

## **Trabalho de Conclusão de Curso**

Autor:

**Marcos Simão Coelho**

Orientação:

**Maria de Lourdes Rollemberg Mollo**

**Moeda, Neutralidade e Financeirização: o impacto do motivo financeiro sobre o sistema produtivo de uma economia monetária.**

Universidade de Brasília

Departamento de Economia

2021

## **Agradecimentos**

Aos meus pais, pelo carinho, acolhimento e compreensão durante toda a minha vida, especialmente no difícil período da pandemia. Vocês me ensinam o melhor que é possível ser. Por tudo, obrigado.

À minha irmã, a pessoa mais querida de minha vida.

À minha família brasiliense, por todo o (maravilhoso) período que passei convosco. Nunca me esquecerei. Vocês vivem dentro do meu coração.

Aos meus queridos amigos que, de perto ou de longe, me acompanham e me honram com sua presença. Em especial, ao Guilherme Gomes, João Marinho e Raphael Santolin, que tornaram a graduação um lugar especialmente feliz. À Izabel Flores, pela importante trajetória que tivemos, e por me fazer uma pessoa melhor. Ao Felipe Sallazar, maior companheiro que alguém pode pedir. Ao Alex Maus, quem, apesar da distância, sempre sentirei próximo.

À Sthael, por tudo. O mundo é tão menos solitário quanto mais perto você está.

À minha orientadora, Lourdinha, por toda a paciência e tantas ao longo destes três anos. Muito obrigado por todas as repetidas leituras de textos de um mero graduando, ocupando o tempo de uma professora de tamanha importância. Minha trajetória e minha formação serão sempre marcadas pela sua participação fundamental. Tenho profundo orgulho em ter sido seu orientando.

Ao professor José Oreiro, por tanto. Pela brilhante inteligência e dedicação com que ensina seus alunos. Pelas oportunidades que me oferece. Pela paciência em responder tantas perguntas. Pelo colossal conteúdo ensinado ao longo destes dois últimos anos. Ademais, pelo companheirismo acadêmico que, oxalá, se intensifique ao longo dos anos. Ao senhor devo imensa parte de minha formação. Que sempre continuemos em contato!

Ao professor Mauro Boianovsky, a quem, apesar da breve convivência, devo imensos agradecimentos. Tive o privilégio de ter parte fundamental da formação acadêmica construída por um dos maiores professores que se pode ter.

Por fim, à professora Andrea Cabello, por papel absolutamente essencial em toda a minha vida acadêmica. Não tenho palavras para descrever sua importância.

## Índice bibliográfico:

1.	Introdução.....	5
2.	Perspectivas heterodoxas: Marx e o Capital Fictício.....	8
2.1	A importância do dinheiro .....	8
2.2	O Crédito e o Capital Fictício .....	12
2.2.1	O Crédito: Capital Portador de Juros .....	12
2.2.2	O Capital Fictício e o Mercado Financeiro .....	14
3.	Perspectivas heterodoxas: Keynes e a especulação.....	18
3.1	Juros e a Preferência pela Liquidez .....	18
3.1.1	A taxa monetária de juros e a oferta endógena de moeda.....	18
3.1.2	O financiamento do investimento .....	20
3.2	Especulação e (não-)Investimento .....	21
3.2.1	Os determinantes do investimento .....	21
3.2.2	O Mercado de Capitais.....	24
3.2.3	Especulação e Instabilidade .....	26
4.	Financeirização: evidências empíricas .....	29
4.1	Introdução .....	29
4.2	Metodologias para estimativa de financeirização .....	30
4.2.1	Bruno e Caffé (2015): Estimativas macroeconômicas de financeirização no Brasil .....	31
4.2.2	Paulani (2009): Ativos financeiros e produto a nível global .....	40
4.3	Novas evidências, mesmas tendências?.....	42
5.	Conclusão .....	45
	Referências bibliográficas .....	47

## **Índice de figuras**

Figura 1 - Juros Apropriados pelo Setor Bancário-Financeiro.....	33
Figura 2 - Composição das receitas operacionais do setor financeiro.....	37
Figura 3 - Financeirização e acumulação de capital fixo produtivo.....	39
Figura 4 - Riqueza financeira e fictícia .....	41
Figura 5 - Índice de Financeirização (1996-2019) .....	43
Figura 6 - Taxas de crescimento dos estoques .....	45

## **Índice de tabelas**

Tabela 1 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelo sistema bancário-financeiro brasileiro em % do PIB (1993-2010) .....	32
Tabela 2 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelas empresas não financeiras (2005-2009) .....	34
Tabela 3 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelas empresas financeiras (2005-2009) .....	34
Tabela 4 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pela administração pública (2005-2009) .....	34
Tabela 5 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelas famílias (2005-2009) .....	35
Tabela 6 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelo resto do mundo (2005-2009).....	35
Tabela 7 - Riqueza fictícia e renda real .....	40
Tabela 8 - Índice de Financeirização (1996-2019).....	42
Tabela 9 - Taxas de crescimento dos estoques .....	44

## 1. Introdução

O presente trabalho objetiva compreender o impacto da financeirização – entendida como crescente papel dos motivos, mercados, atores e instituições financeiros na operação de economias domésticas e internacionais (EPSTEIN, 2008, p. 3) – no sistema produtivo. Em específico, interessa o contexto de uma economia monetária – i.e., no qual a moeda desempenha papel fundamental nas relações entre os agentes, além da noção de neutralidade ortodoxa.

Buscamos fazer levantamento teórico geral do que dizem duas das principais correntes heterodoxas sobre o assunto – marxistas e pós-keynesianos –, acompanhado de evidências empíricas para apoiar o argumento. Temos como meta criar texto introdutório para aqueles que gostariam de ter perspectiva geral, mas bem fundamentada, sobre o assunto, tornando possível acompanhar a literatura, de caráter crescentemente teorizado<sup>1</sup>.

Para tanto, é preciso partir da compreensão do papel essencial da moeda no funcionamento do sistema econômico, seguida pelo funcionamento dos mercados de moeda (e crédito) para, enfim, entender o efeito esperado do desenvolvimento destes mercados sobre variáveis reais, como o investimento.

Do ponto de vista empírico, é importante deixar o leitor familiarizado com dados frequentemente usados na discussão acadêmica, resgatando-os e atualizando-os para ilustrar o argumento e checar sua evolução. Ademais, a introdução de novos elementos empíricos é desejada, pois busca ampliar a capacidade de análise e verificação da hipótese, como (pequena) contribuição original do presente trabalho.

Em sua estrutura, o texto foi dividido em três capítulos.

Os dois primeiros, teóricos, apresentarão as principais interpretações heterodoxas sobre o assunto.

O primeiro, marxista, fundamenta-se na noção de *capital fictício*, em seu contraste com *capital produtivo*. É importante porque permite entender a natureza especulativa (e fiduciária, não real) de parte das operações do mercado financeiro, ligadas à expectativa

---

<sup>1</sup> CHRISTOPHERS, 2015; DAVIS; KIM, 2015; DORE, 2008; EPSTEIN, 2005; KRIPPNER, 2005; KUS, 2012; LAPAVITSAS, 2011; ORHANGAZI, 2008; PAULANI, 2009; SAWYER, 2013; TOMASKOVIC-DEVEY; LIN, 2011.

de venda dos ativos, e não ao processo gerador de seu valor. Marx demonstra como, com o desenvolvimento dos mercados de crédito, existe a tendência de ocultação do processo de geração de valor por meio da extração de mais-valia (com capital produtivo), substituído por ideia de rendimentos (entendidos como ‘juros’) derivados do próprio capital monetário, mas sem lastro produtivo.

O segundo, pós-keynesiano, funda-se na compreensão da importância dada por Keynes à moeda e ao papel do crédito nos ciclos reais de negócios, com base na influência do sistema financeiro e à função da moeda como combate à incerteza. O uso dos mercados financeiros para fins especulativos é gerador de flutuações no produto de forma independente da produção ‘real’. O investimento, em especial, é fortemente dependente do ‘estado de confiança’ dos empresários, e é determinante na composição de capital em uma economia.

Em ambos casos, a financeirização intensifica os processos descritos. Do ponto de vista marxista, potencializa a quantidade de dinheiro passível de uso improdutivo – o capital fictício. Do ponto de vista pós-keynesiano, desenvolve o sistema financeiro e intensifica a influência da especulação em desfavor do lado ‘real’ da economia.

Desta forma, esperamos que a financeirização seja redutora do investimento e da produção real, dedicando maior parte do produto à especulação.

O terceiro capítulo, empírico, tem como objetivo trazer evidências para a hipótese descrita. Assim, podemos ter discussão preliminar – sem pretensão de conclusão – acerca de sua validade.

A parte empírica trata de, em primeiro lugar, trazer bibliografia metodológica e empírica acerca do assunto. Assim, buscando ênfase no caso brasileiro, usaremos o manual metodológico de construção de indicadores macroeconômicos de financeirização apresentado por Bruno e Caffé (2015) na revista do IBGE. Entretanto, para contextualização de ordem mais geral, apresentaremos brevemente os dados levantados por Leda Paulani (2009), sobre a relação entre o crescimento do estoque mundial de ativos financeiros e o PNB mundial.

Bruno e Caffé (Idem) apresentam a metodologia para construção de quatro indicadores distintos, que medem diferentes aspectos do fenômeno, bem como evidências empíricas dos indicadores propostos.

Após este levantamento inicial, buscamos atualizar o indicador que for de maior relevância para a presente análise. Em especial, como se verá, traremos para valores mais recentes o Índice de Financeirização, o mais geral dos quatro indicadores apresentados pelos autores.

Enfim, relacionamos os resultados encontrados com a hipótese teórica levantada e checamos sua validade.

## **2. Perspectivas heterodoxas: Marx e o Capital Fictício**

O capítulo será dividido em três etapas, que buscam sistematizar conceitos fundamentais para, depois, explicitar o papel da financeirização.

Em primeiro lugar, a importância da moeda na análise marxista do sistema capitalista, para além da mera intermediação de trocas. A partir desta demonstração, há breve explicação do Ciclo Completo de Reprodução do Capital, que explicita os objetivos e instrumentos da produção. Assim, o significado do crédito e do Capital Financeiro podem ser entendidos para, afinal, observamos o papel do Capital Fictício para a instabilidade na esfera produtiva.

Relacionando a crescente participação do Capital Financeiro no fluxo de renda com o fenômeno da financeirização, é possível obter leitura marxista do último, bem como suas implicações práticas no sistema produtivo.

### **2.1 A importância do dinheiro**

A escolha, por parte de Marx, de começar ‘O Capital’ com a compreensão da mercadoria e do dinheiro não é acidental. Antes, ela nos mostra a importância do dinheiro, colocando-o na base da compreensão do capitalismo, seus fenômenos e processos. Neste contexto, buscamos inicialmente mostrar os vários aspectos da importância da moeda: permitir a nossa existência enquanto compradores e vendedores, criar as condições para a divisão social do trabalho e, por fim, funcionar enquanto capital, reproduzindo, em última instância, a si mesma, aumentando seu próprio valor (MOLLO, 2011).

Primeiramente, deve-se enxergar a condição mais básica imposta a todos que vivem no sistema capitalista: a de comprador e, portanto, vendedor. Para que seja possível a própria reprodução material, é necessário que se comprem os meios para tanto. Assim, todos, em nossa sociedade, confrontam-se como compradores. É justamente por isso que, neste mesmo contexto, seu complemento se impõe: todos são, também, vendedores (MOLLO, 2011, p. 3). É sabido, afinal, que toda compra e venda são trocas recíprocas – assim, não é possível vender sem comprar, tampouco comprar sem vender (MARX, 2011 [1867], p. 242).

Neste sentido, é evidente o papel crucial da moeda: não só mediar, mas permitir a existência humana quando a produção é de mercadorias. Em termos da Economia Política



clássica, a realização dos valores de uso – responsáveis pela satisfação de nossas necessidades – exige sua aquisição, na forma de um valor de troca de mesma magnitude, necessariamente expresso na moeda (Ibid, p. 288).

Em outro plano, saindo da análise das necessidades individuais e partindo para as aquelas a nível geral, é a moeda a responsável pela realização da divisão social do trabalho.

Em uma sociedade na qual a divisão social do trabalho é tão profunda, todos os trabalhos são aparentemente independentes (Ibid., p. 207). Como, enquanto produtores, só é possível saber acerca das próprias necessidades, cria-se a impressão de que o trabalho realizado – para satisfazer, em um primeiro momento, necessidades alheias<sup>2</sup> - é individual, independente daquele de todos os outros participantes daquela comunidade. É justamente neste contexto que o dinheiro aparece como coordenador, ainda que de forma conflituosa, de toda a produção privada.

