dominância da valorização financeira

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 de 1996 e 1997, 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. Combinando os conceitos regulacionistas com o *approach* marxiano, Chesnais (1997, p.21) diz:

Resultado dos impasses nos quais desembocou a acumulação de longo período dos “trinta gloriosos”,³ 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 qualquer período anterior do capitalismo.

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 1998,⁴ Chesnais (1998, p.7-8) 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.

Em trabalho mais recente, Chesnais (2005)⁵ 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,⁶ 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, por meio 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”.

A ideia 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 a difusão desses mercados fazem 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” (Chesnais, 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 (2005, p.50) 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”. 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 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 financeiri-

ra, isso 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 como 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 dos 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,⁷ 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 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, junto com ela, 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 que sua “valorização” decorra do 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.⁸ O terceiro é o caráter prolífico do próprio capital fictício, de que dá prova a “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.

A evolução da acumulação financeira e a crise atual

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 consequência, 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 1, montado a partir de informações produzidas pelo McKinseys Global Institute e pelo FMI, mostra a evolução dessa relação entre real e fictício desde 1980.

Quadro 1 – 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	200**	54,8	3,65
2010***	209	55,9	3,74

Fontes: McKinseys Global Institute (Ativos) e FMI (PNB); elaboração própria.

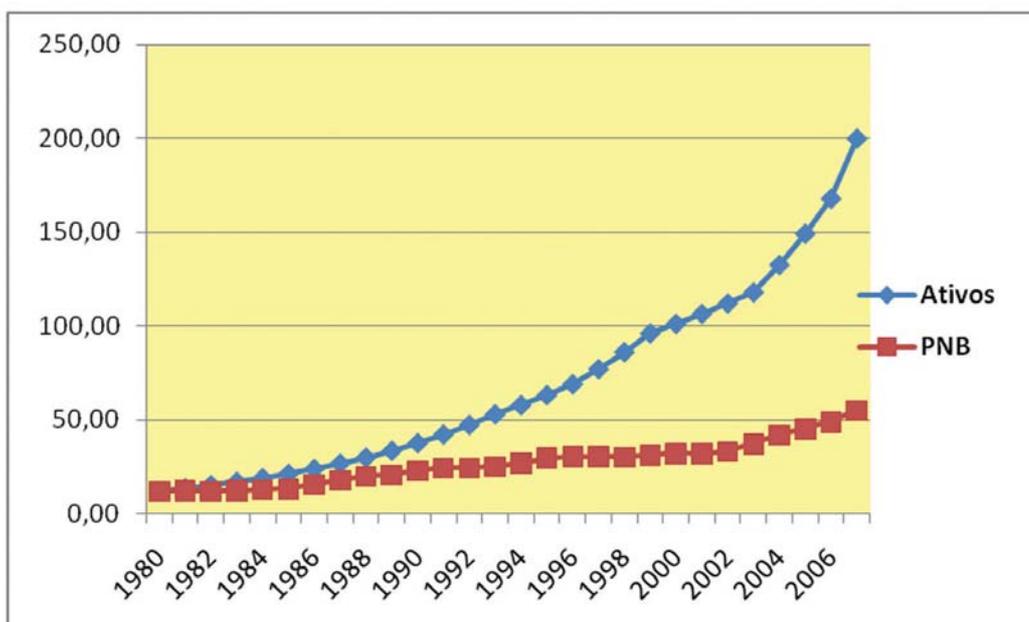
* Inclui ações e debêntures, títulos de dívida privados e públicos e aplicações bancárias; não inclui derivativos.

** Estimativa.

*** Projeções.

Considerando que o valor indicado para 2007 é uma estimativa, tomemos o período 1980-2006. Como se percebe, ao longo desses 26 anos, o PIB mundial cresceu 314%, ou 4,1 vezes, enquanto a riqueza financeira mundial

cresceu, no mesmo período, 1.292% , ou 13,9 vezes. Não se inclui no total de ativos financeiros considerados o valor dos derivativos. 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 derivados (McKinseys Institute), um total estimado, em valores nominais, 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). 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 1. O que explica isso?



