

## Financeirização e acumulação de capital fictício na economia brasileira

Luccas Assis Atílio<sup>1</sup>

**Resumo:** Esse artigo investiga o processo de financeirização da economia brasileira com base na acumulação de capital fictício. Duas formas de acumulação fictícia são analisadas: a dívida pública e o fluxo de portfólio. Nossas conclusões sugerem que esses dois canais têm ganhado maior importância ao longo dos anos, consubstanciando no avanço dos interesses do mercado financeiro sobre a formulação de políticas públicas. Consequências como a redução do Estado de Bem Estar Social, o aprofundamento da financeirização e crise de representatividade democrática podem ser percebidas com os recentes desdobramentos políticos do país. Tais consequências não podem ser entendidas sem considerar a difusão do capital financeiro sobre a economia.

**Palavras-chave:** Capital fictício; Financeirização; Dívida pública; Fluxo de portfólio.

**Código JEL:** G1; G20; G3; E02.

### Financialization and accumulation of fictitious capital in the Brazilian economy

**Abstract:** This article investigates the process of financialization of the Brazilian economy based on the accumulation of fictitious capital. Two forms of fictitious accumulation are analyzed: the public debt and the portfolio flow. Our conclusions suggest that these two channels have gained greater importance over the years, resulting the advance of the interests of the financial market on the formulation of public policies. Consequences as the reduction of the welfare state, the deepening of financialization and the crisis of democratic representativeness can be perceived with the recent political developments in the country. Such consequences can not be understood without considering the diffusion of financial capital over the economy.

**Key-words:** Fictitious capital; Financialization; Public debt; Portfolio flow.

**JEL-code:** G1; G20; G3; E02.

### 1. Introdução

Após a Segunda Guerra Mundial (1939-1945), o crescimento econômico das economias capitalistas se pautou principalmente pela acumulação de capital produtivo (Hobsbawm, 1995; Harvey, 2005). Entretanto, com a crise dos anos 70, que permitiu a ascensão do neoliberalismo e suas políticas de livre mercado (Harvey, 2016), o processo de acumulação se modificou. O capital produtivo cede espaço para o capital financeiro (Chesnais, 1996). O processo de financeirização ganha força para se difundir na economia mundial.

---

<sup>1</sup> Universidade federal de Ouro Preto.

A financeirização é acompanhada pela expansão do capital fictício (Chesnais, 1996), o capital que extrai mais-valia gerada pelos trabalhadores no setor produtivo (Marx, 1968c). Conforme o capital fictício aumenta sua participação nas economias, maior é a transferência da riqueza nacional para o setor financeiro (Chesnais, 1996). O Estado passa a formular políticas públicas para favorecer o capital financeiro, em detrimento de sua população.

O Brasil está inserido nessa dinâmica. Bruno et al (2009) e Miranda (2013) argumentam que a financeirização brasileira se iniciou nos anos 80, em meio ao agravamento do endividamento público com elevadas taxas de juros. A abertura do mercado financeiro nos anos 90 e o Plano Real de 1994 aprofundaram essa tendência, culminando em maior dependência externa.

Nesse artigo investigamos a economia brasileira em meio a esse processo. Para isso, analisamos dois canais de acumulação de capital fictício: a dívida pública e o fluxo de portfólio. Escolhemos a dívida pública porque, segundo Chesnais (1996), ela é o principal motor para a disseminação das finanças. O segundo canal se deve à crescente importância dos mercados de ações e de títulos públicos sobre a formulação de políticas públicas do Brasil.

Justifica-se esse artigo com base no atual contexto do Brasil, no qual um ajuste fiscal é realizado para superar a crise econômica. Tal ajuste busca restringir o gasto primário, ao passo que o pagamento de juros da dívida não é questionado. Outras formas de melhorar a saúde fiscal da economia, como uma reforma tributária que tornasse a tributação mais progressiva, que taxasse mais fortemente o ganho pelo capital, as grandes fortunas, ou os mais ricos, tampouco é considerada. Isso reflete a influência do mercado financeiro sobre a elaboração das políticas públicas, em especial, os mercados acionário e de títulos públicos, no qual a volatilidade destes está em consonância com a avaliação que o setor financeiro realiza sobre elas. Políticas para superar a crise - a restrição do gasto primário, a reforma da previdência e a reforma da CLT -, ainda que prejudiquem a população, se bem avaliadas pelo setor financeiro, fazem com que esses mercados apresentem indicadores favoráveis. Essa influência do mercado financeiro sobre a política pública ilustra uma das consequências do aprofundamento da acumulação de capital fictício.

