

Crítica das teorias da financeirização

Francisco Paulo Cipolla
Geane Carolina Rodrigues Pinto¹

Resumo

A motivação deste artigo é a observação de que as “teorias” da financeirização da economia – entendidas, em geral, como a dominância da esfera financeira sobre a esfera produtiva – carecem de fundamento teórico. Por isso, parte do artigo se dedica ao esforço de derivar, a partir das tendências fundamentais do desenvolvimento do capitalismo – tais como a concentração do capital, o aumento do capital fixo no capital total, os efeitos dessas transformações em termos de rotação do capital, o desenvolvimento do sistema de crédito – fenômenos financeiros que são indevidamente tomados como evidências de financeirização da economia.

Palavras-chave: financeirização; capital dinheiro e capital real; crítica da financeirização.

Classificação JEL: B 51.

Introdução

A proliferação, entre marxistas, da idéia de que a esfera financeira passou a ser o pólo dominante da economia está fundada em três fenômenos principais: o primeiro é o grande desenvolvimento do capital portador de juros e suas formas derivadas; o segundo se refere à diminuição da taxa de crescimento da economia mundial; o terceiro é o grau de subdesenvolvimento da teoria marxista no que diz respeito à relação entre acumulação real e acumulação monetária e a correspondente acumulação de títulos de dívida que acompanha o desenvolvimento da acumulação monetária. Comparados ao declínio das taxas de crescimento do produto, o desenvolvimento do sistema

¹ Respectivamente, professor e bacharel em economia pela Universidade Federal do Paraná

financeiro, com suas múltiplas instituições e seu grande volume de negócios, estimulou a multiplicação de teorias tão diversas, quanto vagas, de financeirização, entendida esta última como a subordinação da produção às prioridades ditadas pela valorização financeira.

As teorias de financeirização têm as origens as mais diversas. Foster e Magdoff (2009) fundam suas noções de financeirização na teoria subconsumista-estagnacionista da escola da *Monthly Review*. Husson (2010) baseia sua visão de financeirização na quebra da relação salarial como o modo de *regulação* entre crescimento da produtividade e demanda. Chesnais (1996) funda sua visão de financeirização na noção de superprodução e gestão da oferta por parte dos grandes grupos oligopólicos, num contexto de baixo ritmo de crescimento da demanda. Outras apenas postularam o predomínio financeiro sobre o capital produtivo tendo como base o crescimento do volume do capital fictício (Carcanholo e Sabadini, 2009).

De modo geral o crescimento da massa de capital monetário é interpretado como sendo resultante seja das dificuldades de acumulação de capital (Chesnais, 1996, p.15 e p. 253-256; Foster e Magdoff 2009, p.79), seja da crescente influência dos acionistas sobre a governança das empresas e o conseqüente aumento dos lucros distribuídos na forma de dividendos (Husson 2010, p.23). Em que pese a sua variedade todas essas teorias terminam por tomar o crescimento do capital portador de juros relativamente ao capital produtivo como evidência empírica da financeirização, como faz Chesnais (*idem*, p.13) na comparação entre ritmo de crescimento dos ativos financeiros e a taxa de formação bruta de capital fixo ou como o fazem Foster e Magdoff na comparação entre lucros industriais e lucros financeiros (*idem*, p.55).

O objetivo deste trabalho é mostrar como o desenvolvimento do capitalismo e suas formas de financiamento geram a aparência de autonomia, hipertrofia e predomínio da esfera financeira sobre a esfera produtiva. Os fenômenos fundamentais do desenvolvimento do capitalismo – tais como as tendências à crescente concentração e mecanização do capital assim como o desenvolvimento do sistema de crédito – produzem resultados empíricos que são tomados como evidência da financeirização da economia.

Teorias da financeirização

Praticamente não há marxista que escape ao bordão da *dominação financeira sobre o processo de acumulação de capital*. Mas quais são os mecanismos econômicos da dominação financeira sobre a produção? Quais são as evidências empíricas desse processo?

Para Chesnais (1998) desenvolve-se, a partir de meados dos anos 70, um regime de acumulação predominantemente financeiro que ele denomina de 'modo de acumulação financiarizado mundial'. Chesnais afirma que entre os elementos responsáveis pela emergência desse novo regime de acumulação, baseado na dominância financeira, estão a flexibilização do câmbio e o correspondente crescimento do mercado de divisas; o crescimento exponencial da dívida pública e a liberalização e desregulamentação financeira e a conseqüente desintermediação bancária que se seguiu.

O autor reconhece um capitalismo contemporâneo marcado pela hipertrofia financeira, num movimento em que as aplicações de caráter financeiro são preferidas face ao investimento em capital produtivo, devido ao seu retorno de curto prazo: "Esse capital privilegia as operações de aplicação de curto prazo" (1998, p. 258). Devido à pressão exercida pelos mercados financeiros e acentuada pelos fundos de pensão, sobre a esfera produtiva, "os horizontes de valorização de muito curto prazo, ditados pelos imperativos financeiros (...) tendem a caracterizar o tipo de investimento próprio do regime de acumulação mundial predominantemente financeiro" (Chesnais, 1998, p. 261). Segundo Chesnais (1996, p. 275), cada vez mais envolvidos pela lógica financeira, os grupos manufatureiros ou de serviços acabam por adquirir dupla atuação: "a financeirização cada vez mais acentuada desses grupos confere-lhes um duplo caráter. Por um lado, eles estão se tornando organizações cujo interesse identifica-se sempre mais com o das instituições estritamente financeiras", entretanto, "por outro lado, continuam sendo locais de valorização do capital produtivo, sob a forma industrial". Para ele os fundos de que se nutre a esfera financeira são originados na produção. Uma fração desses fundos, na forma de juros e taxas de administração, é capturada pelo circuito financeiro. Apesar de demonstrar preocupação em afirmar que o crescimento financeiro tem na sua

origem a produção de mais-valia, Chesnais (1998, p. 15) argumenta que após o rendimento criado no âmbito produtivo ser capturado pela esfera financeira “podem se dar, dentro do campo fechado da esfera financeira, vários processos de valorização, em boa parte fictícios, os quais fazem inchar ainda mais o montante nominal dos ativos financeiros”.¹ Essa noção de que somente após capturados pela esfera financeira os fundos podem dar lugar a valorização especulativa não condiz com a realidade prática dos processos especulativos nos quais massas monetárias em volume crescente realizam a auto-profecia de aumento do preço dos ativos à medida que se canalizam para um mercado financeiro em alta.