Como, para Marx, o valor é fruto do trabalho, e este se apresenta como privado aos indivíduos, é unicamente pela venda, conversão em dinheiro, possível validá-lo socialmente. Neste processo, o valor é determinado (Ibid., p. 245-7).

É na hora da venda que seu valor é determinado de ‘forma final’ e realizado, i.e, socialmente validado (Ibid., p. 247). Isto porque as condições médias sociais que definem o valor, como tempo de trabalho socialmente necessário, só aparecem na troca. Assim, mesmo que determinado produto contenha quantidade excessiva de trabalho privado, que aumentaria seu preço, somente o trabalho socialmente necessário – ou as condições médias de produtividade – determinam a parcela de valor a ser de fato realizada (Ibid., p. 361).

Neste arcabouço, a moeda desempenha cinco papéis distintos: *meio de entesouramento*, *moeda universal*, *medida de valor* (unidade de conta), *meio de circulação* e, por fim, *meio de pagamento*. Interessam-nos, em especial, os três últimos, dada sua importância no processo produtivo e seu papel no crédito.

Em primeiro lugar, a moeda funciona como meio de entesouramento, na medida em que uma venda pode não ser seguida por uma compra – permitindo, assim, a

---

<sup>2</sup> Observa-se que um produtor de casacos não os produz para si, mas para outros. Isso vale para professores, médicos etc. Não faz sentido que se trabalhe, no contexto da divisão social do trabalho, para a satisfação direta das próprias necessidades

‘imobilização’ do valor em forma de dinheiro. Com o desenvolvimento da circulação das mercadorias, estas deixam de ser vendidas para comprar outras mercadorias, sendo-o para “substituir a forma-mercadoria [do valor] pela forma-dinheiro” (Ibid., p. 272). Neste contexto, com o dinheiro tornando-se um objetivo em si mesmo, surge a possibilidade de feitiço de tesouros em moeda. Os tesouros são úteis na medida em que, para comprar sem vender, primeiro faz-se necessário vender sem comprar (Ibid., p. 273).

Por sua vez, o dinheiro mundial “funciona como meio universal de pagamento, meio universal de compra e materialidade absolutamente social da riqueza universal (*universal wealth*)”, cuja principal função é de “meio de pagamento para ajuste das balanças internacionais” (Ibid., p. 284-285). Neste contexto, os tesouros têm suas funções derivadas, também, da natureza da moeda como dinheiro mundial, capaz de liquidar dívidas e fazer transferências entre países.

Enquanto medida de valor, o dinheiro aparece como representação puramente abstrata do trabalho socialmente necessário contido naquela mercadoria, independentemente de seu valor de uso. Tal função existe graças à sua condição de equivalente universal – i.e., a condicionalidade de que todas as mercadorias representem seu próprio valor (na sua forma-preço, como coloca Marx), em relação à quantidade daquela mercadoria especial, o dinheiro. É aí que ele se torna, além de medida de valor, padrão de preços (Ibid., p. 271).

Por seu turno, a função da moeda como meio de circulação surge, também, devido ao seu ‘privilégio’ de equivalente universal. Por meio dele, o dinheiro permite a circulação simples das mercadorias (esquematisadas pelo autor como ‘M-D-M’). Sua primeira etapa é a venda (‘M-D’). Marx chama-a de primeira “metamorfose” da mercadoria, devido à transformação, ou passagem, do valor em sua forma particular (a mercadoria, ‘M’) para sua forma universal (o dinheiro, ‘D’). O segundo passo da circulação (D-M, a segunda metamorfose), que fecha seu ciclo, é a compra. Nele, há a transformação do valor de troca, trabalho social representado no dinheiro, em valor de uso – aquele, como apontado anteriormente, responsável pela satisfação de nossas necessidades.

Neste contexto, o dinheiro funciona também como capital, quando passa a ter objetivo único: a própria reprodução, na forma do aumento do próprio valor (Ibid., p. 296). Entretanto, somente quando empregado para compra das mercadorias necessárias

para o processo produtivo – força-de-trabalho<sup>3</sup> e meio de produção, cuja interação resulta na criação de mais-valor, expropriado pelo capitalista –, é que o dinheiro funciona como capital<sup>4</sup> (Ibid., p. 299).

Ao analisarmos, já no Livro II (MARX, 2014 [1885], p. 115), o processo de reprodução completa do capital, dado pelo ciclo (D-M...P...M'-D'), não é surpreendente que o primeiro elemento seja, justamente, o dinheiro ('D'). É ele a peça chave do processo de produção capitalista – o processo de reprodução do capital. É ao realizar a compra das mercadorias necessárias para a produção que o dinheiro se torna Capital Monetário (Ibid., 118). Neste sentido, o capitalista tem como único objetivo, ao produzir, o lucro monetário.

Nas palavras de Marx,

A circulação simples de mercadorias começa com a venda e termina com a compra, ao passo que a circulação do dinheiro como capital começa com a compra e termina com a venda. Na primeira, o ponto de partida e de chegada do movimento é a mercadoria; na segunda, é o dinheiro (Ibid., p. 292).

Observamos, portanto, que o dinheiro, enquanto Capital Monetário, é anterior ao processo produtivo. Assim, surge outra função do dinheiro: meio de pagamento, pré-condição para o desenvolvimento do crédito. Com isto, é possível que a venda (ou alienação) das mercadorias seja temporariamente separada da realização do seu preço (MARX, 2011 [1867], p. 277). O dinheiro é substituído pela promessa de pagamento em certo período de tempo, que ocupa seu lugar como mediador de trocas.

Assim, o dinheiro deixa de ser o mediador das transações, bastando que elas sejam concluídas, no momento do vencimento, por ele, como “forma de existência absoluta do valor de troca ou mercadoria universal.” (Ibid., p. 278). Neste contexto, observamos que a função da moeda como tesouro é novamente retomada, agora utilizada para liquidação das dívidas no seu prazo de vencimento.

É justamente neste momento que as bases para o crédito surgem. “O dinheiro creditício surge diretamente da função do dinheiro como meio de pagamento, quando certificados de dívida relativos às mercadorias vendidas circulam a fim de transferir essas

---

<sup>3</sup> A mercadoria força-de-trabalho possui um valor de uso peculiar: a produção de valor. É a única mercadoria que, quando consumida, tem como resultado a criação de um excedente de valor

<sup>4</sup> É interessante notar como Marx enxergava o Capital como noção, no início de sua análise, estritamente produtiva, diretamente relacionada ao nível de emprego e geração de valor real.

dívidas para outrem.” (Ibid., p. 284). Tem-se, no final, a transformação das relações de compradores e vendedores em relações entre credores e devedores.

## **2.2 O Crédito e o Capital Fictício**

### **2.2.1 O Crédito: Capital Portador de Juros**

Uma vez apontados os seus fundamentos nas funções do dinheiro, buscamos entender o crédito em dois principais aspectos: por um lado, aquele de potencializador das funções sociais do dinheiro; por outro, como fundamento e origem do Capital Fictício, basilar no processo de financeirização.

Em relação ao primeiro aspecto, o sistema de crédito aparece, antes de tudo, como potencializador da produção, pois atua possibilitando o adiantamento de capital, “ampliando o ritmo e a escala da produção, ao antecipar a compra da força de trabalho e dos meios de produção sem esperar a realização da mais-valia, sua transformação em lucro ao final de cada ciclo, para fazer tal ampliação.” (MOLLO, 2011, p. 8).

O segundo aspecto, por sua vez, deve ser precedido pela seguinte observação: nem todo crédito (ou capital-mercadoria, o Capital Portador de Juros) é Capital Fictício; entretanto, todo Capital Fictício advém do desenvolvimento do crédito. Isto porque, para Marx, o crédito está vinculado a uma atividade produtiva, à produção real de mais-valor, cuja parte correspondente aos juros é transferida para o dono do Capital Monetário; por sua vez, o Capital Fictício não tem vínculo com a produção real (MOLLO, 2011, p. 9).

Em relação à sua forma de reprodução, o comércio de dinheiro, diferente do comércio de mercadorias, não possui nenhuma das formas particulares de circulação, M-D-M ou D-M-D. Na verdade, quando o dinheiro, em sua função de capital monetário, é adiantado, ele assume a forma genérica de circulação D-D’ – o seu valor original (D), no momento do empréstimo, e seu refluxo (D’), acrescido de juros (MARX, 2011 [1867], p. 442).

Para Marx, o capital monetário emprestado com fins produtivos é chamado de capital ativo. Neste contexto, os juros são parte do dinheiro que o devedor deve pagar ao credor pelo valor de uso ‘adicional’ do empréstimo enquanto capital, o lucro. É a mera transferência de parte do lucro entre capitalistas (Ibid., p. 467).

Neste contexto, faz sentido chamar a operação de investimento: sem aquele dinheiro "emprestado", sem esta forma de dispêndio, o novo usuário do capital não poderia tê-lo. Se o dono do capital o utilizasse para consumo ou entesouramento, não haveria reprodução do seu próprio valor, pois aquele dinheiro não seria despendido como capital (Ibid., p. 468).

Diferente do circuito do capital produtivo, onde D' é um resultado interno ao próprio processo de circulação, no capital portador de juros, o segundo refluxo (que fecha o ciclo D-D'), aparece como externo ao devedor, totalmente independente do fluxo real responsável por valorizá-lo<sup>5</sup>.

Entretanto, não existe, segundo Marx (Ibid., p. 488), "um nível 'natural' de taxa de juros". É uma relação arbitrária, na medida em que não segue uma lei de formação, e inexistente relação necessária de divisão do lucro entre capitalistas monetários e industriais.

O autor, ainda, mostra como as relações sociais mudam de acordo com a posição relativa de detenção do capital monetário: o capitalista ativo (ou produtivo) desempenha suas funções como empresário, recebendo não mais o lucro industrial, mas o ganho empresarial<sup>6</sup>. O capitalista monetário, por sua vez, aparece apenas como detentor do capital, em processo no qual os juros aparecem como mero fruto da sua propriedade, sem que exija qualquer trabalho, abstraído do seu processo de reprodução (Ibid., p. 516).

Neste contexto, os juros se tornam 'autônomos' em relação ao lucro, sendo referenciados sempre em relação ao capital inicialmente emprestado, e não em relação ao processo gerador de seu valor (Ibid., p. 519). Assim, o processo de geração de riqueza tem como justificativa e instrumento somente a circulação financeira, dada por D'-D. Desta forma, possíveis 'descolamentos' do valor gerado no processo produtivo em relação ao valor gerado de forma especulativa<sup>7</sup> – como em bolhas, como veremos – não ficam evidentes, senão nos momentos de crises financeiras.

---

<sup>5</sup> Nas palavras do autor: "No capital portador de juros, tudo se apresenta externamente: o adiantamento do capital como sua mera transferência [...]; o refluxo do capital realizado como mero reembolso, como restituição do capital, com juros [...]" (Ibid., p. 488).

<sup>6</sup> Do ponto de vista microeconômico, o capitalista que opera com dinheiro emprestado, por utilizar capital alheio, tende, ao produzir, a reduzir seus critérios em relação à sua capacidade de realização do valor produzido (Ibid., p. 602).

<sup>7</sup> "No capital portador de juros, portanto, produz-se em toda sua pureza esse fetiche automático do valor que se valoriza a si mesmo, do dinheiro que gera dinheiro, mas que, ao assumir essa forma, não traz mais nenhuma cicatriz de seu nascimento." (Ibid., p. 538).

### 2.2.2 O Capital Fictício e o Mercado Financeiro

Marx (Ibid., p. 548) observa que, para além da dinâmica entre o capitalista monetário e o industrial, credores e devedores com contato direto, a organização econômica funciona de forma diferente: os bancos, como intermediários, ‘concentram’ o capital monetário. Não há, portanto, uma relação direta entre o dono do dinheiro emprestado e o devedor, de tal forma que haja mera transferência da quantia de dinheiro necessária para a realização do investimento. Antes, com os bancos, há criação de dinheiro creditício, que não está submetido ao controle estatal de emissão<sup>8</sup> (Ibid., p. 549).

Do ponto de vista industrial, o sistema de crédito, ao criar novas formas de financiamento, permite a expansão da produção e das empresas de forma antes impossível.

Ao mesmo tempo, no contexto da formação do mercado autônomo de dinheiro, surge uma nova forma de organização do capital: o capital social, das sociedades por ações (Ibid., p. 598). Nestas, o *lucro*, ao pagar os dividendos, *assume a forma de juros*, uma vez que é a forma de remuneração do capital social, separando-se completamente da reprodução real do capital (Ibid., p. 599).

Assim, com os elementos relacionados à aparente circulação autônoma do dinheiro (D-D’), típica do sistema financeiro e bancário, e de transformação dos lucros em juros, independentemente de sua proveniência, define-se o Capital Fictício.