A análise evidenciou que ambos os canais ganharam maior participação. A dívida pública tem servido para a transferência de mais-valia da população para o setor financeiro (por meio do pagamento de juros da dívida) e o fluxo de portfólio cresceu ao longo dos anos. Esse resultado mostra o fortalecimento da financeirização na economia brasileira e reflete o recuo do Estado de Bem Estar Social. Mais importante, é a separação que presenciamos entre os interesses do mercado financeiro e o da população. Conforme o capital financeiro avança por meio da dívida pública e do mercado acionário, maior é a sua influência sobre o governo ao formular políticas públicas.

O artigo está dividido em três seções após essa breve introdução. A seção 2 descreve a ascensão das finanças e conceitua o termo financeirização; a seção 3 realiza a análise da acumulação de capital fictício no Brasil; e a seção 4 realiza alguns comentários conclusivos.

## **2. Financeirização e o processo ininterrupto de acumulação de capital**

### **2.1 Crise de acumulação**

Após a Segunda Guerra Mundial (1939-1945), a economia mundial testemunhou forte crescimento econômico. Tal crescimento foi auxiliado, entre os principais fatores, pela destruição causada pela guerra – o que exigiu elevado investimento em capital físico -, inovações tecnológicas e o reconhecimento da importância da manutenção da demanda agregada em um patamar que incentive o surgimento de novas firmas e a expansão da produção (Hobsbawm, 1995).

A respeito do primeiro fator, coube aos Estados Unidos da América (EUA) fornecer financiamento para a reestruturação das nações da Europa Ocidental (Arrighi, 1994). Esse fato elucidou a proeminência da economia norte-americana entre os países capitalistas, assinalando, também, o papel do dólar como moeda universal. Vale dizer que o temor do socialismo impulsionou esse direcionamento da política econômica dos EUA (Hobsbawm, 1995).

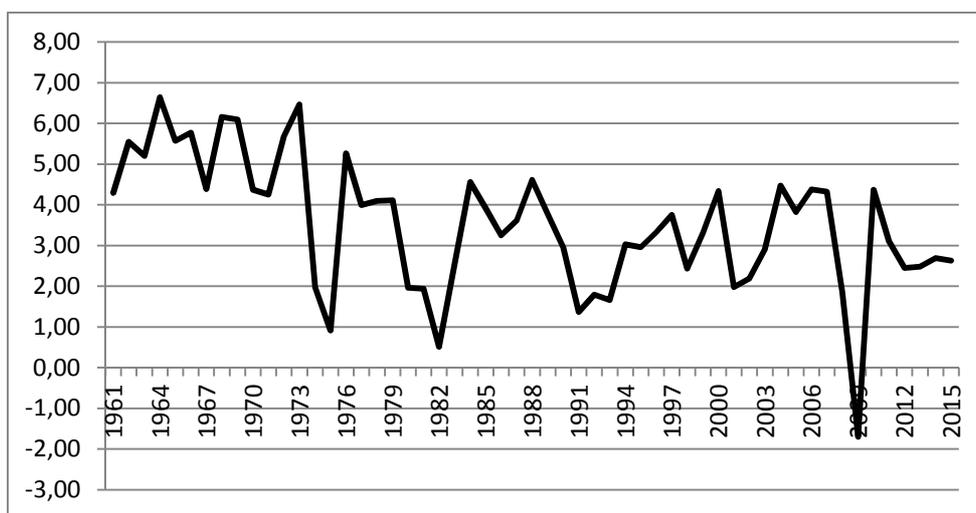
As revoluções tecnológicas - característica intrínseca e necessidade vital do modo de produção capitalista (Marx, 1968a) – permitiram o aprimoramento de bens duráveis, como veículos automotores (Hobsbawm, 1995). Essas inovações deram suporte à massificação das mercadorias, na medida em que

reduzia o custo unitário de produção e exigia menos horas de serviço por parte dos trabalhadores (Gorz, 2003).

O gerenciamento da demanda agregada por parte do Estado foi uma lição aprendida com os eventos do início do século – em destaque, a ascensão de regimes extremistas (nazismo, fascismo) e a Grande Depressão de 1929. Seguindo o receituário de Keynes (1988), o Estado passou a intervir na atividade econômica, tanto no fornecimento da infraestrutura (investimento em capital físico) quanto por políticas sociais. Foi cunhado de Estado de Bem Estar Social (Hobsbawm, 1995).

Desse modo, os formuladores de política econômica perceberam os prejuízos que um grande número de pessoas desempregadas poderia desencadear, bem como na necessidade de fornecer proteção social para os trabalhadores, dado os riscos existentes em economias capitalistas. Os efeitos não demoraram a aparecer, como pode ser visto no gráfico 1. O crescimento econômico em toda a década de 60 e início dos anos 70 foi elevado, com média de expansão do produto interno bruto (PIB) de 5,4% entre 1961 e 1973. É a chamada Era de Ouro do capitalismo no século XX (Harvey, 2005).