Baseado na noção de superprodução e de estruturas de produção oligoplizadas, Chesnais argumenta que as grandes empresas lograram ajustar seu volume de produção e sua política de preços às taxas declinantes de crescimento. Mas não só. Ajustaram também o modo de gestão da força de trabalho de maneira a adequá-lo às necessidade de valorização num contexto de crescimento em declínio e concorrência em alta. Conclui que a hipertrofia da esfera financeira é parte de um modo de regulação adaptado à necessidade das grandes empresas industriais e financeiras de manter suas posições (1996b, p.256). E assim nos remete à figura 1 do capítulo introdutório na qual ilustra a disparidade entre o crescimento dos ativos financeiros e a formação bruta de capital fixo (idem, p.13). A hipertrofia financeira se evidencia a partir da comparação da divergência no crescimento “do intercâmbio comercial, o dos fluxos de investimento direto e o das transações nos mercados de câmbio” (1996a, p. 243).

Para Serfati (1998) o capital portador de juros passa do *status* de subordinado ao circuito do capital produtivo ao *status* de dominante de tal modo que “a força de trabalho e o ciclo produtivo estão, cada vez mais, em movimento para satisfazer às exigências do capital portador de juros” (p. 170). A tese da inversão de papéis é sustentada à partir de uma análise da atividade financeira dos grupos industriais franceses. Serfati argumenta que as “decisões relativas às atividades de produção estão cada vez mais encerradas na rede de contradições e de oportunidade geradas pelas ‘finanças globais’” (p. 142). As decisões relativas ao modo de valorização sofreram nos últimos anos

muitas modificações, o que torna os grupos industriais cada vez mais financeiros. A respeito do envolvimento dos grupos industriais no mercado cambial e de derivativos, Serfati (1998, p. 152) argumenta: “Esse comportamento aumenta a importância das estruturas ligadas às atividades financeiras puras, e coloca cada vez mais (...) os grupos industriais na ‘vanguarda’ das inovações financeiras”. A conduta dos grupos industriais, marcada pela dilatação entre a circulação dos ativos financeiros e movimento do capital produtivo, caracteriza-os como “um dos vetores mais poderosos da autonomização da circulação financeira e da dilatação desmesurada, mas puramente nominal, desse capital, conferindo-lhe um caráter amplamente ‘fictício’, no sentido dado por Marx” (pp.168-169). Na seqüência o autor argumenta que a dissociação entre a forma financeira e a produtiva do capital sempre esteve presente, entretanto, tal fenômeno foi impulsionado pela globalização financeira, ao passo que as atividades básicas conservam-se no âmbito produtivo, “Mas as dimensões financeiras do movimento do capital tornaram-se onipresentes; elas criam (...) tensões entre aqueles cujo futuro está ligado às ‘atividades’ do grupo e aqueles para os quais o critério fundamental é o painel de controle” (p.169), referindo-se ao anúncio periódico dos dividendos. Como se verá adiante o crescimento da atividade financeira das empresas não-financeiras decorre do necessário aumento da massa de capital dinheiro latente que acompanha a concentração do capital e o desenvolvimento da composição técnica.

Gontijo (2009) afirma que o *capital especulativo parasitário*² em que se transformou o capital fictício “passou a subordinar o *capital industrial*, tornado-se dominante no processo, com a velocidade com que dele se distanciou e com a magnitude que adquiriu, apoiado na dívida pública e no sistema financeiro especulativo” (p.16). Mais abaixo argumenta que a desaceleração econômica levou “o capital a deslocar-se para a órbita especulativa, expandindo consideravelmente o capital fictício parasitário, amplificado pela explosão das dívidas dos Estados nacionais, a ponto deste tornar-se dominante no processo, subordinando o capital produtivo a seu controle e estabelecendo novas normas e regras para o Estado garantir sua preservação” (p.16). Essa

riqueza financeira para materializar-se exige o “uso do Estado como instrumento de conversão dessa riqueza fictícia em riqueza real, por meio de severos ajustes de suas finanças, visando capacitá-lo a honrar o pagamento dos seus juros e transferindo-lhe parcela da riqueza real extraída da sociedade, através da cobrança de impostos...” fenômeno que teria levado à “redução do papel do Estado como *agente de legitimação*” (p.17). Comparando os dias atuais às grandes expansões financeiras do passado o autor diz: “A novidade está na magnitude dessa expansão e na dominância do *capital financeiro parasitário* sobre o *capital industrial*, o que caracteriza a etapa atual de desenvolvimento do capitalismo como de *globalização financeira*” (p.17).

Gontijo e Oliveira (2010, p. 11) identificam a “progressiva financeirização da riqueza, com o aumento da relação ativo financeiros/PIB e da relação encargos financeiros/lucros”. Os autores ressaltam, com base na literatura sobre o tema, que num ambiente de riqueza financeirizada, como observado a partir dos anos 70, verificasse, por um lado, o aumento da relação ativos financeiros/PIB, uma participação progressiva dos *rentiers* na apropriação de lucros nas empresas não-financeiras e, por outro lado, uma redução nos investimentos e nos lucros do setor produtivo como proporção do PIB.