Nele, cada *rendimento regular* e determinado em dinheiro é interpretado como *juros* de algum tipo de capital, independente do processo real que o originou (Ibid., p. 600). Brunhoff (1979, p. 187) chama a formação de capital fictício de capitalização<sup>9</sup>, na medida em que rendimento monetário é imediatamente convertido em juros, e pensado sem referência à circulação real do capital.

Em suma, é preciso ser um papel ou um título para ser vendido e, assim, permitir ganho a seu vendedor. No caso de um título público com vencimento futuro, por exemplo,

---

<sup>8</sup> Observamos como Marx defende, de forma implícita, a endogeneidade da moeda e o papel dos bancos, bem como do grau de alavancagem bancária, para o nível de produto e para o acontecimento das crises econômicas.

<sup>9</sup> “Se o valor nominal de uma ação, isto é, da soma desembolsada que a ação originalmente representa, é de £100, e a empresa gera 10% em vez de 5%, seu valor de mercado, mantendo -se constantes as demais circunstâncias e com uma taxa de juros de 5%, aumentará para £200, pois, capitalizada a 5%, a ação representa um capital fictício de £200. Quem a comprar por £200 obterá 5% de renda sobre esse investimento de capital.” (MARX, 2016, p. 637).

o detentor do título não pode exigir seu dinheiro de volta, mas deve vender o direito de propriedade sobre ele – portanto sobre os seus juros, uma vez que o Estado já consumiu aquele capital, de forma que ele não é recuperável (Ibid., p. 633).

Mesmo que o detentor do título tenha direito sobre seus rendimentos, se o montante inicial não foi investido como capital, de tal modo a render juros na forma de um fluxo de mais-valia transferida, a natureza do valor recebido pelo detentor do título não é a mesma daquele recebido pelo detentor do Capital Portador de Juros. A maneira como o passivo é dispendido muda a natureza do rendimento, tornando-o juros, no sentido de transferência de mais-valia, fruto de capital produtivo.

Enquanto, para o Capital Portador de Juros, o fluxo de rendimento está ancorado na criação de valor no processo produtivo, o Capital Fictício está vinculado à valorização especulativa – que Marx chama de fictícia, quando comparada à geração real de valor –, resultante de transferência de valor previamente existente. É somente a partir do momento de descrença na capacidade de revenda deste título que se “desfaz sua aparência ilusória” (Ibid., p. 634).

Vale notar que, por mais que não haja geração de valor no Capital Fictício, sua contínua valorização exige transferência de valor produzido alhures. Os rendimentos pagos aos detentores dos papéis necessariamente vêm de algum lugar. Neste sentido, o Capital Fictício absorve recursos do processo produtivo, na medida em que sua reprodução “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” (PAULANI, 2009, p. 28).

Em relação à sua origem histórica, o Capital Fictício surge do desenvolvimento do Capital Portador de Juros, em especial no mercado secundário de títulos e ações; entretanto, ambos são distintos. Ao passo que ambos compõem o chamado Capital Financeiro, somente o segundo atua, de fato, como Capital. No segundo, há contrapartida produtiva à criação e transferência de valor; no primeiro, não. E, dado o seu caráter especulativo, basta que a crença das pessoas na sua incapacidade de revenda seja abalada que seu preço – sem qualquer vínculo com o lado ‘real’ – despenque.

É este processo que ocorre nas sociedades de ações. As ações representam a quantidade de capital ‘cedido’ àquela companhia para ser investido como capital; entretanto, não necessariamente isto ocorre. “Esse capital não existe duas vezes: a

primeira, como valor-capital dos títulos de propriedade, das ações, e a segunda, como capital realmente investido ou que tem de ser investido naquelas empresas” (MARX, 2011 [1867], p. 636). A sua única forma garantida de existência é a última, enquanto ação, que “não é mais que um título de propriedade que dá direito a participar *pro rata* [proporcionalmente] no mais-valor que aquele capital vier a realizar.” (Ibid., p. 636).

Sumariamente, o capital convertido em ação torna-se o direito a uma mais-valia *esperada* daquele capital-acionário. O movimento autônomo daquele papel reforça a ideia de que aquela ação constitui e equivale necessariamente a um capital real, investido em atividade produtiva – que, portanto, gerará aquele mais-valor esperado (Ibid., p. 636). Assim, abre-se espaço para a especulação. Os papéis assumem formas de mercadorias, que têm seus preços definidos de forma independente do capital real que eles representam. “Seu valor de mercado é determinado diferentemente de seu valor nominal, sem que se altere o valor do capital real.” (Ibid., p. 636).

Mesmo que parte do valor das ações esteja de fato vinculado ao desempenho real do valor, “o valor de mercado desses papéis é, em parte, especulativo, pois não depende somente dos ganhos reais, mas também dos ganhos esperados, calculados por antecipação.” (Ibid., p. 637). Como, em momentos de relativa confiança nos rendimentos do capital, o valor das ações é inversamente proporcional à taxa de juros (de forma a sempre garantir um rendimento capitalizado), o valor representado por aquele papel varia arbitrariamente.

Com isto, há uma situação perigosa: em momentos de crise no mercado monetário, o preço das ações cai duplamente: “primeiro, porque aumenta a taxa de juros e, segundo, porque os títulos são lançados em massa no mercado para serem realizados em dinheiro” (Ibid., p. 637).

Por isso, “na medida em que a depreciação ou o aumento de valor desses títulos é independente do movimento de valor do capital real que representam, a riqueza de uma nação permanece a mesma depois dessa desvalorização ou valorização” (Ibid., p. 638). Entretanto, a crise do Capital Fictício pode se transmitir para a produção real. Afinal, se há uma grande quantidade de Capital-Dinheiro naquela esfera, a queda de seu valor significa a perda real de valor, portanto redução de consumo e investimento na esfera real – com consequências graves, como o desemprego.



Assim, Marx considera que toda a riqueza financeira sem contrapartida produtiva é, em verdade, fictícia e sujeita a variações arbitrárias, independentes do processo gerador de mais-valor, e capazes de destruição de valor genuinamente criado.

Neste sentido, o Capital Financeiro acaba tendo papel duplo: por um lado, via Capital Portador de Juros, com contrapartida produtiva, antecipa a realização de lucro e aumenta a escala e ritmo de produção, potencializando a produção real. Por outro, quando usado de forma a gerar rendimentos sem a contrapartida real, serve para absorver recursos que, de outra forma, poderiam ser usados para aumentar a produção real. Ademais, quando há uma crise financeira, derivada da má compreensão da origem dos rendimentos como juros, todo o valor absorvido por esta esfera é destruído com a queda dos preços dos papéis.

Ademais, observamos como há mudança dos papéis dos capitalistas, com o capitalista industrial transformado em um *manager*, ao passo que o capitalista monetário é mero credor, cuja riqueza pecuniária é derivada da mera reaplicação da mesma.

Com a financeirização, parte crescente da riqueza vai para a circulação financeira, resultando em maiores aplicações especulativas e sem contrapartida produtiva, especialmente frente à crescente inovação financeira e as possibilidades de ganhos econômicos improdutivos a ela relacionados.

Neste contexto, a presente leitura de Marx indica que a financeirização, ao passo que possibilita desenvolvimento do mercado de Capital Portador de Juros (o crédito com uso produtivo), tem incentivo crescente ao seu uso especulativo, com aumento dos mercados secundários e, portanto, do Capital Fictício.

### **3. Perspectivas heterodoxas: Keynes e a especulação**

O presente capítulo é estruturado em duas partes: em primeiro lugar, a explicação da teoria monetária keynesiana, por meio dos juros e da preferência pela liquidez, e sua importância na circulação industrial – o lado real da economia. Em seguida, a explicação dos determinantes do investimento e o papel da especulação na sua determinação.

Assim, julgamos possível angariar os elementos necessários para conclusão teórica dos pós-keynesianos em relação à influência da moeda e do mercado monetário no lado real da economia, e o resultado da financeirização enquanto extrapolação do desenvolvimento dos mercados financeiros. Este desenvolvimento resulta na atuação prioritária como especulativa, em detrimento de sua função inicial, de financiamento do investimento e garantidor de liquidez.

#### **3.1 Juros e a Preferência pela Liquidez**

##### **3.1.1 A taxa monetária de juros e a oferta endógena de moeda**

A compreensão da decisão e volume de investimento passa, em primeiro lugar, pela compreensão do que é a taxa de juros, quais os determinantes da oferta de moeda e, portanto, como se definem as condições sob as quais os empresários pegam emprestado, tornando o empreendimento possível.

Para tanto, é necessário partir de uma distinção essencial: a economia capitalista não opera, como acreditavam os clássicos – e acreditam os neoclássicos – em um modelo estendido de trocas [*barter economy*]. Sendo historicamente datada, a atual fase do capitalismo tem características próprias, cujas dinâmicas geram resultados radicalmente diferentes daqueles sob pressupostos diferentes.

Assim, é somente a partir da compreensão das características da chamada Economia Monetária de Produção que a análise econômica é possível.

O principal ponto de partida é, como coloca Cardim Carvalho (1993, p. 173) o conceito de *incerteza*. Como não há, na economia capitalista, planejamento, há um lapso temporal entre decisão de produzir e o “momento em que o mercado efetivamente informará sobre a disposição dos compradores em validar ou não as decisões das firmas” (Ibid., p. 175). Assim, as firmas decidem com base em expectativas, não informações. Os

agentes, por sua vez, não se comprometem com a compra de qualquer bem particular – uma vez que, com a moeda, é possível entesourar, conservando a riqueza em forma líquida, “adiando decisões indefinidamente” (Ibid., p. 175).

É isto que o autor entende como o axioma<sup>10</sup> da ‘irreversibilidade do tempo’ (Ibid., p. 175). Nele, o agente econômico não consegue prever os resultados futuros – *pay-offs*, preços, volume etc. – pois não consegue tratar o tempo como espaço, como se fosse possível que os agentes fossem ao futuro, verificando os resultados possíveis de várias possibilidades de ação e, em seguida, voltar e escolher o resultado desejado (Ibid., p. 175)<sup>11</sup>.

É devido a esta compreensão fundamental do funcionamento da economia capitalista monetária de produção que diferencia a teoria de juros keynesiana daquela *mainstream*, cuja origem se encontra nos fundos emprestáveis.

Na última, a poupança financia o investimento – ambos diretamente dependentes da taxa de juros. Por isto, o investimento depende de fenômenos reais: a tecnologia, que determina a produtividade marginal do capital – e regula, na margem, a decisão de investimento.

Por sua vez, a teoria da preferência pela liquidez entende a taxa de juros como um fenômeno estritamente monetário, onde o financiamento do investimento independe da quantidade de poupança. Desta forma, será possível análise onde a decisão de investir pode sofrer fortes influências dos estados de expectativas dos agentes, e a moeda aparece como um ativo que influencia na acumulação de capital.

Neste contexto, cabe à taxa juros “igualar as vantagens de segurar dinheiro [posição mais líquida] e de ter ‘reinvindicação tardia’ [posição menos líquida] sobre dinheiro” (Keynes, 1937a, p. 245)<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> Vale notar que, em trabalho recente, Carvalho (2020) coloca os fundamentos da teoria como ‘princípios’, e não ‘axiomas’. Entretanto, já em “*Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*” (1992), o autor propunha interpretar como princípios o que, em outros trabalhos, chamou de axiomas. Para discussão mais aprofundada, ver o capítulo 3 do livro em questão. Como não nos interessa, aqui, entrar em detalhes metodológicos, usaremos o conceito de ‘axioma’, conforme o texto de 1993.

<sup>11</sup> Por isso, o processo econômico não é repetitivo, onde o mesmo agente age no sistema de tentativa-e-erro (como no ‘*tâtonnement*’ walrasiano), sempre no mesmo contexto, até encontrar a decisão ótima. Portanto, naquele momento, os agentes não necessariamente fazem a melhor escolha (CARVALHO, 1993, p. 175).

<sup>12</sup> [...] *the rate of interest [...] is, strictly speaking, a monetary phenomenon in the special sense that it is the own-rate of interest [...] on money itself, i.e., that it equalises the advantages of holding actual cash and a deferred claim on cash* (KEYNES, 1936a, p. 245).

Em outras palavras, é possível enxergar a taxa de juros como sendo determinada pela interação entre a disposição do público de tornar-se mais ou menos líquido, e a disposição do sistema bancário a tornar-se mais ou menos ilíquido<sup>13</sup> (Keynes, 1937b., p. 666).

Assim, a taxa de juros não é responsável por equilibrar poupança e investimento. Este papel cabe ao efeito multiplicador do investimento, que o faz via variações na renda (KEYNES, 1937a, p. 250).