Gráfico 1: Crescimento econômico mundial em porcentagem



Fonte: Banco Mundial

Entretanto, o crescimento ilimitado encontra seus próprios limites (Marx, 1968b; Harvey, 2016). Analisando o gráfico 1, pode-se depreender que o

crescimento econômico decresce substancialmente no meio da década de 1970. O capitalismo não mais mostraria um crescimento pujante no século XX.

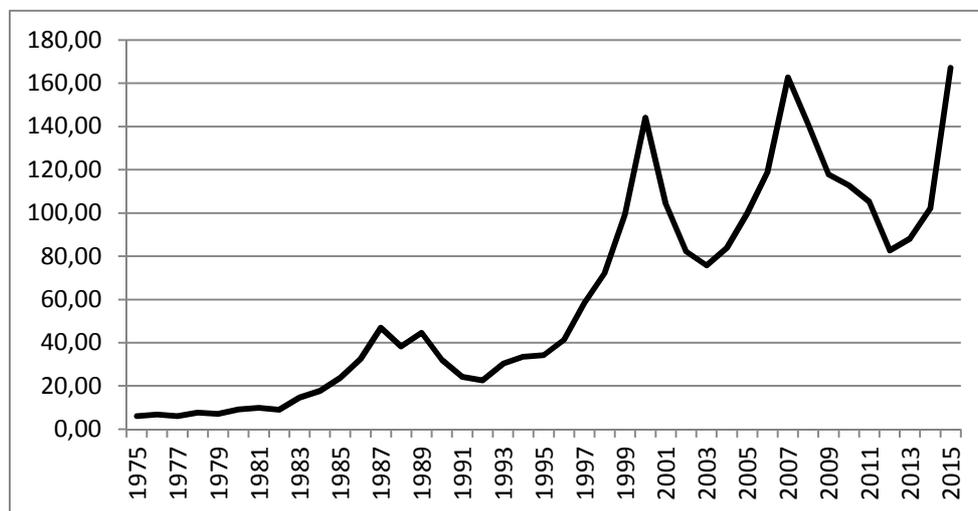
Marx (1968b) previu que o capitalismo sofreria recorrentes crises de acumulação. Na medida em que o desenvolvimento da produção exigisse a expansão do capital constante (capital físico) e utilizasse cada vez menos capital variável (trabalhadores), a fonte de lucro tenderia a se reduzir, uma vez que a fonte primária de riqueza são os trabalhadores e a natureza. A necessidade do lucro seria acompanhada pelo imperativo de maior extração de mais-valia. Inovações tecnológicas poderiam retardar a tendência de queda do lucro, mas logo que as inovações fossem difundidas, a vantagem inicial auferida por determinada empresa seria perdida. O resultado seria superprodução sem uma correspondente demanda para absorver todo o estoque. O gráfico 1 corrobora a perda de ímpeto econômico no restante das décadas. Se entre 1961 e 1973 o crescimento anual médio foi de 5,4%, ele se reduz para 2,9% entre 1974 e 2015.

Em meio à queda da lucratividade, os agentes se voltaram para a esfera financeira (Chesnais, 1996). A acumulação financeira foi impulsionada por políticas de abertura dos mercados, como a liberalização e desregulamentação financeira (Rodrik, 1998). O Estado de Bem Estar Social foi desmantelado pelo novo direcionamento de política econômica, agora enfatizando o individualismo, a propriedade privada e o cumprimento dos contratos, foi a ascensão do Neoliberalismo (Harvey, 2005). Tal ideologia foi apoiada por influentes pensadores, como Hayek (1983) e Friedman (2014), e implementada, inicialmente, por políticos de destaque internacional, como Thatcher, na Grã-Bretanha, em 1979, e Reagan, nos EUA, em 1980.

O gráfico 2 elucida um dos resultados dessa virada política em relação à acumulação financeira, em particular, no tocante ao capital fictício. Em toda a década de 1970, o fluxo de ações não ultrapassou a marca de 10%, mas com a realização das reformas – abertura financeira -, esse fluxo cresceu substancialmente, superando o patamar de 100% em 2000 e terminando a série em 167%. O valor comercializado das ações é superior à riqueza nacional. É uma das características do capitalismo guiado pela acumulação

financeira apresentar valores no setor financeiro que superam a riqueza do setor produtivo.

Gráfico 2: Valor das ações comercializadas em proporção com o PIB



Fonte: Banco Mundial

Nota: Valor das ações comercializadas é o número de ações nacionais e internacionais comercializadas multiplicado pelo preço de tais ações.