Para Husson (2010) a financeirização da economia se deriva da mudança da relação salarial ocorrida a partir dos anos 80. Para a escola da regulação, a quebra do modo de regulação fordista implicou num aumento da taxa de exploração da força de trabalho já que permitiu que a produtividade se descolasse do aumento do salário real. Esse aumento da exploração teria permitido a recuperação da taxa de lucro, mas ao meso tempo criou um problema de contração da demanda proveniente dos salários. Desse modo, um *gap* crescente foi se abrindo entre lucratividade e taxa de acumulação. Essa diferença crescente entre taxa de lucro e taxa de acumulação representa para ele um índice de financeirização na medida em que representa a absorção pela esfera financeira de parte crescente da mais valia realizada na produção. “É legítimo chamar de *financeirização* a distância entre o lucro e a acumulação, já que o lucro não acumulado corresponde principalmente à distribuição de rendas financeiras”.³

Carcanholo e Sabadini (2009) defendem a idéia de dominação financeira quando dizem que “em nossa época ... o capital fictício transformou-se em dominante” (p.42). “O capital fictício tem alcançado predomínio sobre o capital substantivo”. Transformou-se “de pólo dominado para dominante” (p.47). Para tal definem o capital fictício em dois tempos: primeiro enquanto valor que representa o capital real (tipo 1) e depois como valor que diverge do valor subjacente (tipo 2). No caso das ações, o tipo 1 seria a o valor de fundação da empresa financiada com a emissão de ações e o tipo 2 a variação do valor dessas ações na bolsa. Ora, essa distinção é totalmente artificiosa já que a possibilidade de variação de preço faz parte da definição de capital fictício já que este último como mercadoria está sujeito às variações entre oferta e demanda além dos efeitos oriundos das variações no fluxo de rendimentos. Quando introduzem a dívida pública a ginástica tem que ser maior. A dívida pública tipo 1 é aquela aplicada à produção de algum tipo de riqueza e a tipo 2 é aquela correspondente a gastos que não se traduzem no aumento da riqueza como, por exemplo, os salários dos funcionários públicos.⁴

Foster e Magdoff (2009)⁵ seguem a tradição subconsumista-estagnacionista da *Monthly Review*, revista fundada em 1949. Para eles financeirização é “a mudança do centro de gravidade da economia da produção para a finança” (p.18 e 77). A característica distintiva do capitalismo monopolista é a simbiose entre estagnação e financeirização.⁶ Os pilares nos quais se apóiam suas visões são a teoria estagnacionista baseada no subconsumo de Sweezy(1973) e a teoria estagnacionista que incorpora o papel dos oligopólios na contenção do ritmo de crescimento de Baran e Sweezy (1968).⁷ Para eles a financeirização resulta da estagnação e nada mais é do que o resultado da inversão da relação entre crescimento e especulação. Antes as bolhas especulativas sinalizavam o final de um *boom* econômico. Com o capitalismo monopolista e sua inerente tendência à estagnação, os processos especulativos são a forma de manter a valorização dos lucros que já não podem ser aplicados em investimentos produtivos devido ao subconsumo. O crescimento dos monopólios gera lucros monopolistas que não podem ser reinvestidos.

Essa massa de capital monetário se dirige às aplicações financeiras apoiada pela emergência de novos produtos financeiros (p.79-80). É dessa simbiose que surgem as ondas recorrentes de especulação financeira das últimas décadas (p. 92)

Foster e Magdoff (2009) se apóiam na visão de Magdoff e Sweezy para dizer que “a finança se tornou a atividade dominante nas economias capitalistas maduras” (p.54). A evidência da dominação financeira que aduzem é o crescimento da porcentagem dos lucros financeiros nos lucros totais (p.92). E citam a importância dos lucros financeiros mesmo nas empresas não-financeiras.⁸ Por fim, dizem: “financeirização se manifesta no crescimento da dívida em relação ao PNB” (p.19 e 91).

De forma genérica, o conceito de financeirização do capital vem sendo empregado como sinônimo de dominância financeira em relação ao lado real da economia. As evidências empíricas de financeirização apresentam a regularidade esperada já que a força dominante dessas interpretações é precisamente o crescimento das finanças. Assim, a confirmação empírica da financeirização consiste basicamente na comparação das taxas de crescimento dos ativos financeiros relativamente a dos ativos reais. Pode-se observar que as diversas abordagens convergem para a utilização de evidências empíricas baseadas na relação entre o crescimento dos ativos financeiros comparativamente aos ativos reais; no crescimento das transações com títulos financeiros como proporção do produto interno ou do produto nacional bruto; no aumento das operações cambiais, dentre outros.

Limitações das teorias da financeirização

Primeiramente é preciso observar que a redução do ritmo de crescimento da economia mundial implica que os fundos de acumulação formados no interior do circuito do capital produtivo têm que permanecer por mais tempo como capital dinheiro latente já que maior é o tempo que tem que transcorrer antes que o efeito acelerador do investimento se manifeste. Esse fato produz a ilusão de que a força que move a financeirização é a procura por uma forma de valorização alternativa à valorização produtiva. Mas é claro que em qualquer

circunstância que seja o capital dinheiro latente deve se valorizar enquanto capital portador de juros durante o seu período de latência.

Vê-se que o nexo das finanças com o setor produtivo não é apresentado em nenhum momento, apenas a noção genérica e imprecisa de crescimento dos ativos financeiros e, entre eles, das formas de capital fictício, crescimento esse próprio do desenvolvimento do capitalismo. Parte importante do crescimento do capital fictício é explicada pelo financiamento, através de emissões acionárias, causado pelo aumento da importância do capital fixo no capital total.

A visão de Foster e Magdoff apresenta problemas. Se imaginarmos um sistema em estagnação pura, como a reprodução simples, por exemplo, temos que considerar que o sobreproduto é inteiramente vendido. Ora, a parte destinada à esfera financeira indica que a reprodução simples não advém do consumo de todo o sobreproduto por parte dos capitalistas já que uma parte dele é objeto de investimento financeiro. Uma parte do sobreproduto é, portanto, vendida a outros capitalistas, parte essa que não representa consumo capitalista. Dessa forma há de haver algum crescimento já que uma parte do sobreproduto parece representar bens de capital. Esse grau de acumulação implícito na compra de bens de capital por parte dos capitalistas implica que deve haver um crescimento contínuo do sobreproduto e, portanto, da massa de lucro. Se essa massa crescente representa a realização em dinheiro de uma parte do sobreproduto acima do consumo capitalista isso significa que os capitalistas compram sobreproduto na forma de meios de produção. Como podem fazê-lo e ao mesmo tempo manterem, enquanto classe de capitalistas monopolistas, o dinheiro permanentemente na esfera financeira?