Tampouco é a poupança que financia o investimento. A criação de moeda pelos bancos é feita *ex-nihilo* (Studard, 1993, p. 105); não há necessidade de poupança prévia, mas disposição dos bancos a ‘alavancarem’ sua posição, de forma a aumentarem a vulnerabilidade de seus balanços<sup>14</sup>. A contrapartida da criação de moeda, um ativo para o público e passivo para o banco, dado que se torna um depósito à vista, é uma outra entrada puramente contábil – uma entrada equivalente de empréstimo, passivo para o público e ativo para o banco<sup>15</sup>.

É por esta razão que dizemos ser a oferta de moeda ‘endógena’ – i.e., fruto de outros processos econômicos, ligados à preferência pela liquidez dos agentes, com possível instabilidade, e não uma variável estável controlada indiretamente por um organismo como o Banco Central.

Neste sentido, as condições básicas para o investimento – a existência de oferta de liquidez para tanto – são dependentes de fenômeno monetário: a disposição dos agentes – em especial dos bancos – a ofertar moeda, tornando-se menos líquidos.

### 3.1.2 O financiamento do investimento

Keynes, em sua argumentação acerca da independência do investimento em relação à poupança, define um tipo específico de oferta de moeda: a [*investment*] *finance*,

---

<sup>13</sup> A iliquidez dos bancos é fruto da forma como sua estrutura de passivos e ativos é composta. Como os passivos dos bancos são depósitos à vista e outros substitutos quase-perfeitos de moeda, com alta liquidez, e seus ativos são empréstimos de vários períodos de maturidade, portanto com liquidez menor, a posição do banco é, por definição, ilíquida. O contrário vale para o público.

<sup>14</sup> Keynes (1936b, p. 664) chama este comportamento de ‘prudência dos bancos’ [*banking policy*]

<sup>15</sup> Vale notar que neste processo de financiamento, pressupõem-se “horizontes de pagamentos (e, portanto, de rotatividade de depósitos) relativamente estáveis” (Studard, 1993, p. 107).

ou a provisão de liquidez dos bancos para o empreendedor no momento de decisão de investir, necessária para o início do projeto (Keynes., 1936a, p. 247).

Em primeiro lugar, isto significa que há demanda por moeda anterior à realização do investimento, de tal forma que não há igualdade entre investimento e poupança *ex-ante*.

Entretanto, há outro significado: para que o investimento seja possível, é necessário que haja financiamento de curto-prazo [*short-term finance*] durante o período de feitura [*producing*] do investimento (Ibid., p. 664). Neste contexto, os bancos são responsáveis, em parte, pela determinação do ritmo [*pace*] do investimento, na medida em que são os responsáveis por grande parte desta provisão.

Ainda é preciso que, feito o investimento, haja o financiamento das obrigações de curto-prazo dos empresários – dada a diferença entre seu prazo de vencimento e o prazo de maturação dos investimentos – por emissões de dívida de longo-prazo ‘em condições satisfatórias’<sup>16</sup> (Keynes, 1936a, p. 664).

Fica claro, neste contexto, como a natureza monetária dos juros e da oferta da moeda, bem como o grau de incerteza e preferência pela liquidez dos agentes ofertantes, influencia no ritmo e condições básicas para o investimento.

## **3.2 Especulação e (não-)Investimento**

### **3.2.1 Os determinantes do investimento**

Keynes, diferente dos clássicos e seus sucessores, não atribuía à produtividade marginal do capital – o produto marginal gerado por mais uma unidade de capital – o papel de definidor do investimento e de equalização à taxa de juros.

Antes, a decisão de investir é feita sob a perspectiva da Eficiência Marginal do Capital (EMk). Esta, entretanto, não é uma medida ‘física’ de produção, mas uma variável

---

<sup>16</sup> O chamado ‘*funding*’ – a consolidação dos passivos de curto-prazo (contraídos durante o investimento ex-ante, em sua decisão) em dívidas de longo-prazo. Isto é feito, deve-se notar, por meio de poupança, e não por criação privada de moeda. Entretanto, é a disposição dos bancos e pessoas a liberarem esta poupança que impacta, de fato, na capacidade de manutenção deste investimento. Este processo é feito por meio de um fundo rotativo de títulos de curto prazo, que permitem esta extensão ao longo prazo (STUDARD, 1993, p. 104-108)

monetária, que equaliza o valor presente da renda esperada daquele capital com o seu preço de oferta (KEYNES, 1996 [1936], p. 149).

A renda esperada é o direito, obtido ao investir, às rendas futuras que o empresário espera obter ao vender seus produtos – uma vez deduzido o custo variável. O preço de oferta – ou custo de produção –, por sua vez, é aquele necessário para induzir o fabricante a produzir mais uma unidade do capital (Ibid., p. 149).

Keynes compara sua noção de eficiência marginal do capital ao conceito fisheriano de ‘taxa de rendimento em relação ao custo’, pois faz “comparação entre a taxa de rendimento em relação ao custo e à taxa de juros” (KEYNES, 1996 [1936], p. 153).

Assim, poderíamos representá-lo pela fórmula do valor presente líquido, conforme descreve Dillard (2018 [1948], p. 103), tal que

$$P_{of} = \sum \frac{Q_i}{(1 + EMk)^i}$$

Onde o preço de oferta ( $P_{of}$ ) é igual ao somatório dos fluxos **esperados** de renda de cada período ( $Q_i$ ) ponderados pela sua respectiva taxa de desconto  $(1 + EMk)^i$ .

Neste contexto, a eficiência marginal do capital pode ser maior (fazendo frente a maiores juros) quanto maior for o fluxo de renda esperado de cada período. Ou, inversamente, quanto maior a taxa de juros, maior deverá ser a  $EMk$  e, portanto, maior o fluxo de renda esperado necessário para cumprir a igualdade.

Vale imediatamente notar que, diferente da teoria neoclássica – e do conceito de produtividade marginal do capital (PMgK) –, a eficiência marginal do capital é definida em termos da *expectativa da renda futura* ( $Q_i$ ), fundamentada na incerteza (Ibid., p. 149). Assim,  $Q_i$  não é uma variável passível de ‘análise de risco’ neoclássica, com probabilidades bem definidas para cada resultado possível; é, antes, ligada a uma análise incerta, feita no presente, acerca do que o agente acha que pode acontecer no futuro.

Em outras palavras, enquanto a teoria neoclássica baseia sua análise em uma análise técnica (ligada à tecnologia utilizada) do aumento de produto físico com unidade adicional de capital, a eficiência marginal do capital relaciona-se à perspectiva (não

probabilística) de renda do investimento – sujeita, inclusive, a variações expectacionais, independente da produção física<sup>17</sup>.

Assim, a decisão de investimento depende da relação entre o custo e o benefício – o preço de produção e o valor presente da expectativa de fluxo de renda futura – em cada um dos níveis de investimento possíveis (Ibid., p. 159). O volume do investimento, neste sentido, depende de variáveis cuja determinação depende fortemente das expectativas – por conseguinte, do seu estado de incerteza, de desconfiança acerca de fenômenos desconhecidos.

Estas expectativas se mostram de duas formas. Por um lado, ao induzir os agentes a reterem ou liberarem dinheiro, dada a sua disposição de liquidez. Por outro, ao determinarem a expectativa de renda – a renda esperada –, que altera diretamente a eficiência marginal do capital.

Neste contexto, Keynes (Ibid., p. 158-9) separa as expectativas em dois fatores – presente e futuro –, que influenciam de forma diferente a renda esperada.

Em primeiro lugar, o estado de expectativas de curto-período [*short-term expectations*] é aquele dado por fatores existentes e diz respeito à estimativa do que os produtores poderão obter pelo produto acabado, dado que comecem a produzir hoje<sup>18</sup> (Ibid., p. 159).

As expectativas de longo-período [*long-term expectations*], por sua vez, dizem respeito aos fatores futuros que influenciarão a receita líquida do capital ao longo do tempo – os custos de capital, como salários, o estoque agregado de capital e a intensidade da demanda pelo produto ao longo de todo o investimento (Ibid., p. 159).

Neste contexto, fatos atuais têm peso desproporcional na formação das nossas expectativas de longo prazo – mesmo que não seja esta a forma de análise de um economista, que projeta o presente no futuro e analisa as possibilidades de mudança (Ibid., p. 159).

---

<sup>17</sup> Na medida em que ela “depende da taxa de retorno que se espera obter do dinheiro investido num bem recentemente produzido, e não do resultado histórico obtido por um investimento em relação a seu custo original, quando examinado retrospectivamente ao fim de sua vida.” (KEYNES, 1996 [1936], p. 149-150).

<sup>18</sup> É a intensidade da demanda por bens de capital como a principal forma de observar este fenômeno (Ibid., p. 159). Em resumo, quanto maior a demanda por determinado capital, melhor a expectativa de preços e quantidades de seu produto.

Nas palavras do autor, “o estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende [...] exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular.” (Ibid., p. 159). Este estado depende, também, da *confiança dos agentes neste prognóstico*, ao ponderarmos a ‘probabilidade’ de que ele se revele completamente errado (Ibid., p. 159).

Assim, deixamos de supor que haja somente uma distribuição de probabilidades, e passamos a observar várias distribuições, cada qual ponderada pela expectativa de que dê errado (VERCELLI, 1999, p. 5-6); neste sentido, a renda esperada é diretamente influenciada pela confiança dos agentes em seu próprio prognóstico. Por isto, o ‘estado de confiança’ [*state of confidence*] impacta diretamente a curva de investimento, dada a precariedade do conhecimento para feitiço dos cálculos das rendas esperadas (Ibid., p. 160)<sup>19</sup>.

É relacionado a isso – à precariedade dos conhecimentos usados para o feitiço das previsões e decisões – que aparece a importância institucional dos mercados financeiros, seguida por movimentos voltados à mera especulação e a desestabilização do sistema.

### 3.2.2 O Mercado de Capitais

Frente às fragilidades epistemológicas colocadas anteriormente, bem como à natureza ilíquida destes tipos de ativos, o mercado de investimento se orienta para um fim: o aumento de sua liquidez, dada pela emissão de ações, com o surgimento das bolsas de valores.

Tais mercados criam a necessidade de reavaliação diária dos investimentos, de forma a permitir que os indivíduos revejam suas aplicações. “É como se um agricultor, tendo examinado seu barômetro após o café da manhã, pudesse decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e as onze da manhã, para reconsiderar se deveria investir-lo mais tarde, durante a semana.” (Keynes, 1996 [1936], p. 162).

Neste sentido, mesmo que a intenção seja facilitar a transferência de recursos para investimentos, há o efeito ‘colateral’ de queda no montante de investimento corrente –

---

<sup>19</sup> “O fato de maior importância é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual temos que fazer os nossos cálculos das rendas esperadas.” Ademais, “[...] temos que admitir que as bases do nosso conhecimento [...] pouco significam e, às vezes, a nada levam.” (Keynes, 1996, p. 160).



uma vez que, ao invés de criar uma empresa, é sempre possível comprar uma similar a um preço menor e com menor incerteza (Ibid., p. 162).

Ao mesmo tempo, há o efeito positivo de indução de investimento em novos projetos, dado que aquele investimento possa ser liquidado na bolsa de valores, garantindo lucro imediato (Ibid., p. 162).

Assim, há um efeito duplo: por um lado, a possível redução do investimento, dado que é possível comprar empresas parecidas a preços menores do que o necessário para novos empreendimentos. Por outro, o aumento da liquidez do investimento – ilíquido por definição – torna possível investir com maior segurança, acalmando as expectativas.

Neste processo, muda-se a motivação do investimento, já que, com o forte desenvolvimento do mercado financeiro, “certas categorias de investimento são reguladas pela expectativa média dos que negociam na bolsa de valores, tal como se manifesta no preço das ações, em vez de expectativas genuínas do empresário profissional.” (Ibid., p. 162).

Com isto, perde a importância o lucro via rendimento produtivo, de longo prazo, em detrimento do lucro especulativo – ligado à psicologia das massas. Assim, a eficiência marginal do capital é influenciada, porque os ‘ganhos futuros esperados’ [*prospective yields*] são influenciados pela opinião de curto prazo das massas, e não apenas pelas expectativas de longo prazo. Com isto, aumenta-se sensivelmente a volatilidade do investimento de forma ‘artificial’ – ligado não à percepção de rentabilidade real de longo prazo, mas a questões psicológicas que nada têm a ver com a natureza do investimento.

Quando liquidado no mercado de ações, há, para o indivíduo, uma mudança ilusória na natureza do investimento. Enquanto ele é ‘fixo’ e ilíquido para a comunidade como um todo, ele parece ‘variável’ e líquido para o indivíduo que possui seus papéis. Assim, as decisões e previsões de longo prazo, ligadas à iliquidez do investimento, são substituídas por uma infinidade sucessiva de decisões imediatas, ligadas à sua aparente liquidez individual (Ibid., p. 163).