A respeito do capital fictício, Marx (1968c) aponta que títulos público e privado e ações de empresas fazem parte desse tipo de capital. Ainda que sejam representados por valores nominais, não representam riqueza. O capital fictício extrai mais-valia do setor produtivo, isto é, dos trabalhadores. Portanto, para existir esse tipo de capital, deve-se também existir criação de riqueza na economia. Entretanto, já apontava Marx, os agentes não fazem uma correta distinção entre o capital real e o fictício.

A superação de crises de acumulação ocorre, como descrito por Arrighi (1994), pelo canal financeiro, pelo capital fictício. Desloca-se capital do setor produtivo para o setor financeiro. Práticas de especulação financeira tendem a surgir, representando novas tensões na economia. Não é coincidência a eclosão de crises financeiras após os anos 80, em especial a crise asiática de 1997 (Krugman, 2009), e o mais recente evento que colocou em dúvida a sustentabilidade do capitalismo, a crise financeira dos EUA, em 2007/2008 (Dymski, 2012).

Contemporaneamente, a acumulação de capital fictício está inserida em um processo de maior dimensão, a financeirização. A próxima subseção conceituará esse termo.

## **2.2 Financeirização**

A financeirização é um processo em andamento no capitalismo contemporâneo. Como veremos, a literatura enquadra esse conceito em três esferas: como um novo regime de acumulação de capital, o *maximizing shareholder value* (MSV) e a financeirização da vida cotidiana (Van der Zwan, 2014).

Entre os anos 1945 e 1970, o regime de acumulação se pautou pela expansão da produção e crescentes investimentos em capital físico (Hobsbawm, 1995). Entretanto, havia uma demanda que absorvesse o excedente produzido. Com a crise dos anos 70, gerando uma inflexão na política econômica, a acumulação de capital se deslocou para o mercado financeiro. Aprofundou-se a separação dos eixos produtivo e financeiro. A financeirização seria, portanto, uma alternativa para a reprodução do capitalismo (Boyer, 2000).

O MSV é relativo ao comportamento das empresas não-financeiras. Nesse caso, essas passariam a direcionar suas políticas para maximizar o valor de suas ações, ainda que tais práticas não tenham como contrapartida o aumento da produtividade e eficiência (Lazonick e O'Sullivan, 2000; Lazonick, 2011; Lazonick, 2012). Esse direcionamento favorável aos acionistas ocorreu ao mesmo tempo em que os gerentes dessas corporações tiveram suas remunerações atreladas à opções de compra das ações da própria empresa, ou seja, caso as ações se valorizassem, tanto acionistas quanto gerentes seriam beneficiados (Crotty, 2003).

A financeirização da vida cotidiana explicita a influência das finanças sobre as famílias. Com o dismantelamento do Estado de Bem Estar Social, ocorreu o recuo da provisão pública de serviços sociais, como a previdência e a educação (Harvey, 2005). O mercado financeiro preencheu essas áreas, disponibilizando ativos financeiros para as famílias (Lapavitsas, 2011). Com o tempo, tornou-se uma prática comum a participação de trabalhadores nesse

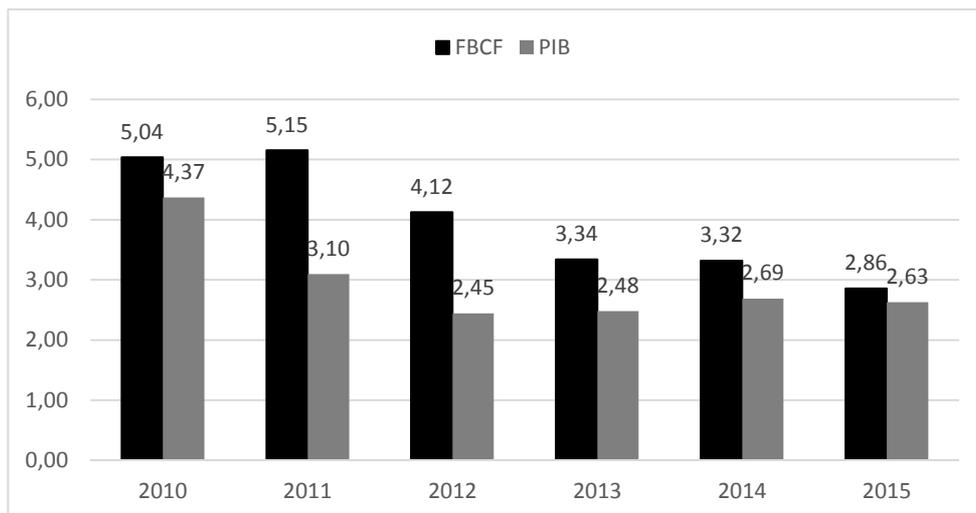
tipo de mercado. Ademais, essa tendência não se limitou somente a áreas sociais: o consumo também foi financeirizado.