Digno de nota é também a tentativa de aproximação entre Marx e Keynes (p.82) que realizam com o intuito de mostrar que ambos fornecem elementos teóricos para a possibilidade de contradição entre acumulação real e especulação financeira. Esse elemento teórico, segundo eles, é a dualidade ente propriedade de ativos reais e propriedade de títulos de direito sobre esses ativos reais. Porém se isso for aplicado, como parece estar implícito em suas análises, para o caso das ações, um erro básico estaria sendo cometido,

pois as ações não representam direitos sobre o capital real, mas sim, direitos sobre uma fração dos lucros gerados pelo capital real. Aliás, é daí que Marx retira o importante conceito de capital fictício, conceito que para eles não tem nenhuma função na análise da financeirização..

Husson parece sobredeterminar a explicação para o fenômeno de redução do ritmo de crescimento da economia: primeiro como resultado da mudança de governança corporativa com a influência crescente dos acionistas. Neste caso a acumulação se reduz porque uma fração maior dos lucros são distribuídos na forma de dividendos e, portanto, uma fração menor dos lucros é utilizada para a expansão do capital produtivo. Mas há uma segunda explicação que se soma à primeira: o aumento da taxa de lucro obtido através do aumento da taxa de mais valia que teria bloqueado a possibilidade de reinvestimento devido à contração da demanda proveniente dos salários.

Capital monetário, fictício e acumulação real

Esta seção tem por objetivo mostrar que muitas das evidências empíricas utilizadas pelos defensores das teses de financeirização da economia podem ser derivadas diretamente da acumulação de capital e de suas tendências imanentes.

Acumulação monetária e acumulação real

Com o desenvolvimento do sistema bancário a acumulação monetária se expande mais rapidamente do que a acumulação real uma vez que é capaz de captar, em escala crescente, massas monetárias que não representam acumulação de capital, i.e., massas monetárias que não representam fundo de acumulação, fundo de depreciação ou fundo de capital circulante.⁹ “A massa de capital monetário cresce independentemente da acumulação real” devido aos desenvolvimentos técnicos do sistema bancário: 1. expansão e concentração do sistema bancário que permite a concentração de massas monetárias dispersas; 2. poupança de fundo de reserva de meios de pagamento privados já que as funções de circulação são realizadas pela simples transferência de crédito (idem, pp. 495 e 500),

fator que aumenta a porção do dinheiro dos capitalistas que permanece depositado nos bancos. Com essa crescente concentração do dinheiro nos bancos e sua transformação em empréstimos, cresce a fração da mais valia que se converte em lucro bancário, fração essa que se adiciona à massa de capital monetário disponível nos bancos para empréstimo.¹⁰ Todos esses fenômenos produzem uma tendência de redução da taxa de juros que segundo Marx é independente da regulação da taxa de juros imposta pela tendência ao decréscimo da taxa de lucro que resulta do desenvolvimento do capitalismo (Marx, III, p.361). Quanto menor é a taxa de juros maior é o lucro do empresário, a diferença entre mais valia e juros. Isso significa que além do mecanismo cíclico de aumento da taxa de lucro de empresário, há também uma tendência secular no sentido do aumento do endividamento.¹¹

Essa crescente concentração de dinheiro no sistema bancário conduz a uma elevação secular da relação dívida/produto assim como a uma elevação do próprio capital bancário. Este último se compunha na descrição de Marx de notas promissórias, títulos da dívida pública e ações (p.469). Hoje além dos títulos da dívida pública e das ações o capital bancário inclui debêntures corporativas, que são títulos de dívida de empresas não-financeiras, hipotecas residenciais e comerciais e outros (FMI, abril 2009, p.68, tabela 1.13).

Rotação do capital e "financeirização"

As diferentes formas de rotação do valor do capital produtivo devem ser analisadas, pois dão lugar a diferentes necessidades de valorização do capital dinheiro latente que a rotação do capital gera. É importante frisar que Hilferding (1985) desenvolve essa análise com um objetivo diferente, qual seja, o de explicar a transformação do capital dinheiro latente em capital de empréstimo pelo sistema de crédito. Aqui procuramos observar o mesmo processo do ponto de vista da função de *capitalista monetário* a que o capitalista produtivo está sujeito com base no capital dinheiro latente que a rotação do seu capital necessariamente produz. Para isso distinguiremos a rotação do capital circulante da rotação do capital fixo.

O uso parcelado do capital dinheiro para a compra dos elementos do capital circulante faz com que uma parcela desse valor sempre exista na forma de capital dinheiro latente (Hilferding, 1985, p.72). Esse é o caso dos gastos relacionados ao pagamento da força de trabalho e às compras dos elementos do capital constante circulante. O aumento da produtividade do trabalho com a mecanização da produção aumenta a massa de matérias primas, materiais e componentes transformados em determinado espaço de tempo. Ao mesmo tempo a mecanização reduz o período de trabalho. A massa de dinheiro constantemente inativa aumenta, mas diminui o tempo de sua inatividade devido à redução do tempo de rotação do capital circulante. Assim, das transformações do capital produtivo surgem necessidades de diversificação das formas de capital a juros disponíveis para acomodar a necessidade de valorização dessas massas de capital monetário durante períodos mais curtos.

Com o desenvolvimento das forças produtivas a função de *capitalista monetário* realizada pelo capitalista produtivo cresce à medida que o capital se concentra, concentrando-se também a massa de capital monetário necessária para a ampliação da escala produtiva. Trata-se aqui do fundo de acumulação, massa de capital dinheiro latente que deve aumentar até atingir a magnitude compatível com a ampliação da capacidade produtiva. Aqui temos uma duplicação importante pois do ponto de vista do capitalista produtivo essa massa monetária deve funcionar como valor que se valoriza na forma $D - D'$. Para aqueles que adquirem o dinheiro, os bancos por exemplo, essa mesma massa monetária dá lugar à atividade creditícia.