Fonte: 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 há dados disponíveis foram estimados como crescendo a uma taxa constante.

Gráfico 1 – Riqueza fictícia (estoque mundial de ativos financeiros) e renda real mundial (PNB) US\$ trilhões.

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 razão 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 Estados Unidos, por conta de uma legislação tributária, à época, considerada muito dura. Esses recursos (eurodólares) começam então a “empoçar” na *city* londrina, 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 1950.⁹ 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* –,¹⁰ 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,¹¹ 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 Estados Unidos.¹² 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 1987,¹³ 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.¹⁴ 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 dos 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 conseguiu finalmente desvalorizar sua moeda em 1995, graças ao chamado “acordo do Plaza invertido”,¹⁵ 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 consequências 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.¹⁶ Começava aí mais uma fenomenal bolha de ativos, agora no mercado acionário,¹⁷ que culminaria na crise das bolsas americanas de 2000/2001. A forma encontrada pelo governo americano para evitar que o estouro da bolha tivesse consequências 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. Dessa 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 CDO (*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, incomodado com a inflação e buscando conter um pouco a febre especulativa, resolveu elevar os juros.¹⁸ Apesar disso, o efeito-riqueza no consumo, a euforia das bolsas e o próprio valor inflado dos ativos mantiveram 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 30 anos, o poder detido pela riqueza financeira foi moldando as instituições de forma 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.¹⁹ Sinal disso é a dificuldade que se tem encontrado de reverter os sinais negativos trazidos pela crise, a despeito da enorme quantidade de dólares derramados nas principais economias do planeta. 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.

A situação e as perspectivas do Brasil no contexto da crise do regime de acumulação financeira

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 da previdência às mudanças na lei de falências. Posicionou-se assim como plataforma internacional de valorização financeira,²⁰ ou seja, economia emergente na qual era possível obter elevadíssimos ganhos em moeda forte, por vezes os mais elevados do mundo. Na época do câmbio fixo, isso 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 autorreferenciado 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 al. (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 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 financeiros²¹ e o estoque de ativos produtivos²² cresce fortemente, passando de 15% em 1992 para cerca de 75% em 2008. Ao longo dos últimos 30 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 al., 2009 p.16-21).²³

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.²⁴ Ocorre que, desde 2003, a apreciação da moeda brasileira passou a ser ela própria, num movimento

completamente autorreferencial, 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 compen-savam, 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.

Os impactos pelo lado real têm chegado aos poucos e têm vindo principalmente da deterioração das expectativas, que poderão reverter os indicadores relativos à formação bruta de capital fixo (ou seja, investimento) que, a duras penas, estavam se recuperando, depois de duas décadas de estagnação. Os investimentos governamentais como o PAC e o pacote habitacional poderão substituir em parte o investimento privado, mas dificilmente serão suficientes para compensar a redução deste último. Do lado do consumo, o crédito não foi tão afetado, apesar de certa retração no início, particularmente no que tange a financiamento de bens de alto valor, como automóveis. Sobre isso 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 que o Brasil seja visto hoje como o paraíso das multinacionais,²⁵ 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 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 em que um consumo puxado por crédito aparece como o elemento dinâmico, está de forma evidente 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.

A referência aos capitais de não residentes operando em nossa economia obriga a analisar o retorno dos capitais externos observado nos últimos meses e o que isso significa no contexto da crise. Inicialmente é preciso lembrar que, apesar dos últimos cortes definidos pelo Copom, a taxa básica brasileira está ainda entre as maiores do mundo, 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. Isso faz lembrar a fábula de um suposto “Bretton Woods 2” que começou a correr nos meios financeiros in-

ternacionais em 2005. Segundo a interpretação, divulgada entre outros por Ben Bernanke (atual presidente do FED), o crescente déficit em conta corrente americano seria uma consequência natural de um “excesso de poupança global”. A tese era basicamente que as economias emergentes teriam que absorver dólares, por meio de exportações, até que seus sistemas maturassem e pudessem basear-se no mercado interno. Enquanto isso, eles iriam construindo, com esses dólares, a base de capital para a etapa posterior. Afirmava-se também que isso tudo estaria sendo operado pelas forças naturais do mercado, criando-se “um sistema integrado e estável de fluxos de comércio e de investimento, tendo como centro os Estados Unidos e o dólar” (Morris, 2009, p.139). Esse arranjo, segundo a mesma fábula, lembraria o arranjo que resultou da famosa conferência de 1944, daí seu nome.