Desse modo, compreende-se a financeirização como a maior participação das finanças sobre os agentes econômicos, sejam eles trabalhadores ou empresas, bem como sobre as economias. Tal guinada na acumulação de capital não deixaria de acarretar alterações no funcionamento do capitalismo.

Uma importante modificação é a maior influência exercida pelo mercado financeiro sobre as políticas dos Estados (Bin, 2015). Caso o governo não corresponda às expectativas do setor financeiro, o país pode sofrer abruptas saídas de capitais. Crises econômicas ocorreram em virtude desse traço, como foi o caso da crise asiática de 1997 (Krugman, 2009). Conseqüentemente, o Estado perde autonomia no gerenciamento da economia doméstica; há uma dissociação entre os interesses da população e do mercado financeiro. É um paradoxo: o governo é eleito por sua população, mas governa em prol dos mercados financeiros (Attílio, 2017a). A economia brasileira apresenta de forma notável essa característica – veremos em maiores detalhes na próxima seção.

Outra consequência é a perda de dinamismo econômico. Se empresas deixam de investir em capital físico (formação bruta de capital fixo, FBCF), isto é, relegam um papel secundário para as atividades produtivas, e priorizam ganhos financeiros, é natural que ocorra uma desaceleração na produção (gráfico 3). O investimento produtivo tende a crescer de forma mais lenta, reduzindo, da mesma forma, o crescimento econômico (Attílio, 2016). Tal tendência pode ser vista no gráfico 3, que ajuda a entender o porquê do fraco crescimento mundial observado atualmente – ainda que o explique de forma incompleta (o restante da seção completará a resposta). Concomitantemente, os trabalhadores são atingidos desfavoravelmente (Attílio, 2016).

Gráfico 3: Crescimento mundial da formação bruta de capital fixo (FBCF) e do PIB em %



Fonte: Banco Mundial

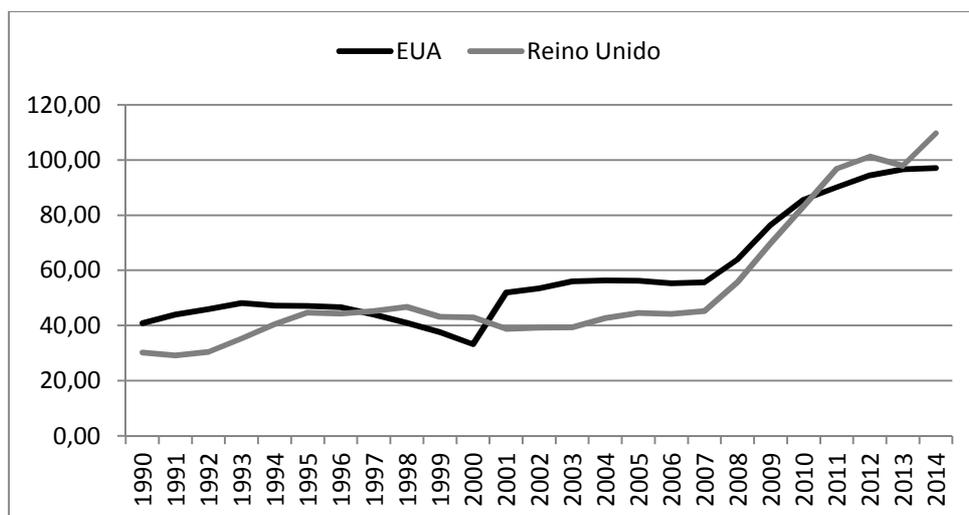
As empresas não-financeiras se ajustam para se adequar às exigências do mercado financeiro: distribuir dividendos e apresentar lucro em um curto espaço de tempo (Stockhammer, 2004). Para lograr esse objetivo, elas cortam custos, atingindo, desse modo, os trabalhadores (Lazonick, 2011). A remuneração tende a decrescer, assim como as condições do trabalho. Há, portanto, a precarização do trabalho, maior instabilidade e perda de poder de compra (Lapavitsas, 2009). Soma-se a isso o recuo do Estado na provisão de serviços sociais. A classe dos trabalhadores é atingida duplamente: pelos setores privado e público.

A desigualdade de renda é outra consequência perniciosa da financeirização (Lazonick, 2011). Se por um lado os trabalhadores são atingidos de forma prejudicial, rentistas e gerentes de grandes corporações obtêm maiores rendas. É um traço da financeirização o aprofundamento do rentismo (Paulani, 2013). Aliado a isso, conforme as famílias passam a utilizar o sistema financeiro, estão sujeitas ao crescente pagamento de juros e, dependendo de suas vulnerabilidades, podem perder bens pessoais. É o que Lapavitsas (2009) denomina de expropriação financeira, a extração de renda pessoal de famílias para alimentar lucros financeiros apropriados por instituições financeiras. Essa característica, juntamente com a perda de dinamismo econômico (gráfico 3), ajuda a explicar o marasmo no crescimento mundial do produto. Há uma fraca demanda – devido à desigualdade de renda

e expropriação financeira – ao mesmo tempo que a financeirização desacelera a expansão do investimento produtivo (Togati, 2015).