Assim, há dois elementos até então: a volatilidade da EMk, dada pela expectativa mutável dos rendimentos futuros, e a ilusão de liquidez individual dos investimentos, transformando um fenômeno ligado ao rendimento de longo prazo em um relacionado à percepção de curto prazo de seu rendimento imediato ao ser liquidado.

Em tal caso, surge um terceiro elemento. O especulador – ou investidor especulativo – não tem acesso ilimitado ao dinheiro, dada aquela taxa de juros. Assim, outro aspecto do estado de confiança deve ser considerado: o grau de confiança das instituições de crédito nas pessoas que procuram empréstimos – determinando as condições de crédito (Ibid., p. 167).

O seu caráter desestabilizador aparece porque, por exemplo, uma baixa violenta e repentina no preço das ações, que produz um efeito baixista sobre a eficiência marginal do capital, pode ser provocada também pela piora das condições de crédito, e não somente da ‘confiança especulativa’ (Ibid., p. 167). Enquanto, para cair, qualquer um dos dois é suficiente, ambos – boas condições de crédito e confiança especulativa – são necessários para a recuperação.

Há, ainda, o aspecto ‘sociológico’ e da importância dos agentes no processo de instabilidade. No mercado financeiro, reduz-se a importância do empreendedor – que conhece o empreendimento, suas nuances e tem a ‘intuição’ acerca de sua trajetória – e fortalece-se o papel do acionista. Enquanto, para o primeiro, a garantia de retorno de longo prazo é sua preocupação, para o segundo a expectativa de retorno do investimento ao longo dos anos é irrelevante tomada de decisão e seu cálculo de risco (Ibid., p. 164).

Assim, ao variar o preço das ações de acordo com fatores estritamente não econômicos e especulativas, aumenta-se a volatilidade da eficiência marginal do capital. Destarte, há distanciamento entre a renda provável – a expectativa de renda do investimento maduro – e as ações que o refletem (Ibid., p. 164).

Keynes, com isto, é claro em seu diagnóstico: a dinâmica do mercado financeiro, ao possuir este papel duplo, é uma das principais responsáveis pela dificuldade de obtenção de um “volume suficiente de investimentos” (Ibid., p. 164).

### **3.2.3 Especulação e Instabilidade**

Em termos de definição, Keynes entende ‘especulação’ [*speculation*] como “a atividade de previsão da psicologia de mercado”, e ‘empreendimento’ [*enterprise*] como “previsão da renda provável dos bens durante toda a sua existência”. À medida que progride a organização dos mercados de investimento, o risco de um predomínio da especulação aumenta (Ibid., p. 167).

Quando em pequena escala – relativo ao fluxo de investimentos –, a especulação não é causadora de grandes danos. Entretanto, a situação se agrava quando há uma inversão nos papéis, e o próprio empreendimento torna-se um “turbilhão especulativo”. (Ibid., p. 168).<sup>20</sup>

Nas palavras do autor (Ibid., p. 168), “quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito”. O mercado financeiro, assim, perde sua finalidade de ‘condução eficiente de investimentos’ e alocação eficiente de poupanças, tal como acredita a ortodoxia<sup>21</sup>.

Dada a situação, o prognóstico é ligado ao controle da liquidez do mercado de ações, de forma a tornar mais custosa – e reduzir – a atividade especulativa, uma alternativa sendo sua taxação (Ibid., p. 168).

Entretanto, a redução drástica da liquidez do mercado financeiro não é uma solução razoável. Como foi colocado, além de dificultar o empreendimento e aumentar a instabilidade macroeconômica, a liquidez garantida pelo mercado financeiro facilita o investimento com mais frequência que o impede. Afinal, a ilusão de liquidez do investidor individual “acalma seus nervos e anima-o muito mais a correr o risco” (Ibid., p. 169).

Quanto maior a iliquidez do investimento, maior o custo de oportunidade das outras alternativas de ativo – nomeadamente, o entesouramento e o empréstimo. Portanto, maior a queda da taxa de juros necessária para incentivar o investimento e compensar o prêmio de liquidez. Neste sentido, os mercados de capital – a bolsa de valores – é um mecanismo essencial na permissividade do investimento, ao torná-lo [pelo menos em aparência] mais líquido.

Sumariamente, advogar pelo fim deste mercado não é a solução para a especulação, dado seu papel duplo e contraditório: por um lado, elas garantem liquidez ao investimento, de forma a reduzir seu custo de oportunidade frente a outros ativos mais

---

<sup>20</sup> “Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento [*as bubbles on a steady stream of enterprise*]; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo.” (Ibid., p. 168).

<sup>21</sup> “Se as operações de compra de um investimento fossem tornadas definitivas e irrevogáveis, à maneira do casamento, salvo em caso de morte ou por outro motivo grave, os males da nossa época seriam, com grande utilidade, aliviados” (Ibid., p. 169), porque obrigaria os investidores a dedicar sua atenção apenas para as perspectivas de longo-prazo.

líquidos – permitindo a realização de investimento a maiores taxas de juros e em períodos de maior incerteza.

Entretanto, ao permitirem a especulação completamente descolada dos rendimentos de longo prazo do investimento, alteram a eficiência marginal do capital, dado que alteram a renda provável [*prospective yields*].

A ideia está sintetizada na leitura feita por Bruno e Caffé<sup>22</sup> (2015, p. 38):

A financeirização eleva a um paroxismo [súbito crescimento] a preferência pela liquidez dos detentores de capital, pois as atividades industriais se veem ameaçadas pelas condições mais vantajosas ofertadas pela alocação financeira, como também, e paradoxalmente, pelas instabilidades derivadas da própria racionalidade dos mercados financeiros liberalizados. Em resumo, para a indústria, os mercados financeiros representam uma alternativa plena de ambiguidades e contradições” (Ibid., p. 38).

---

<sup>22</sup> Sobre as desvantagens do fenômeno, há também efeito duplo. “De um lado, dadas às oportunidades de ganhos substanciais, fáceis e rápidos com operações financeiras, a indústria manterá montantes expressivos das poupanças empresariais (lucros retidos ou não distribuídos aos proprietários e acionistas) sob a forma de ativos financeiros e isto reduzirá o ritmo de acumulação de capital industrial, entendida como o crescimento do volume de máquinas, equipamentos e instalações, que permitiriam incrementar o potencial produtivo e as condições de competitividade externa da economia nacional. De outro, os mercados financeiros constituem uma ameaça, pois como as possibilidades de crises, ciclos e bolhas especulativas - que derivam da própria natureza desses mercados - estão sempre latentes, a indústria torna-se muito mais seletiva com relação às opções de investimento em ampliação da capacidade produtiva ou modernização de plantas.” (Ibid., p. 38)

## 4. Financeirização: evidências empíricas

### 4.1 Introdução

Antes de tratar diretamente de formas de estimação da financeirização, é importante notar uma limitação importante: esta não pode ser entendida somente como um fenômeno quantitativo – tal que a valorização financeira seja necessariamente maior que produtiva –, mas, principalmente, como um fenômeno qualitativo.

Em especial, a mentalidade de valorização ‘extra-produtiva’ se espalha para o setor produtivo e, com isto, cria um novo modelo (misto) de negócios, influenciando uma série de mudanças – como na precarização do trabalho, que deixa de ser visto como essencial para a geração de valor, na gestão do processo de trabalho etc. (PAULANI, 2009, p. 27-28).

Ainda, há efeito na redistribuição dos poderes de decisão na esfera político-econômica, tal que a subordinação da macroestrutura institucional aos canais financeiros e monetários “explica a razão pela qual o mercado financeiro passa a monitorar sistematicamente as ações dos Estados nacionais, particularmente no que concernem à formatação e condução da política econômica.” (BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 39).

Em termos de resultados esperados da pesquisa empírica, a ideia é a de que haja um efeito duplo: há aumento da demanda por liquidez pelo motivo especulativo, por um lado, aumentando a preferência pela liquidez<sup>23</sup>; por outro, exige-se maior eficiência marginal do capital – por isso maior fluxo de renda esperado – para compensar as taxas de juros maiores que se apresentam com os fluxos financeiros a nível mundial.

Conforme descrevem Bruno & Café (2015, p. 36-37), “como a rentabilidade real de referência passa a ser dada pelos mercados financeiros globais, e não pelas condições específicas da acumulação de capital industrial”, que poderiam operar com taxas de lucro menores, “parte expressiva dos investimentos é simplesmente descartada em prol da alocação financeira das poupanças empresariais”.

Neste sentido, há efeito substituição de capitais fixos produtivos, de baixa liquidez e rendimentos estáveis, para ativos financeiros que, com crescente abertura comercial e

---

<sup>23</sup> Que, em um modelo keynesiano de taxas próprias de juros, significa maior necessidade de retorno relativo dos capitais imobilizados (ou ativos menos líquidos) frente aos ativos mais líquidos, dado o aumento do prêmio de liquidez (CARVALHO, 1992).

mobilidade de capitais, apresentam remunerações atrativas. Assim, justificam-se as “baixas taxas de formação bruta de capital e de poupança agregada observadas na economia brasileira, já que os detentores de capital podem revalorizá-lo com grande facilidade e baixo risco fora das imobilizações em atividades produtivas” (BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 36-37).

É justamente no contexto da análise deste processo que a construção de indicadores pode nos ajudar a compreender a magnitude do processo.

O capital, ao acumular-se na “forma de moeda, débitos e demais ativos monetários e financeiros com diferentes graus de liquidez”, apresenta-se como alternativa à acumulação produtiva (Ibid., p. 38). O problema é que, com a intensificação da financeirização, os lucros não-operacionais (ou financeiros) “podem superar significativamente os lucros operacionais, o que torna as atividades industriais menos atrativas”<sup>24</sup> (Ibid., p. 38).

#### **4.2 Metodologias para estimativa de financeirização**

Dado o grande escopo do conceito de financeirização, não há métrica única para sua estimativa empírica. Entretanto, diferentes aspectos podem ser medidos, de acordo com o marco teórico utilizado e o ângulo de interesse.

Neste contexto, separamos dois trabalhos que mediram o fenômeno, um a nível nacional (CAFFÉ & BRUNO, 2015) e o outro a nível global (PAULANI, 2009). Em ambos casos, o resultado é o mesmo: o aumento do grau de financeirização da economia, independente da forma como se observa.

Assim, temos como objetivo, primeiro, mostrar as formas de cômputo de ambos os trabalhos, para depois, como contribuição original, atualizar os dados que forem de maior contribuição para o nosso argumento.

---

<sup>24</sup> Em consonância com outra nota de rodapé apresentada ao final da parte sobre Keynes, os autores apresentam este como outro motivo para a importância da intervenção estatal, que pode dar “estímulos governamentais ou financiamentos públicos que compensem os custos inerentes à imobilização” (BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 38), compensando a baixa liquidez e menores rendimentos.

#### **4.2.1 Bruno e Caffé (2015): Estimativas macroeconômicas de financeirização no Brasil**

Os dois autores, em publicação para o IBGE<sup>25</sup>, sugerem quatro métricas distintas para estimar, a nível macroeconômico<sup>26</sup>, indicadores de diferentes graus de financeirização.

O primeiro capta a participação da renda de juros no produto total, “frequentemente em detrimento do investimento e da formação de poupança produtiva”. O segundo observa a composição setorial da renda de juros. O terceiro, por sua vez, preocupa-se com a composição da receita operacional do sistema financeiro. Por fim, em tentativa de feitiço de índice mais geral, os autores propõem uma taxa macroeconômica de financeirização. (BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 40).

Os dois primeiros preocupam-se com o peso relativo dos fluxos de juros no produto, enquanto os dois últimos dizem respeito ao peso da renda financeira total (incluindo outros tipos de fluxos de renda financeira, como dividendos).

Interessam-nos, em especial, os itens três e quatro, de análise mais geral, na medida em que se relacionam diretamente com a análise teórica apresentada previamente.

##### **4.2.1.1 Participação da renda de juros no produto total**

O primeiro indicador busca compreender o grau de ‘carga financeira’ (fluxo de juros) sobre o produto total gerado por atividades não financeiras.<sup>27</sup> Deve-se fazer análise setorial, mesmo se o foco for macroeconômico. Ademais, deve-se observar a forma como o valor adicionado se reparte em lucros operacionais, juros e salários (Ibid., p. 41).

A metodologia considera os fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelo setor financeiro brasileiro usando dados do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), elaborado pelo Banco Central. Este fornece um mapa

---

<sup>25</sup> Onde um dos autores, Miguel Bruno, era professor na data de publicação do artigo.