O desenvolvimento das forças produtivas, ligado que está ao crescimento da importância do capital fixo no processo de produção, conduz a um aumento da magnitude do fundo de depreciação correspondente. Isso significa que à medida que aumenta a concentração do capital deve crescer a relação entre ganhos oriundos do capital portador de *juros* (ℓ_j) e lucros oriundos da *produção* (ℓ_p). Isso se dá por dois motivos: primeiro porque o crescimento da massa de mais valia é contido pela crescente mecanização da produção e segundo porque essa mesma mecanização aumenta o fundo de depreciação assim como o tamanho mínimo do capital necessário para

ampliar a escala. Neste caso, diferentemente da rotação do capital circulante, a massa de capital monetário que o capitalista produtivo deve operar como capitalista monetário se expande e deve permanecer nesse estado por períodos maiores de tempo. A essa parte do capital dinheiro conservado na forma latente deve corresponder formas de capital a juros de mais longo prazo já que esses valores permanecem disponíveis na forma dinheiro por períodos mais longos.¹²

O crescimento da importância do capital fixo como proporção do capital total dá lugar a um fenômeno importante. Uma parte crescente do valor do capital adiantado, a forma dinheiro do valor correspondente à depreciação, deve permanecer na forma dinheiro por um período de tempo correspondente ao período de renovação do capital fixo. Isso implica que uma parte crescente do capital deve ser mantida no circuito de valorização financeira e essa é uma das bases sobre as quais se assenta a noção de financeirização: a contenção da acumulação real pela manutenção do capital dinheiro na esfera financeira. No entanto, essa maior permanência na esfera financeira não advém da dominância da valorização $D - D'$ sobre a valorização produtiva $D \dots P \dots D'$ mas sim porque esta última requer a valorização financeira de massas maiores de capital dinheiro latente por períodos de tempo relativamente prolongados.

O aumento da atividade do capitalista produtivo enquanto *capitalista monetário* deve aumentar a razão entre lucros financeiros e lucros totais. O aumento dessa razão é tomado como evidência de financeirização. Mas na medida em que esse aumento decorre do incremento do capital fixo no capital total que acompanha o aumento da escala do capital, segue que o aumento da razão ℓ_f/ℓ_p decorre, em última análise, do aumento da composição técnica do capital.

Capital fixo e capital fictício

Com o crescimento da importância do capital fixo no capital total cresce a necessidade de financiamento de longo prazo – que os bancos não podem fazer sob pena de imobilizarem o capital monetário na forma de capital industrial. Cresce o papel das emissões de ações como forma de financiamento do capital fixo. O crescimento do volume de ações, reflexo do aumento da importância do capital fixo,

deve espelhar-se numa crescente proporção capital acionário/capital total. O aumento cíclico do preço das ações que acompanha a melhoria da taxa de lucro de empresário na fase expansiva dá lugar à entrada em cena dos “cavalheiros do crédito”, aqueles empreendimentos especulativos realizados com base no crédito. A crescente importância do capital fictício na forma das ações deve dar lugar a ciclos especulativos de escala ampliada relativamente ao capital produtivo da economia e esse deve ser um dos fundamentos da ilusão de que as finanças se descolaram de sua base real.¹³ No entanto, isso acontece porque o capital produtivo é crescentemente fundado na emissão de ações e a especulação é crescentemente facilitada pela concentração de dinheiro nos bancos, ambos aspectos ligados à base real da economia. Daí a recriação em escala cada vez maior da febre cíclica de fazer dinheiro sem produção, através do uso do crédito para fins especulativos, fato que explica a aparência de que as finanças teriam se autonomizado em relação ao capital produtivo. A alteração do valor das ações ao longo do ciclo não altera o valor do capital que elas representam, apenas dão lugar a um aumento dos gastos de consumo por parte daqueles que logram obter ganhos especulativos. A esse aumento dos gastos de consumo pode corresponder um maior fluxo de capital constante circulante nas empresas ou até mesmo ampliação da capacidade instalada. O valor do capital assim expandido, porém, é resultado de gastos de dinheiro que têm outra origem: os lucros acumulados da própria empresa ou o acesso a crédito adicional. Na crise as ações despencam de valor porque todos vendem para evitar perdas. Nesse primeiro momento a perda de valor das ações não corresponde a nenhuma perda de valor do capital real. Em seguida, como reflexo do fechamento de empresas e da subutilização da capacidade instalada, o próprio valor do capital é destruído (Marx 1975, III, p. 468).

Valor da força de trabalho e acumulação de capital monetário

Como se sabe o valor da força de trabalho inclui determinantes histórico-morais. Um dos desenvolvimentos mais importantes do período transcorrido após a segunda guerra mundial até os dias de hoje foi a provisão monetária de consumo para a força de trabalho

após os anos de vida útil produtiva. Essa provisão monetária atingiu proporções tais de modo a transformar o mercado financeiro. Dados do sistema de contas nacionais dos EUA, mais especificamente a tabela F.118 do *Flow of Funds Accounts*, atestam a enorme expansão desse componente do mercado de dinheiro e seu impacto nas formas de financiamento das empresas.¹⁴ De fato, parte importante da carteira de investimentos dos fundos de pensão é constituída de títulos de dívida corporativa, uma forma de financiamento alternativa ao crédito bancário crescentemente utilizada pelas empresas não-financeiras. Essa provisão para o consumo futuro necessariamente tem que assumir a forma monetária e é uma fonte de acumulação monetária que não reflete a acumulação real.