A maior liquidez propiciada pela financeirização incentivou o crescente endividamento das nações (gráfico 4). Usamos os EUA e o Reino Unido porque foram os expoentes do processo de financeirização, ao realizarem políticas de abertura de seus mercados nos anos 80. Em poucos anos, a dívida escala de 40% para atingir 100% em 2014. Esse processo não se restringe somente a essas nações, é um tema que tem recebido grande atenção devido às consequências que pode desencadear. A crise grega e a crise da Zona do Euro são dois eventos impulsionados pelo excesso de endividamento de seus países. Para a economia mundial como um todo, a dívida líquida dos governos centrais/PIB, que era de 79% em 2010, atingiu 89% em 2013 (Banco Mundial, 2017).

Gráfico 4: Dívida líquida do governo central/PIB dos EUA e do Reino Unido



Fonte: Banco Mundial

Segundo Chesnais (1996), a economia governada pelas finanças foi um processo que ocorreu em três fases. A primeira se iniciou ainda na Era de Ouro, mas foi um movimento restrito. A segunda foi ativada pelas políticas de abertura e desregulamentação financeira. Por fim, a terceira fase foi a abertura dos mercados acionários (gráfico 2). Em comum, ambas as fases perceberam o aumento do fluxo e mobilidade dos capitais. O autor aponta que a dívida

pública é o principal canal pelo qual as finanças se difundem, processo que ele denomina de mundialização financeira.

É pela dívida pública que a mais-valia é transferida dos trabalhadores para o mercado financeiro. É por ela que os Estados realizam políticas austeras para conseguirem pagar os crescentes juros. É através dela que a riqueza nacional é distribuída para os agentes financeiros. Desse modo, a dívida pública seria o ponto principal da financeirização.

A próxima seção analisará o Brasil em meio ao processo de financeirização, enfatizando a acumulação de capital fictício (fluxo de portfólio e dívida pública). Veremos que a economia brasileira guarda semelhanças com os países em estágio mais avançado da financeirização, como as nações anglo-saxônicas e que, por isso, algumas consequências que podemos testemunhar já foram vistas naqueles países. Com o atual governo brasileiro, marcado pelo recuo do Estado de Bem Estar Social e pelo combate às formas de solidariedade e cooperação, vemos o fortalecimento do individualismo. Caminho parecido foi seguido por Thatcher e Reagan na década de 1980. Podemos estar seguindo a mesma trilha.

### **3. Acumulação de capital fictício no Brasil**

#### **3.1 Fluxo de portfólio**

Essa subseção analisará a acumulação de capital fictício na economia brasileira, em particular, em relação ao fluxo de portfólio (ações de empresas, fundos de investimento e títulos público e privado). Veremos que esse tipo de capital fictício aumentou a sua participação no país, subjacente ao processo de financeirização.

Bruno et al (2009) e Miranda (2013) assinalam que a financeirização do Brasil se iniciou na década de 1980, em meio a um cenário econômico de profunda crise. Pode-se destacar o crescente endividamento interno e externo, o fraco crescimento do PIB e a espiral inflacionária. Tais distorções causaram a perda de dinamismo econômico, gerando a alcunha de “década perdida”. Nesse ambiente, os agentes utilizaram títulos públicos para se protegerem das perdas decorrentes da inflação (Belluzzo e Almeida, 2002).

Com a emissão de títulos públicos, gradativamente o Estado aumentou a distribuição de dinheiro público para o setor privado, com uma taxa de juros elevada. Desse modo, o início da financeirização brasileira, de acordo com Bruno et al (2009) e Miranda (2013), foi pautada pelo endividamento público com elevadas taxas de juros. Bruno et al (2009) contrasta esse desenvolvimento com o das nações desenvolvidas, no qual o endividamento foi privado e sob taxas de juros baixas. O elevado endividamento público sendo financiado por altas taxas de juros é uma característica do Brasil, fazendo com que o país extraia mais-valia de sua população e a repasse ao setor financeiro (seção 3.2).

A abertura financeira do país, ocorrida nos anos 90, foi outro ponto fundamental para o enraizamento da financeirização (Paulani, 2013). Essa política facilitou a participação de investidores estrangeiros no mercado financeiro nacional. Algumas das medidas foram o aumento das garantias legais de credores perante o Estado e isenções tributárias para ganhos financeiros pelos estrangeiros (Paulani, 2013).