<sup>26</sup> A ênfase no aspecto macro se dá em contraste ao micro: é possível, também, estudar a mudança dos comportamentos individuais dos agentes frente ao fenômeno – como, por exemplo, a intensificação do comportamento especulativo, a mudança das posições de alavancagem das firmas etc. “A financeirização é um fenômeno que pode ser detectado tanto no plano agregado ou macroeconômico quanto no plano empresarial ou da firma”. (BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 39).

<sup>27</sup> Autores aventam que elevado peso da renda dos juros faz com que o poder econômico e político dos agentes financeiros rentistas aumente, com maior influência sobre as atividades produtivas e influência sobre o aparelho estatal e a formulação de políticas públicas (Ibid., p. 41).

detalhado da “estrutura de ativos, passivos e patrimônio líquido das empresas financeiras, além dos fluxos de receitas e despesa” (Ibid., p. 41).

Os autores não detalham a metodologia usada pela Coordenação de Contas Nacionais do IBGE para, com estes dados, construir as contas do setor financeiro<sup>28</sup>. O fundamental é que, para mensurar a contribuição do sistema financeiro ao valor adicionado total, analisam-se os diferenciais de juros recebidos e pagos pelos bancos.

É possível usar duas diferentes metodologias. A primeira, utilizando o inventário de despesas e receitas que possuam fluxos de juros e, assim, encontrar a relação efetiva de transferência de juros. A segunda, mais simples, recorre às taxas médias de juros, que são aplicadas à estrutura de ativos e passivos, compondo renda média de juros que o sistema financeiro nacional pagou e recebeu (Ibid., p. 41).

Vale notar, entretanto, que o grau de financeirização pela renda de juros não pode ser avaliado como mero montante de juros apropriados pelo sistema financeiro, dada a natureza qualitativa dos comportamentos dos agentes na análise. Em especial, quando agentes advindos de atividades não-financeiras passam a atuar ostensivamente em atividades rentistas, há aumento do grau de financeirização sem que haja, necessariamente, captura destes dados pelo indicador (Ibid., p. 41-42).

Os autores, estimando o indicador com os dados mais recentes até sua publicação, encontraram os seguintes resultados:

**Tabela 1 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelo sistema bancário-financeiro brasileiro em % do PIB (1993-2010)**

Ano	Juros Recebidos	Juros Pagos	Juros Apropriados
1993	37,40	9,81	27,59
1994	32,57	20,19	12,39
1995	28,72	23,07	5,66
1996	21,51	16,75	4,76
1997	19,87	15,31	4,56
1998	23,26	18,67	4,59
1999	42,37	38,14	4,23
2000	18,64	15,04	3,60
2001	29,87	25,31	4,56
2002	34,96	29,91	5,06

<sup>28</sup> Mas sabemos que as contas se fundamentam no **cálculo de serviços de intermediação financeira indiretamente medidos** (SIFIM) (Ibid., p. 41).



2003	29,66	23,99	5,67
2004	30,30	23,17	7,13
2005	32,71	30,23	2,48
2006	34,83	31,66	3,18
2007	33,46	30,48	2,98
2008	28,60	25,69	2,91
2009	24,77	22,08	2,69
2010*	24,52	21,86	2,66
Média 1993-2003	28,98	21,47	7,52
Média 2004-2010	29,89	26,45	3,43

Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 40

**Figura 1 - Juros Apropriados pelo Setor Bancário-Financeiro**



Fonte: elaboração própria a partir de dados de BRUNO & CAFFÉ, 2015.

Neste contexto, observamos como este indicador é fortemente dependente da política monetária adotada pelo Banco Central, que reflete melhor os seus objetivos de combate à inflação e estabilização da política monetária do que, propriamente, uma mudança estrutural no comportamento de agentes e instituições.

#### 4.2.1.2 Composição setorial da renda de juros

Buscando compreender a distribuição setorial dos fluxos de juros, os autores usam as contas financeiras e de patrimônio das contas nacionais brasileiras. Nelas, a informação de percentual de fluxo de juros pagos e recebidos mostram quais setores mais sofrem e se beneficiam com este fluxo (Ibid., p. 43).

Em termos metodológicos, basta observar as tabelas das Contas Nacionais disponibilizadas pelo IBGE. O interessante, do ponto de vista analítico, é enxergar como diferentes setores são afetados pelo fluxo de juros, dado perdido com maiores níveis de agregação.

Os autores apresentam os seguintes dados em sua análise:

**Tabela 2 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelas empresas não financeiras (2005-2009)**

Empresas Não financeiras - Fluxos em % PIB (2005-2009)			
Anos	Juros Recebidos	Juros Pagos	Juros Apropriados
2005	6,87	8,31	-1,44
2006	7,24	7,67	-0,44
2007	7,56	7,91	-0,35
2008	7,76	7,83	-0,07

Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 42

**Tabela 3 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelas empresas financeiras (2005-2009)**

Empresas Financeiras - Fluxos em % PIB (2005-2009)			
Anos	Juros Recebidos	Juros Pagos	Juros Apropriados
2005	32,71	30,23	2,48
2006	34,83	31,66	3,18
2007	33,46	30,48	2,98
2008	28,60	25,69	2,91
2009	24,77	22,08	2,69

Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 42

**Tabela 4 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pela administração pública (2005-2009)**

Administração Pública - Fluxos em % PIB (2005-2009)			
Anos	Juros Recebidos	Juros Pagos	Juros Apropriados
2005	4,61	10,00	-5,38
2006	4,39	10,49	-6,10
2007	4,08	9,52	-5,44
2008	3,43	8,59	-5,16
2009	3,45	8,36	-4,91

Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 42

**Tabela 5 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelas famílias (2005-2009)**

Famílias - Fluxos em % PIB (2005-2009)			
Anos	Juros Recebidos	Juros Pagos	Juros Apropriados
2005	5,08	2,21	2,88
2006	5,19	2,82	2,38
2007	5,45	3,11	2,34
2008	6,30	4,38	1,93

Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 42

**Tabela 6 - Fluxos de juros recebidos, pagos e apropriados pelo resto do mundo (2005-2009)**

Resto do Mundo - Fluxos em % PIB (2005-2009)			
Anos	Juros Recebidos	Juros Pagos	Juros Apropriados
2005	1,78	0,31	1,47
2006	1,51	0,52	0,99
2007	1,25	0,78	0,47
2008	1,06	0,68	0,39
2009	0,99	0,48	0,51

Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 42

Nos dados apresentados, é interessante notar como o fluxo de juros apropriados pelas empresas não financeiras é negativo, conforme esperado, mas de baixa magnitude. O fenômeno reflete a crescente participação de receitas de aplicações financeiras no portfólio destas empresas, que possuem fluxos de entrada de juros que se aproximam, conforme o tempo passa, àquele de saída. Assim, observamos como há mudança no comportamento das empresas de finalidade produtiva, que passam a integrar, de forma crescente, o mercado financeiro.

Cabe a um trabalho futuro a atualização destes dados e análise mais profunda de seu significado em termos microeconômicos.

### **4.2.1.3 Composição das receitas operacionais do setor financeiro**

Por sua vez, este indicador observa a forma como a receita é composta, de tal forma a entender o peso relativo das receitas advindas do mercado secundário e outras receitas financeiras frente às aquelas de mercado primário (Ibid., p. 45).

Do ponto de vista metodológico, basta observar as rubricas componentes da receita operacional do setor financeiro presentes no COSIF (Ibid., p. 45)

É especialmente interessante para a nossa análise porque há, do ponto de vista marxista, aumento da participação do Capital Fictício nas operações do Capital Financeiro (total), na medida em que a autovalorização do primeiro não se relaciona diretamente a atividades produtivas, mas a um ciclo autônomo na circulação financeira.

Do ponto de vista pós-keynesiano, observamos o grau de desvio do sistema frente à sua proposta inicial, de financiamento do investimento com empréstimos de curto prazo e consolidação de médio e longo prazo, e quanto se dedica a atividades de especulação, cuja lógica é a de ganhos de curto prazo, independentes da perspectiva produtiva de longo prazo.

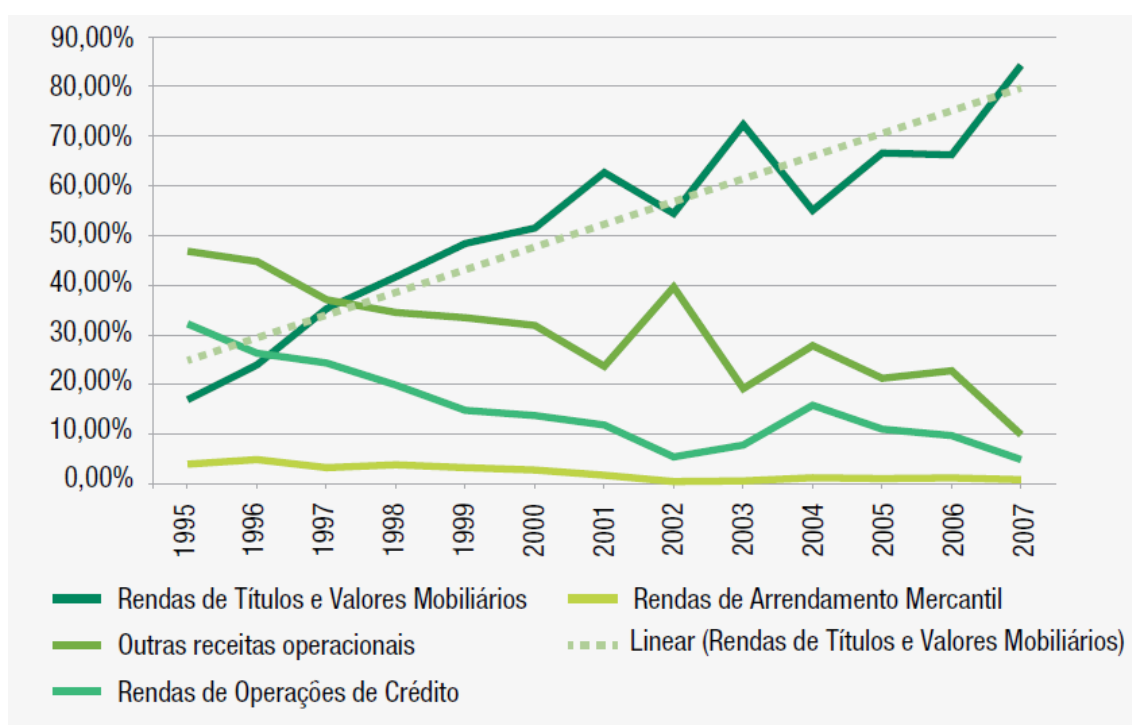
Agora, do ponto de vista marxista, observamos crescimento do capital fictício, definido como aquele que não se destina a se valorizar na acumulação de capital real.

A figura a seguir demonstra a evolução brasileira da participação relativa das rendas financeiras sobre o portfólio total (receitas operacionais) do setor financeiro. O que fica imediatamente claro é como “as rendas de títulos e valores mobiliários são a principal fonte de receitas do sistema financeiro, incluindo os fundos” (Ibid., p. 45).

Assim, o sistema financeiro demonstra evidente fracasso com seus objetivos esperados, com decrescentes níveis de participação de rendas de operação de crédito – que financiam investimentos produtivos – e aumento rápido dos níveis de participação das rendas de títulos e valor imobiliários. Os últimos, por mais que sejam importantes para prover liquidez para os investimentos no momento da emissão no mercado primário, não são geradores de valor produtivo com sua valorização subsequente no mercado secundário, senão por prover melhores valores para emissão primária.

A crescente participação desta rubrica (passando de 80% em 2007) mostra crescimento altíssimo, muito acima do crescimento do produto e de qualquer possibilidade contrapartida a emissões primárias.

**Figura 2 - Composição das receitas operacionais do setor financeiro**



Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 45

#### **4.2.1.4 A taxa de financeirização: uma medida do grau de substituição dos ativos fixos produtivos por ativos financeiros**

Por fim, como medida sintética, a taxa de financeirização é calculada pela razão entre o total de ativos financeiros não monetários e o estoque total de capital fixo produtivo (Ibid., p. 50).

A ideia é a de que, se o estoque de ativos financeiros não-monetários crescer mais rapidamente do que o estoque de ativos de capital fixo, há outros motivos por detrás de seu uso para além do financiamento do investimento e a representação de seu fluxo de caixa esperado.

Sabemos que a natureza incerta dos fluxos de caixa é geradora de flutuações nas expectativas de longo prazo dos ativos de capital, sendo refletida nos preços dos títulos a partir de um dado estoque de capital. Entretanto, um aumento muito acelerado do segundo, quando descolado do primeiro, demonstra outros usos – em última instância improdutivos – da circulação financeira.