A tese sobre o suposto arranjo pressupunha que ele duraria um tempo substantivo, pressuposto que a crise abalou, mas que países como o Brasil não deixam destruir inteiramente. Encontramos assim um novo papel para nossa economia no capitalismo financeirizado, qual seja, o de absorver a escassez de poupança americana, o que permite que o comando da finança não fique tão abalado no centro do sistema, e continue firme por aqui. 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 são tão seguras quanto a ordenação macroeconômica invertida que resultou do Brasil pós-crise.

Notas

- 1 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 Cagin, grupo de pesquisa “Instituições do Capitalismo Financeiro”, registrado na mesma instituição.
- 2 A breve reconstituição teórica aqui elaborada baseia-se em Boyer (1990) e Bruno (2004).
- 3 Chesnais refere-se aqui ao período que vai do pós-segunda guerra até meados dos anos 1970.
- 4 A edição original francesa é de 1996.
- 5 *A finança mundializada*, edição francesa em 2004.
- 6 Esse ponto está desenvolvido em Almeida & Paulani (2009).
- 7 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.
- 8 A esse respeito, ver Teixeira (2007, cap.3); especificamente sobre os salários (e o chamado endividamento pessoal), ver Lapavistas (2009).
- 9 Sobre isso, ver Eichengreen (2000, cap.4).

- 10 A esse respeito, ver Serrano (2004).
- 11 Sobre esse ponto, ver Gowan (2003, cap.3 e 4).
- 12 Ver a esse respeito, Chesnais (2008).
- 13 Morris (2009) mostra que outro elemento fundamental na eclosão do *crash* de 1987 foram as tecnologias financeiras já em expansão, particularmente a “brilhante” ideia (porque pode funcionar individualmente, mas no agregado é um desastre) de desenvolver *hedging* para grandes investidores, ou seja, um “seguro de portfólio”.
- 14 Essa história está em Krugman (2009).
- 15 Sobre isso, ver Brenner (2003, p.195-82).
- 16 Sobre isso, ver Chesnais (2003) e Brenner (2003, p.272-7).
- 17 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%, e, no mesmo período, os lucros das ações cotadas na bolsa de Nova York cresceram não mais do que 60%.
- 18 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.
- 19 Morris (2009, p.133) 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”.
- 20 Essa tese está mais bem desenvolvida em Paulani (2007, 2008a).
- 21 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.
- 22 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.
- 23 Dados também de Bruno et al. (2009) indicam que um investidor que tivesse adquirido um título público indexado à Selic em janeiro de 1991 teria um capital sete vezes maior em janeiro de 2009, o que significa uma taxa média anual de valorização desse ativo de cerca de 28,4% durante todo esse período, resultado virtualmente inalcançável por qualquer projeto vinculado à economia real, em qualquer que seja o lugar do mundo (a menos de contravenção).
- 24 A esse respeito, ver Paulani (2008b).
- 25 Título de matéria publicada pela revista *IstoÉ Dinheiro* de 22 de maio de 2009.

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Régulation e crisis du capitalisme*. Paris: Calmann-Lévy, 1976.
- _____. Le capitalisme de demain. *Notes de la Fondation Saint-Simon*, nov. 1998.
- ALMEIDA, N.; PAULANI, L. M. Regulação social e acumulação por espoliação – elementos para uma caracterização do capitalismo contemporâneo. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14, 2009, São Paulo. *Anais eletrônicos*. São Paulo, 2009.
- BOYER, R. *A teoria da regulação: uma análise crítica*. São Paulo: Nobel, 1990.