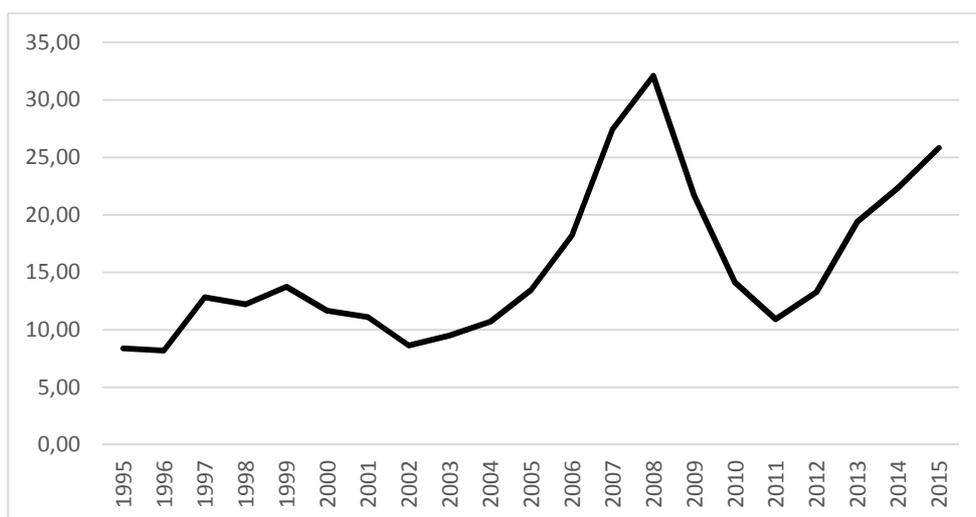
Ainda na década de 1990, o Plano Real de 1994 tornou o país mais dependente do financiamento externo (Paulani, 2013; Contri, 2014). Taxas de juros elevadíssimas e taxa de câmbio sobrevalorizada foi uma combinação que propiciou o surgimento de significativos déficits correntes e orçamentários, que eram financiados pela entrada de capital externo, a uma taxa de juros proibitiva (Mollo, 2011). Esse ciclo vicioso mostraria os seus efeitos com o baixo crescimento econômico e a crise cambial de 1999 (Pinto e Gonçalves, 2015).

A intervenção do Fundo Monetário Internacional (FMI) auxiliaria o Brasil a sair da crise, embora impusesse o “ajuste estrutural” (aumento dos impostos, redução dos gastos públicos e geração de superávits primários). Como notado por Harvey (2005), o FMI ajudaria, como tem feito historicamente, a fortalecer e a disseminar o neoliberalismo.

O gráfico 5 exibe o resultado dessa breve descrição da inserção brasileira no mundo das finanças. O fluxo de portfólio cresceu ao longo dos anos: de uma média de 11,07% entre 1995 e 1999, sobe para 16,24% entre 2000 e 2010, e atinge 18,35% entre 2011 e 2015. Tendo iniciado em 8,38% em

1995, ele termina a série em 25,83%. É a acumulação de capital fictício se fortalecendo e ganhando maior espaço no mercado.

Gráfico 5: Fluxo de portfólio/PIB



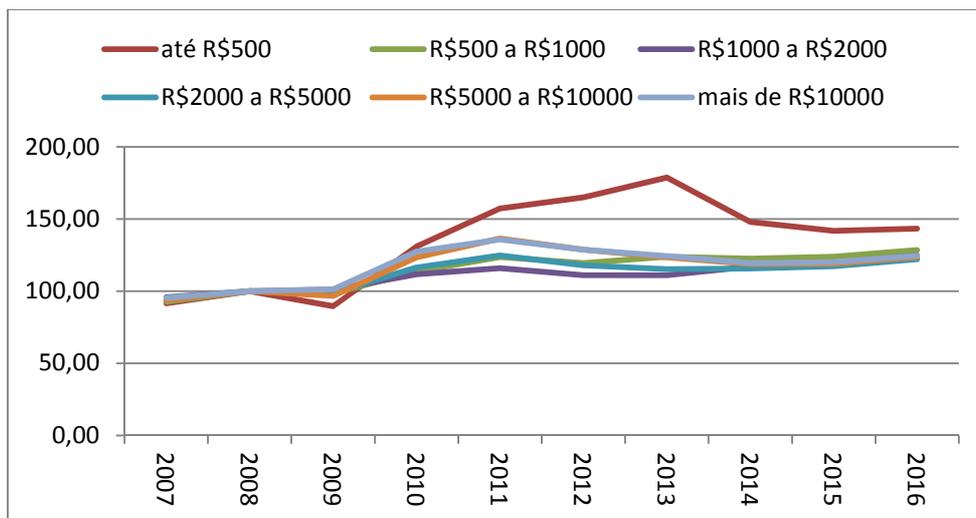
Fonte: Banco central do Brasil e Banco mundial

Nota: Fluxo de portfólio engloba ações de empresas, fundos de investimento e títulos privado e público.