Como observamos uma razão, caso houvesse perfeita representação dos valores dos ativos de capital produtivo nos ativos financeiros, observaríamos algo próximo de constante, desconsideradas as flutuações fruto das expectativas de curto período. Caso haja movimentos especulativos, de descompasso forte destas taxas, observaremos tendência de crescimento.

Em termos metodológicos, as séries de estoque de capital fixo são publicadas no IPEData, que permitem a separação entre o estoque produtivo e o residencial. Buscando entender a acumulação de capital fixo produtivo, o indicador proposto utilizara somente o estoque de capital fixo em máquinas e equipamentos mais construções não-residenciais, e não o estoque total de ativos reais (Ibid., p. 50).

Por sua vez, a série com o total de ativos financeiros não monetários é calculado de forma indireta, pela diferença entre os agregados monetários M1 (ativos monetários, ou seja, meios de pagamento e papel-moeda em poder do público) e M4 (que contém o total dos ativos financeiros). Obtemos, portanto, o total de ativos financeiros não monetários da economia brasileira. Isto inclui os “títulos privados, títulos públicos, aplicações em poupança e demais ativos financeiros em poder dos agentes econômicos, incluindo os que funcionam como quase-moeda ou como moeda financeira” (Ibid., p. 50).

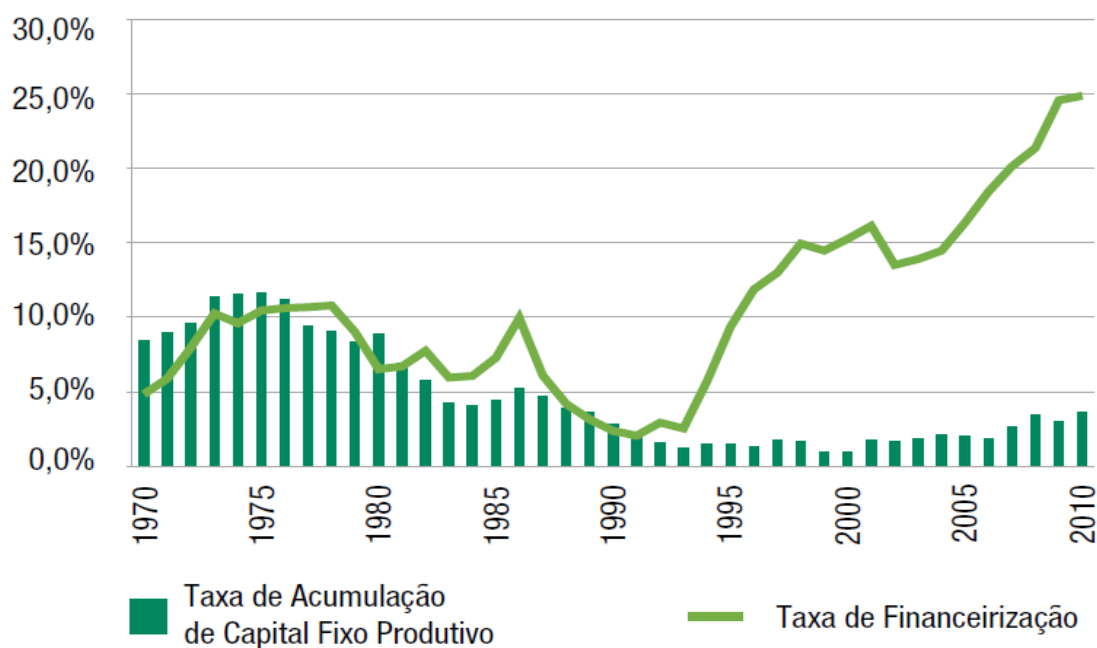
Assim, tendo ambas variáveis, calculamos a taxa de financeirização.

Ainda, é possível calcular a taxa de acumulação de capital fixo produtivo, dada pela razão entre a formação bruta de capital fixo de cada período e o estoque de capital fixo produtivo estimado para os períodos desejados.

A interação das duas taxas é importante porque maiores taxas de acumulação de capital, se forem financiadas pelo sistema financeiro (e não por lucros ou poupança), contribuem para o crescimento da taxa de financeirização. Isto porque aumenta a emissão de títulos privados e outras operações relacionadas ao financiamento do investimento.

O gráfico abaixo, feito pelos autores para o período de 1970-2010, coloca as duas variáveis em perspectiva para os períodos.

**Figura 3 - Financeirização e acumulação de capital fixo produtivo**



Fonte: BRUNO & CAFFÉ, 2015, p. 51

Observamos que, de acordo com a tese inicial, o índice, além de inclinação positiva a partir dos anos 1990, é bastante íngreme. Neste contexto, as baixas taxas de acumulação de capital fixo produtivo demonstram o crescimento da taxa de financeirização não foi graças ao financiamento deste investimento. Antes, o seu crescimento explosivo mostra como as atividades especulativas possuem circulação, em grande parte, independente do fluxo de caixa que teoricamente o ‘sustenta’.

Como, dada sua natureza macroeconômica, este dado é o mais interessante para nosso trabalho, atualizaremos para o período mais recente, buscando observar como se comportou desde então.

#### 4.2.2 Paulani (2009): Ativos financeiros e produto a nível global

Por sua vez, Paulani (2009, p. 29) apresenta dados acerca do crescimento dos ativos financeiros e do produto a nível global. Analisando dados do McKinsey Global Institute (para informações acerca dos ativos) e do FMI (para dados do produto mundial), a autora mostrou o forte ritmo de crescimento do estoque de ativos financeiros em relação ao PIB mundial, saindo de 1,02 para 3,42 no período 1980-2006<sup>29</sup>.

Neste período, enquanto o PIB mundial cresceu em 314%, o valor mundial dos ativos financeiros aumentou em 1292%. A autora, com análise mais próxima daquela marxista, indica como a financeirização, com a “inesgotável criatividade da engenharia financeira que se constrói em torno deles e o enorme grau de alavancagem”, faz com que observemos “crescimento ímpar da riqueza financeira e, junto com ela, do capital fictício” (Ibid., p. 28).

Neste sentido, o principal aspecto dos dados é a velocidade com que o estoque mundial de ativos financeiros – que deveriam, a princípio, estar lastreados em algum ativo produtivo, ou sua expectativa de rendimento – cresce quando comparado ao produto. Temos – para cada dólar em ativos reais em 2010 – 3,74 dólares em ativos financeiros.

**Tabela 7 - 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

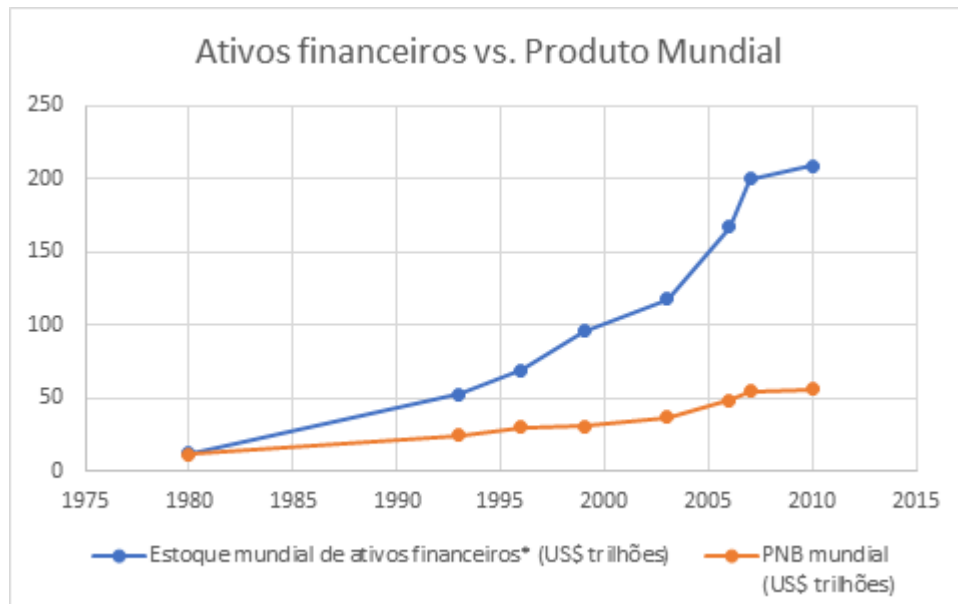
Fonte: PAULANI, 2009. Elaborado a partir de dados do McKinsey Global Institute e FMI.

<sup>29</sup> Excluindo derivativos, dada a falta de consenso acerca de qual deve ser o valor a ser incluído no cômputo da riqueza financeira. Isto se deve à diferença entre o valor nominal dos contratos e o valor de sua liquidação (PAULANI, 2009, p. 30).



Graficamente, observamos o rápido descolamento das duas variáveis para o período em questão:

**Figura 4 - Riqueza financeira e fictícia**



Fonte: Reelaboração de gráfico feito por Leda Paulani (2009, p. 30)

Portanto, assim como nas métricas de caráter mais macroeconômico do caso brasileiro, o estoque de ativos financeiros também cresce a taxas alarmantes a nível global, quando comparado ao crescimento do produto.

### 4.3 Novas evidências, mesmas tendências?

Por fim, temos como objetivo reproduzir e atualizar o Índice de Financeirização proposto por Caffé e Bruno (2015).

Do ponto de vista teórico, o índice é baseado na literatura regulacionista, com Aglietta como seu principal proponente (CAFFÉ & BRUNO, 2015, p. 47).

Em sua tradução empírica, a ideia é a de que é possível medir a financeirização como razão de estoques (financeiro e produtivo) na medida em que, graças à orientação *rentier value*, os estoques produtivos também são influenciados pela taxa de juros de curto prazo. “Conseqüentemente, a flutuação característica associada à produção de máquinas e equipamentos, sob o domínio da financeirização, vincula-se mais profundamente aos movimentos financeiros de formação dos estoques de riqueza em geral” (Ibid., p. 49).

Assim, utilizando a metodologia proposta pelos autores e previamente explicada, foi possível reconstruir o indicador, com o resultado explicitado na tabela a seguir. Ambos os dados, Estoque de Ativos Financeiros Não-Monetários ( $M4 - M1$ ) e Estoque Líquido de Capital Fixo ( $ELKF$ ) são medidos em milhões de reais.

A escolha de início da série em 1996 deu-se graças ao resultado previamente obtido por Bruno e Caffé (Ibid., p. 51), no qual o Índice de Financeirização só começa a subir a partir de meados dos anos 1990.

É importante ressaltar que, mesmo que tentando replicar sua metodologia, não achamos os mesmos resultados dos autores (Ibid., p. 51). Encontramos razões maiores do que 1 para quase todos os períodos, ao passo que o trabalho original encontra razões sempre menores do que 1. Entretanto, os resultados, mesmo que com magnitudes diferentes, levam à mesma conclusão: existe processo de financeirização da economia brasileira.

**Tabela 8 - Índice de Financeirização (1996-2019)**

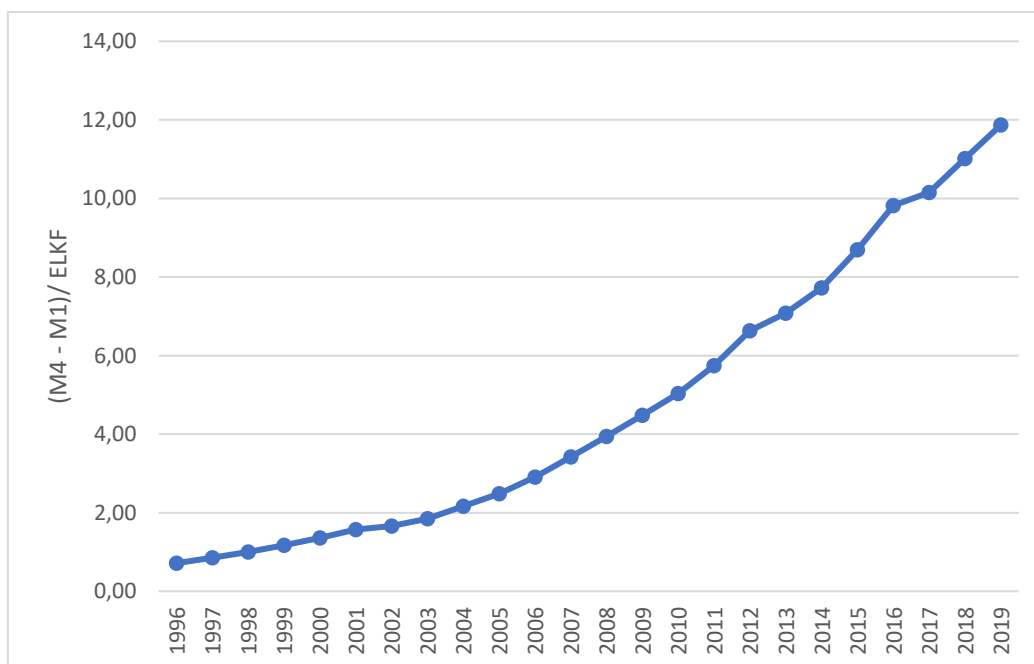
Ano	M4 - M1	ELKF <sup>30</sup>	Índice de Financeirização
1996	3.128.169	4.370.709	0,72
1997	3.822.760	4.482.242	0,85
1998	4.591.996	4.576.236	1,00
1999	5.450.902	4.642.426	1,17

<sup>30</sup> Exclui valores de Estoque Líquido de Capital Fixo em Construção Residencial, conforme explicado em seção anterior.