- BRENNER, R. *O boom e a bolha*. Rio de Janeiro: Record, 2003.
- BRUNO, M. *Crescimento econômico, mudanças estruturais e distribuição: as transformações do regime de acumulação no Brasil*. Rio de Janeiro, 2004. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- BRUNO, M. et al. Finance – Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14, 2009, São Paulo. *Anais eletrônicos*. São Paulo, 2009.
- CHESNAIS, F. A emergência de um regime de acumulação mundial predominantemente financeiro. *Praga – Estudos Marxistas*, São Paulo, n.3, 1997.
- _____. *A mundialização financeira*. São Paulo: Xamã, 1998.
- _____. A nova economia: uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense. In: CHESNAIS, F. e al. (Org.) *Uma nova fase do capitalismo?* São Paulo: Xamã, 2003.
- _____. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: _____. (Org.) *Finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- _____. El fin de um ciclo: alcance y rumbo de la crisis financiera. *Herramienta*, n.37 fev. 2008.
- EICHENGREEN, B. *A globalização do capital*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- GOWAN, P. *A roleta global*. Rio de Janeiro: Record, 2003.
- KRUGMAN, P. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- LAPAVITSAS, C. Financialization or the Search for Economic Profits in the Sphere of Circulation. *Working Paper*, 2009. Disponível em: <<http://www.soas.ac.uk/rmf/papers>>. Acesso em: 20 maio 2009.
- MARX, K. *O capital*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. Livro III. (Col. Os Pensadores).
- MORRIS, C. R. *O crash de 2008*. Trad. Otacílio Nunes. São Paulo: Aracati, 2009.
- PAULANI, L. The real meaning of the economic policy of Lula's government. In: ARESTIS, P.; SAAD FILHO, A. (Org.) *Political economy of Brazil: recent economic performance*. London: Palgrave MacMillan, 2007.
- _____. *Brasil delivery*. São Paulo: Boitempo, 2008a.
- _____. Bolhas brasileiras. *Jornal do Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro*, dez. 2008b.
- SERRANO, F. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível. In: _____. (Org.) *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004. (Col. Zero à esquerda).
- TEIXEIRA, R. A. *Dependência, desenvolvimento e dominância financeira*. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo.

RESUMO – Parece não haver dúvida de que, nos últimos 30 anos, alterou-se profundamente a forma de funcionamento do capitalismo. No campo crítico, as teses sobre o caráter financeirizado do processo de acumulação ganham destaque. Dentre elas, a do economista francês François Chesnais. 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, procuramos 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. Para tanto, faremos uma breve recuperação teórica dos conceitos envolvidos nessa tese (primeira seção), para em seguida apresentar as principais características do regime financeirizado (segunda seção), repassar o histórico de funcionamento desse regime nas últimas três décadas (terceira seção) e refletir sobre a situação e perspectivas do Brasil nesse contexto (quarta seção).

PALAVRAS-CHAVE: Regime de acumulação, Modo de regulação, Financerização, Crise, Economia brasileira.

ABSTRACT – There seems to be no doubt about the fact that capitalism has undergone drastic transformations over the last thirty years. Among critics, theses on the financial nature of the process of accumulation have been prominent. One of these is the theory by French economist François Chesnais (1998, 2005) whose main proposition is that, as of the late 1970s, capitalism would be reproducing itself by means of an accumulation regime in which financial valuation prevails. In this article, we attempt to show that the current crisis is a crisis of this regime of accumulation, and to reflect upon the situation and prospects for Brazil in this context. In order to do so, we will first present a brief theoretical review of concepts involved (first section), then present the main features of the financialized regime (second section), recall the history of the way this regime has operated in the last three decades (third section), and, finally, reflect upon Brazil's present situation and prospects in this context (fourth section).

KEYWORDS: Regime of accumulation, Mode of regulation, Financialization, Crisis, Brazilian economy.

Leda Maria Paulani é professora titular do Departamento de Economia da FEA/USP e da Pós-Graduação em Economia do IPE/USP; autora, entre outros, de *Modernidade e discurso econômico* (Boitempo, 2005) e *Brasil delivery* (Boitempo, 2008).
@ – paulani@uol.com.br.

Recebido em 22.6.2009 e aceito em 24.6.2009.