Concentração do capital, internacionalização produtiva e "financeirização"

A atividade financeira do capital produtivo tende a crescer com a internacionalização de sua atividade produtiva e nesse sentido ela é dependente e não autônoma e dominante como pregam os defensores das teses da financeirização. Na sua atividade internacional o circuito do capital se completa não com a fase D' mas sim com a fase que corresponde à remessa de lucros à matriz. Supondo que a filial seja mantida em regime de reprodução simples o processo como um todo poderia ser representado pelo ciclo do capital industrial seguido da conversão da mais valia de dinheiro nacional, d , para dinheiro estrangeiro, d_e :

$$D - M \left(\frac{FT}{MP} \right) \dots P \dots M' - D' \left(\frac{D}{d \rightarrow d_e} \right)$$

Duménil e Levy (2004) mostram a importância dos lucros repatriados aos EUA pelas suas filiais ao redor do mundo. Esse montante de lucros é um dos balizadores das operações cambiais das empresas industriais, fenômeno esse que Serfati (1996) toma como evidência da inversão de papéis entre esfera financeira e ciclo produtivo. É claro que para dar estabilidade à sua lucratividade internacional, as empresas que operam no exterior e remetem lucros para suas matrizes devem comprar a garantia de câmbio futuro junto a

uma instituição financeira que funciona como uma espécie de seguradora. Essa operação, ao contrário de indicar a predominância financeira sobre o ciclo produtivo, obriga a empresa multinacional a incorrer em custos relativos ao seguro do câmbio a uma taxa pré-determinada. O fato de operarem em larga escala nesse mercado apenas evidencia a disponibilidade de largas somas de capital dinheiro latente à sua disposição.

Por fim é importante notar que títulos de dívida pública, ações, debêntures, *commercial papers* constituem formas variadas de captar dinheiro e, portanto, campo de investimento do capital monetário disponível (Marx, 1967 p.478). São, portanto, investimentos passíveis de serem realizados com base em capital monetário alheio. Isso significa que o campo de atuação do capital monetário não é necessariamente o campo de atuação do proprietário do capital monetário. Isso é importante porque explica a duplicação de um título de dívida: uma vez como empréstimo bancário; outra como compra de um título de dívida. Isso é especialmente o caso quando se tem diferenças de juros que permitem ganhos a partir de investimentos financiados com dívida, como foi o caso recente no qual os empréstimos bancários poderiam ser obtidos para financiar posições em títulos baseados em hipotecas residenciais de mais altas taxas de juros; ou, como observado anteriormente, quando os aumentos de preços desses títulos permitem ganhos de capital no interior do processo especulativo. Abstraídas essas duas circunstâncias aqueles títulos constituem campo de atuação do capital monetário de origem: por exemplo, um fundo de pensão que investe em debêntures corporativas ou ações; ou um fundo mútuo de famílias abastadas que investem em *commercial papers*.

Conclusões

Em termos gerais as teses da financeirização contêm uma dificuldade teórica básica que diz respeito à relação entre taxa de juros e taxa de lucro. É difícil argumentar a dominância financeira sobre a produção quando a taxa de juros é regulada pela taxa de lucro. Sintomaticamente, a literatura que desenvolve essa temática é absolutamente silenciosa sobre esse plano da teoria. Mas a questão é

ainda mais interessante. Se “a taxa de juros tem também uma tendência a cair independentemente das flutuações da taxa de lucro” (Marx, III, p.361), então, a “dominância financeira” parece se contrapor a uma dificuldade tanto teórica quanto prática. Se a taxa de lucro regula a taxa de juros e é o determinante decisivo do limite máximo da taxa de juros então como se pode argumentar que as finanças terminaram por dominar a atividade produtiva?

As teorias da financeirização parecem reeditar em outro contexto o problema da desproporcionalidade na teoria marxista das crises. As crises financeiras seriam explicadas pelo crescimento desproporcional das finanças relativamente à base que lhe dá sustentáculo, qual seja, o setor produtor de mais valor. Mas há uma saída talvez mais interessante e mais aderente às indicações de Marx acerca da relação entre esfera financeira e esfera real. Sabemos que Marx vê no sistema de crédito, na medida em que concentra capital monetário e reduz a um mínimo a reserva coletiva da classe capitalista, um instrumento que imprime à acumulação de capital uma elasticidade tal que leva ao rompimento na forma de crises econômicas. Pois bem, o capital portador de juros na forma de um empréstimo bancário não é capital fictício, mas pode servir de base à criação de capital fictício se for vendido como um título que dá direito aos juros que advém do empréstimo realizado. Enquanto título passível de ser comprado ele vira objeto de investimento por parte de um segundo capital monetário disponível para empréstimo. Isso pressupõe uma diversificação das instituições tal que uma dívida bancária, e.g., uma hipoteca, possa ser vendida como um direito ao recebimento dos juros que emanam daquela dívida. Esse processo que se denominou de securitização dá uma nova elasticidade ao processo real de acumulação na medida em que é capaz de mobilizar recursos para empréstimos sucessivos. A pressão que se exerce sobre a esfera real aumenta na proporção da celeridade com que os novos fundos se criam e têm que ser desovados na forma de empréstimos.

As visões sobre financeirização sofrem, em geral, de duas deficiências congênitas. Primeiro, as noções de dominação financeira sobre o lado real bipartem a economia em esferas que não são propriamente separáveis. Sabemos que Marx estuda a acumulação