2000	6.487.167	4.771.513	1,36
2001	7.696.672	4.894.773	1,57
2002	8.285.323	4.988.450	1,66
2003	9.348.626	5.048.919	1,85
2004	11.144.617	5.139.472	2,17
2005	12.996.129	5.225.597	2,49
2006	15.509.146	5.330.759	2,91
2007	18.752.470	5.485.891	3,42
2008	22.463.984	5.691.833	3,95
2009	26.226.939	5.849.672	4,48
2010	30.615.475	6.083.614	5,03
2011	36.285.493	6.318.575	5,74
2012	43.137.350	6.506.107	6,63
2013	47.460.937	6.701.556	7,08
2014	52.859.623	6.844.045	7,72
2015	59.530.600	6.849.282	8,69
2016	66.572.564	6.777.021	9,82
2017	68.118.192	6.707.540	10,16
2018	73.254.226	6.651.084	11,01
2019	78.648.934	6.625.146	11,87

Fonte: elaboração própria com dados do IPEADData e BCB.

**Figura 5 - Índice de Financeirização (1996-2019)**



Fonte: elaboração própria a partir de dados do IPEADData e do BCB.

Analisando os dados, é possível observar como há crescimento rápido desta razão, cujo resultado indica, conforme argumentado anteriormente, que há ‘exagero’ nas taxas de crescimento dos ativos financeiros não-monetários em relação aos ativos produtivos que, a princípio, o ancoram.

Conforme a literatura levantada propõe, a Figura 5 deixa claro como a circulação financeira, em regime de financeirização, se autonomiza em relação à circulação produtiva, adquirindo sua própria lógica de valorização. Por mais que, com dados macroeconômicos, não seja possível observar mudanças nos comportamentos individuais, o aumento da importância relativa da circulação financeira frente à industrial é evidente. Ao mesmo tempo, o crescente aumento de produto – gerado, em primeiro lugar, na esfera produtiva – absorvido pela circulação cresce a taxas altas.

Para fins de comparação, é possível calcular as taxas de crescimento dos dois estoques e comparar suas trajetórias. É possível enxergar como os ativos financeiros possuem taxas de crescimento sempre positivas e, acima de tudo, muito superiores às daquelas de acumulação real de capital para todos os períodos de tempo analisados.

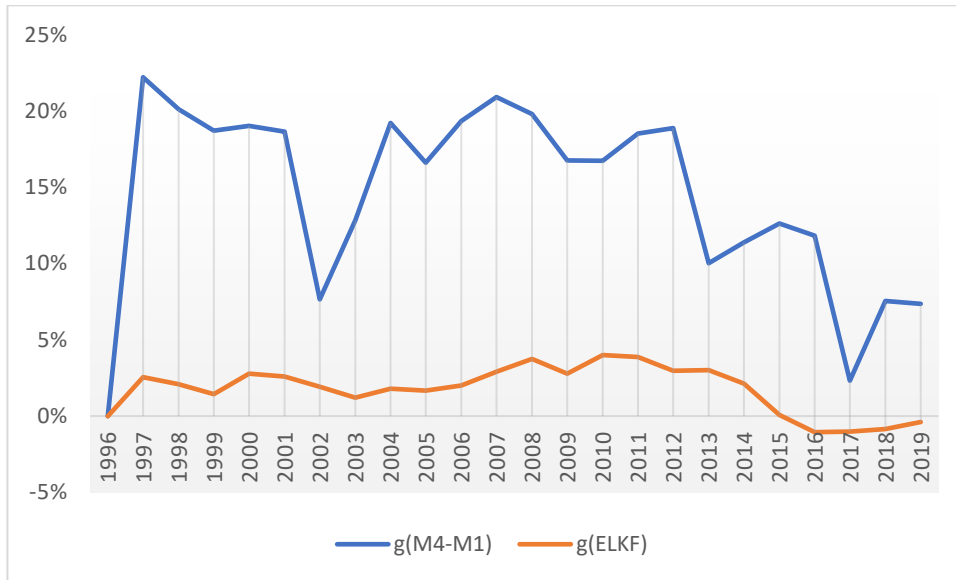
**Tabela 9 - Taxas de crescimento dos estoques**

Ano	g(M4-M1)	g(ELKF)
1996	-	-
1997	22%	3%
1998	20%	2%
1999	19%	1%
2000	19%	3%
2001	19%	3%
2002	8%	2%
2003	13%	1%
2004	19%	2%
2005	17%	2%
2006	19%	2%
2007	21%	3%
2008	20%	4%
2009	17%	3%
2010	17%	4%
2011	19%	4%
2012	19%	3%
2013	10%	3%
2014	11%	2%
2015	13%	0%

2016	12%	-1%
2017	2%	-1%
2018	8%	-1%
2019	7%	0%

Fonte: elaboração própria, com dados do IPEData e BCB.

**Figura 6 - Taxas de crescimento dos estoques**



Fonte: elaboração própria com dados do IPEADData e BCB.

## 5. Conclusão

Em conclusão, observamos como cada uma das vertentes analisadas compreendem o fenômeno, permitindo-nos tirar conclusões acerca de suas consequências.

A perspectiva marxista, em primeiro lugar, entende a financeirização como maior grau de autonomia do capital financeiro frente a esfera produtiva. Neste contexto, aumenta a criação de Capital Fictício que, ao invés de funcionar como crédito, financiando diretamente a produção, intensificando a acumulação de capital e produzindo valor, funciona como ativo ‘autônomo’, cuja reprodução depende unicamente de sua aplicação. Assim, perde-se de vista de onde de fato vêm os rendimentos – de parcela dos lucros gerados pelo investimento, portanto do trabalho –, entendendo-os como ganhos derivados de si próprio.

Entretanto, como o valor deve vir de algum lugar, há parcela cada vez maior de transferência da esfera produtiva para a esfera financeira não-produtiva. Assim, a financeirização será acompanhada de queda na taxa de acumulação de capital – o investimento –, aumento da instabilidade no mercado de dinheiro e intensificação das crises financeiras, que passam a ocorrer com maior frequência.

Por sua vez, a perspectiva keynesiana enxerga que, com o aumento da financeirização, haverá maiores impactos especulativos e, com isto, outro uso para os mercados financeiros: a valorização não-produtiva dos ativos. Com isto, há deslocamento da atenção de expectativas de longo período, relacionadas ao fluxo de renda esperado gerado ao longo da vida útil do capital produtivo, para aquelas ligadas à psicologia das massas, que tentam adivinhar a opinião média dos agentes do mercado para, assim, aumentar seus ganhos financeiros.

Enquanto o investimento produtivo está ligado a necessidades reais de determinada sociedade, na medida em que a realização do produto gerado no mercado depende das preferências, a atividade especulativa nada tem a ver com qualquer ganho social.

Por mais que o especulador garanta liquidez para os mercados financeiros, tornando o investimento mais líquido, a financeirização significa maior participação da especulação no produto total, maior importância da figura do acionista frente àquela do empreendedor e, principalmente, aumento da volatilidade dos mercados financeiros, que passam a influenciar diretamente a eficiência marginal do capital.

Ainda, com a crescente complexidade dos mercados financeiros e suas constantes inovações financeiras, há mudança em seus objetivos: ao invés de permitir e facilitar a reavaliação dos investimentos, torna cada vez mais obscura a natureza de seus rendimentos.

Os dados apresentados nos mostram que, de fato, há autonomização da circulação financeira frente à produtiva: o estoque de ativos financeiro cresce a taxas muito maiores do que aquele de ativos reais. Ao mesmo tempo, com os indicadores alertando para altos níveis de financeirização, o investimento fica cada vez mais sujeito à lógica de volatilidade e instabilidade típica dos mercados financeiros. Isto significa tanto que há proporção maior do produto dedicado a estas atividades, em detrimento das atividades produtivas, quanto que há aumento da sensibilidade do investimento aos juros de curto

prazo e variações arbitrárias (ou de natureza estritamente psicológica) dos preços dos ativos.

Assim, a financeirização coloca-se como problema para o desenvolvimento produtivo, mudando os papéis dos agentes e mercados financeiros, aumentando a instabilidade e volatilidade das suas variáveis e, principalmente, reduzindo o investimento.

### Referências bibliográficas

BRUNHOFF, S. *Les Rapports D'Argent*. Maspero, Paris. 1979.

BRUNO, Miguel.; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização. População, Espaço e Sustentabilidade. ENCE-IBGE, 2015.

CARVALHO, Fernando J. Cardim De. *Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Ed. Aldershot: Elgar, Nova Iorque, 1992.

\_\_\_\_\_. *Moeda, Produção e Acumulação*. In: Moedas e produção: teoria comparadas. Brasília: ed. UnB, 1993. p. 163–191.

CHRISTOPHERS, Brett. *The limits to financialization*. *Dialogues in Human Geography*, [S. l.], v. 5, n. 2, p. 183–200, 2015.

DAVIS, Gerald F.; KIM, Suntae. *Financialization of the Economy*. *Annual Review of Sociology*, [S. l.], v. 41, n. April, p. 203–221, 2015.

DORE, Ronald. *Financialization of the global economy*. *Industrial and Corporate Change*, [S. l.], v. 17, n. 6, p. 1097–1112, 2008.

EPSTEIN, Gerald A. *Financialization and the world economy*. [S. l.], p. xiv, 440 p., 2005.

KEYNES, John Maynard. *The “Ex-Ante” Theory of the Rate of Interest*. *The Economic Journal*, Cambridge, v. 47, n. 188, p. 663–669, 1937.

\_\_\_\_\_. *Alternative Theories of the Rate of Interest*. *The Economic Journal*, Cambridge, v. 47, n. 186, p. 241–252, 1937.

\_\_\_\_\_. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Os Economistas ed. Nova Cultural, 1996.

KRIPPNER, Greta R. *The Financialization of the American Economy*. *Socio-Economic Review*, [S. l.], n. 3, p. 173–208, 2005.

KUS, Basak. *Financialization and income inequality in OECD nations: 1995-2007*. *Economic and Social Review*, [S. l.], v. 43, n. 4, p. 477–495, 2012.

LAPAVITSAS, Costas. *Theorizing financialization*. *Work, Employment and Society*, [S. l.], v. 25, n. 4, p. 611–626, 2011.

VERCELLI, Alessandro. *Preferência pela liquidez e valor de opção*. *Economia e Sociedade*, [S. l.], n. 12, p. 21–40, 1999.

MARX, Karl. *O Capital: Crítica da economia política*. Livro I: *O Processo de Produção do Capital*. Trad. Rubens Enderle. São Paulo: Boitempo, 2011.

\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica da economia política*. Livro II: *O processo de circulação do capital*. Trad. Rubens Enderle. São Paulo: Boitempo, 2014.

\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica da economia política*. Livro III: *O Processo Global de Produção Capitalista*. Trad. Rubens Enderle. São Paulo: Boitempo, 2016.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. *Capital Fictício, Autonomia Produção-Circulação e Crises: Precedentes Teóricos para o Entendimento da Crise Atual*. *Economia*, [S. l.], v. 12, n. 3, p. 475–496, 2011.

\_\_\_\_\_. *Moeda e Taxa de Juros em Keynes e Marx: Observações sobre a Preferência pela Liquidez*. *Estudos Econômicos*, [S. l.], v. 38, n. 4, 1988.

ORHANGAZI, Ö. *Financialization and the US Economy*. [s.l.]: Edward Elgar Publishing, 2008.

PAULANI, Leda Maria. *A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil*. *Estudos Avançados*, [S. l.], v. 23, n. 66, p. 25–39, 2009.

SAWYER, Malcolm. *What Is Financialization?* *International Journal of Political Economy*, [S. l.], v. 42, n. 4, p. 5–18, 2013.



STUDART, Rogério. *O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional*. Revista de Economia Política, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 101–118, 1993. Disponível em: <http://www.rep.org.br/PDF/49-7.PDF>.

TOMASKOVIC-DEVEY, Donald; LIN, Ken Hou. *Income dynamics, economic rents, and the financialization of the U.S. economy*. American Sociological Review, [S. l.], v. 76, n. 4, p. 538–559, 2011.