monetária e a acumulação real não porque sejam dois fenômenos separados. Ao contrário, grande parte da acumulação monetária é um reflexo da acumulação real. As estuda justamente para ver o grau em que a acumulação monetária pode divergir da acumulação real em virtude da expansão e desenvolvimento do sistema de crédito. É importante notar que sem sistema de crédito, e abstraindo a existência de capitalistas monetários, a acumulação monetária seria completamente determinada pela acumulação real já que os fundos de consumo dos capitalistas e dos trabalhadores não poderiam ser mobilizados para a acumulação de capital. Uma vez bipartida a economia em esferas separadas, a dominação financeira sobre o lado real não pode ser deduzida de uma análise da relação entre as duas. É, portanto, deduzida de uma justaposição das duas esferas e freqüentemente na forma de uma comparação entre suas respectivas taxas de crescimento. Como um empréstimo transformado em capital fictício parece duplicar a esfera financeira, conclui-se pela dominância da esfera financeira sobre a esfera real. A segunda deficiência é que as evidências empíricas que aduzem se derivam naturalmente da análise do desenvolvimento do capital produtivo: aumento da relação dívida/capital e dívida/produto; aumento relativo dos lucros financeiros; aumento do capital fictício relativamente ao capital real, ciclos especulativos em escala ampliada, todos esses fenômenos estão inscritos no desenvolvimento do capitalismo. Por fim, a dominância financeira deveria se traduzir num distanciamento crescente entre taxa de lucro e taxa de acumulação. Esse distanciamento poderia ser tomado como sintoma de que o desvio dos lucros adquiridos na produção para a esfera financeira fosse de fato a expressão do predomínio de $D - D'$ sobre o circuito do capital produtivo $D \dots P \dots D'$. Mas isso é impossível, pois é a expressão, isto sim, de um processo especulativo finito. A impossibilidade teórica do predomínio financeiro se revela empiricamente no fato de que taxa de lucro e taxa de acumulação não parecem ter se distanciado com o tempo.¹⁵

Por fim é importante salientar que a falta de uma teoria coerente sobre a relação entre a esfera financeira e a esfera real baseada nos fundamentos teóricos desenvolvidos por Marx é mais um motivo pelo qual muitos marxistas sucumbem a Keynes e a Minsky quando se

defrontam com as dificuldades de interpretação a respeito dos fenômenos financeiros e das crises da atualidade.

Abstract

Several Marxists have interpreted trends in contemporary capitalism as evidence of financialisation. The latter is understood as the dominance of finance over production. This paper argues that those trends that are taken as evidence of financialisation, such as the ever growing proportion of debt to GNP, the increase of fictitious capital, the augmentation of enterprises' financial profits as a proportion of production profits, can all be straightforwardly derived from the normal tendencies of capitalist development. The paper finally suggests the need for a more thorough theoretical development of the relationship between the finance sphere and the productive sphere so as to allow for a better comprehension of the dynamics of modern capitalism.

Key-words: financialisation; money capital and real capital; critique of financialisation.

Referências

- BARAN, Paul e Paul Sweezy. *Monopoly Capital: an essay on the American economic and social order*. New York e London: Modern Reader Paperbacks, 1968.
- CARCANHOLO, Reinaldo e Paulo Nakatani. "O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro característico da globalização". *Ensaio FEE*, v.20, n.1, pp. 284-304, 1999.
- CARCANHOLO, Reinaldo e Maurício Sabadini. "Capital fictício e lucros fictícios". *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, no. 24, pgs. 41-65, junho de 2009.
- CHESNAIS, François. *A Mundialização do Capital*. São Paulo: Xamã, 1996a
- CHESNAIS, François. *La mondialisation financière: gèneses, coûts et enjeux*, (org.). Paris: Syros, 1996b.
- CHESNAIS, François. *A Mundialização Financeira: gèneses, custos e riscos*, (org.). São Paulo: Xamã, 1998.

- FOSTER, John Bellamy e Fred Magdoff. *The great financial crisis: causes and consequences*. New York: Monthly Review Press, 2009.
- FOSTER, John Bellamy e Fred Magdoff "Implosão financeira e estagnação: de volta à economia real". *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, no. 24, pgs. 7-40, junho de 2009.
- Fundo Monetário Internacional. *Global Financial Stability Report: Responding to the financial crisis and measuring systemic risks*. Washington D.C.: abril de 2009.
- GERMER, Claus M. "Marx e a divisão do lucro médio em juro e lucro do empresário". XXXV *Encontro Nacional de Economia - ANPEC*, Recife, 4 a 7 de dezembro de 2007.
- GONTIJO, Cláudio e Fabrício Augusto de Oliveira. *Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro e os efeitos da crise sobre o Brasil*. Belo Horizonte: Corecon, março de 2009.
- GONTIJO, Cláudio e Fabrício Augusto de Oliveira. "A Crise da Globalização Financeira". *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/1684_727fec2b4c2406f4d691e96d105a1719.pdf> Acesso em fevereiro de 2010.
- HILFERDING, Rudolf. *Finance Capital: a study of the latest phase of capitalist development*. Londres e Boston: Routledge & Kegan Paul, 1985.
- MARX, Karl. *Capital, A Critique of Political Economy*, vol.III. New York: International Publishers, 1967.
- HUSSON, Michel. "Finance, hyper-concurrence et reproduction du capital". Disponível em <<http://hussonet.free.fr/finamarx.pdf>> Acesso em fevereiro de 2010.
- HUSSON, Michel. "La hausse tendancielle du taux de profit". Janeiro de 2010.
- PINTO, Geane C. R. Riqueza material e financeirização do capital: uma análise crítica. Monografia de graduação, *Universidade Federal do Paraná*, 2009.
- SERFATI, Claude. "Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie", in François Chesnais (org.) *La mondialisation financière. Gênes, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996.
- SERFATI, Claude. "O Papel dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia". In: Chesnais, François (org.) *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

Notas:

- ¹ O próprio caráter fictício de determinados ativos causa a impressão de grande volume devido à sua sucessiva comercialização. Nesse sentido a predominância seria mais ilusória do que real.
- ² Gontijo credita o termo *capital especulativo parasitário* a Carcanholo e Nakatani (1999).
- ³ Disponível em <http://hussonet.free.fr/finamarx.pdf>, acesso em fevereiro de 2010. (Tradução própria). O argumento do autor é baseado nos números apresentados pelas variáveis lucro e acumulação, a partir dos anos 80, para os países da OCDE.
- ⁴ Duas críticas devem ser feitas à formulação de Carcanholo e Sabadini (2009). Primeiro: é indiferente à definição de capital fictício o fim a que se destina a soma originária dele. Um papel da dívida pública não se distingue de outro pelo fato de ter sido fonte de financiamento de um porto enquanto o outro tenha sido destinado a gastos administrativos. Ambos dão origem a uma dívida que gera um fluxo de juros regular. O dinheiro originário se transformou em gastos públicos e não existe mais. No seu lugar preserva existência o direito ao recebimento de juros oriundos daquela dívida. A precificação desses juros como o valor de um capital que lhe dá origem produz a aparência de existência simultânea de outro capital lado a lado com o capital monetário originário a partir do qual o título de dívida foi emitido. Esse fenômeno é independente do tipo de uso a que foi destinado o capital monetário originário. Segundo: é parte inerente à definição de capital fictício a possibilidade de mudança de seu preço.
- ⁵ Tradução do capítulo 6 desse livro encontra-se disponível na *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, no. 24, de junho de 2009.
- ⁶ Essa discussão é apresentada em *Stagnation and Financial Explosion*.
- ⁷ Baran e Sweezy (1968) argumentam que os oligopólios baniram a concorrência de preços (p.58-59). Com isso a teoria geral de preços apropriada a essa economia passou a ser “a teoria tradicional dos preços de monopólio clássica e neo-clássica”, agora erguida ao patamar de caso geral e não mais especial (p.59). Somada à tendência das grandes corporações de diminuir constantemente os custos os autores derivam a tendência ao contínuo aumento do excedente (p.67). Daí é um passo para abandonar a teoria da tendência decrescente da taxa de lucro em favor da teoria da tendência ao aumento do excedente (p.72). Como os dividendos, a partir dos quais a classe capitalista efetua o seu consumo, aumentam com uma defasagem em relação ao aumento dos lucros, o consumo capitalista cai como proporção do excedente. Isso significa que teria que crescer

continuamente a proporção do excedente destinada ao investimento. Mas os autores não vêm sentido nisso pois "significaria que um volume cada vez maior de bens de capital seriam produzidos com o único fim de produzir mais bens de capital no futuro. O consumo seria uma proporção decrescente do produto e o aumento do estoque de capital não teria nenhuma relação com o aumento do consumo" (p.81). "Mais cedo ou mais tarde o excesso de capacidade seria tão grande que desencorajaria investimentos ulteriores" (p.82). Essa é, pois, a tendência à estagnação segundo Baran e Sweezy: a retração dos investimentos, e portanto da renda e do emprego, é provocada pela própria tendência ao aumento dos lucros gerados pelos oligopólios.

- ⁸ Mas, como vimos, o aumento da função de capitalista monetário por parte do capitalista produtivo é um resultado necessário do desenvolvimento do capitalismo: os fundos de depreciação e acumulação, fundos esses que crescem com a concentração dos capitais, têm que atuar como capital portador de juros durante o período de tempo no qual jazem inermes.
- ⁹ Com o crescimento da riqueza de uma nação cresce o número de famílias que vivem das riquezas acumuladas durante sua fase produtiva. Essas famílias dispõem seu capital na forma de capital portador de juros e, portanto, fazem crescer a massa de capital monetário à disposição da sociedade à medida que crescem em número (Marx, III, cap. XXII, p.361). Nos países imperialistas uma fração da classe operária ascende à condição de proprietária de fundo de pensão à partir do qual se desenvolvem instituições especializadas no manejo de investimentos financeiros próprios desses fundos. A acumulação monetária correspondente também não reflete a acumulação de capital.
- ¹⁰ Esse crescimento secular da acumulação monetária não deve ser confundido com a plethora de capital monetário que se segue à crise. Nessa fase os fundos de acumulação e depreciação crescem sem a perspectiva imediata de mobilização produtiva já que o capital produtivo se apresenta numa fase letárgica durante a qual não há necessidade de expansão de capital fixo ou circulante.
- ¹¹ Também neste caso a tendência secular não deve ser confundida com o comportamento cíclico da taxa de lucro de empresário. À medida que a expansão retoma o seu fôlego e a taxa de lucro aumenta mais do que a taxa de juros, a taxa de lucro de empresário aumenta proporcionalmente à intensidade do endividamento. Para ver isso basta notar que a *taxa de lucro do empresário* é a razão entre o lucro do empresário (ℓ_e) e o capital próprio (c_p). Quanto mais elevada for a quantidade de capital emprestado relativamente ao capital próprio maior será a massa de lucro do empresário a ser dividido pelo capital próprio e, portanto, maior será a razão ℓ_e/c_p , a taxa de lucro do empresário. A expansão trás em seu bojo um crescimento do crédito como arma da concorrência e, portanto, um crescimento da relação dívida/capital. Ver a esse respeito Hilferding (1985, capítulo 5, p.93) e a esclarecedora formalização de Germer (2007).

- ¹² Hilferding considera que a mecanização da produção tem dois efeitos contrários: diminui o tempo de trabalho com o que reduz o tempo de rotação do capital total, mas aumenta o capital fixo, elemento que faz aumentar o tempo de rotação do capital total. Como ele supõe que o capital fixo cresce mais rapidamente do que o capital circulante termina por concluir que o tempo de rotação aumenta e, com ele, a massa de capital dinheiro latente na forma do fundo de depreciação (Hilferding, 1985, p. 76).
- ¹³ Quando o ciclo atinge a fase de celeridade máxima os preços dos títulos financeiros, notadamente os preços das ações, começam a subir. Esse fato impulsiona a utilização de crédito para efeitos de especulação com aqueles papéis. A expansão cria a oportunidade de obter lucros fora do processo normal de reprodução (Marx 1975, III, p.484). Todo ciclo gera uma fase na qual parece ser possível produzir lucro sem precisar produzir mercadorias. A criação de títulos, notadamente capital fictício na forma de ações, cria uma nova fonte de demanda de crédito. Isso significa que todo ciclo necessariamente gera sua bolha financeira.
- ¹⁴ Dos Santos (2009) liga o crescimento das poupanças de aposentadoria privada à explosão “na emissão de títulos de dívida corporativa” (p.12).
- ¹⁵ Ver a esse respeito o debate entre Kliman (2009 e 2010) e Husson (2010). Não há nenhuma evidência conclusiva de que aquele gap tenha se alargado nas últimas décadas.