Os defensores da abertura financeira argumentam que o aumento do fluxo de capital acarretará em maior liquidez para a economia, reduzindo o custo de financiamento e permitindo maior investimento produtivo (Arida, 2003a; Arida, 2003b; Bacha, 2003). Entretanto, o que se observa é uma dificuldade estrutural para o Brasil voltar a crescer de forma rápida e sustentada (Pinto e Gonçalves, 2015). A elevada remuneração de títulos públicos, uma taxa de câmbio valorizada e taxas de juros acima do padrão internacional emperram a economia (Dowbor, 2016; Belluzzo, 2016).

Como ocorre em regimes de financeirização, o crédito para os consumidores tende a se elevar, dado que, conforme explicitado por Van der Zwan (2014), um dos traços da financeirização é a maior participação das famílias no sistema financeiro (financeirização da vida cotidiana). Vale lembrar o fato de o Brasil ser um país extremamente desigual em termos social e econômico. O gráfico 6 retrata o crédito por faixa de renda.

Gráfico 6: Crédito por faixa de renda



Fonte: Serasa

Nota: Índice de crédito = 100 em 2008

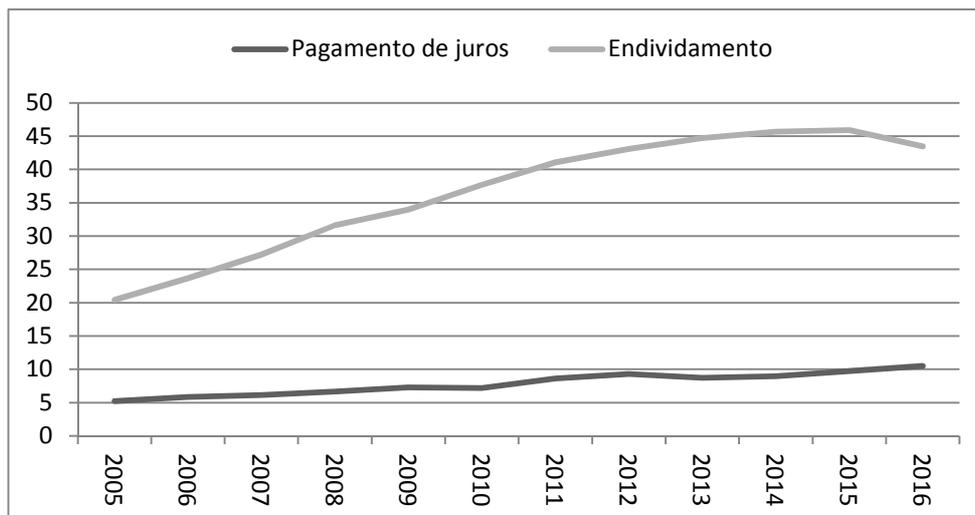
Duas observações. A primeira é que a faixa de renda mais pobre (até R\$500) é a que mais tem tomado crédito emprestado. A segunda, confirmando uma característica da financeirização, o crédito como um todo foi incrementado. Os riscos da ampliação do crédito não são irrelevantes, como bem mostra a experiência com crises financeiras alimentadas por expansões

creditícias (Krugman, 2009), embora para padrões internacionais a proporção de crédito/PIB na economia brasileira não seja elevada (Banco Mundial, 2017).

Por outro lado, a disseminação do crédito para as famílias mais vulneráveis é uma operação que pode colocar a economia como um todo em risco. A crise de 2007 nos EUA mostrou os efeitos nocivos da financeirização ao permitir a livre movimentação do capital financeiro em busca da maior lucratividade possível. Segundo Dymski (2012), uma das causas da crise foram os empréstimos predatórios, cunhados dessa forma por serem créditos com taxas de juros elevadas, ao mesmo tempo exigindo pesados colaterais em caso de não pagamento (por exemplo, perda da moradia, no caso do empréstimo habitacional). Adicionalmente, esses empréstimos foram direcionados para a população mais pobre, desprovida de empregos estáveis e enfrentando uma crescente precarização do trabalho (Harvey, 2016). Quando esses trabalhadores não conseguiram honrar os empréstimos, todo o sistema financeiro norte-americano entrou em colapso, tanto em virtude das securitizações dos títulos dessa dívida quanto pela perda de confiança dos investidores.

Os reflexos da expansão do crédito começam a ser percebidos no Brasil (gráfico 7). As duas variáveis mais do que dobraram entre os anos 2005 e 2016. O endividamento das famílias, que era de 20% em 2005, atinge 43% em 2016. A proporção da renda destinada com o pagamento de juros com dívidas tomadas junto ao sistema financeiro nacional, de 5,22% em 2005, sobe para 10,47% em 2016.

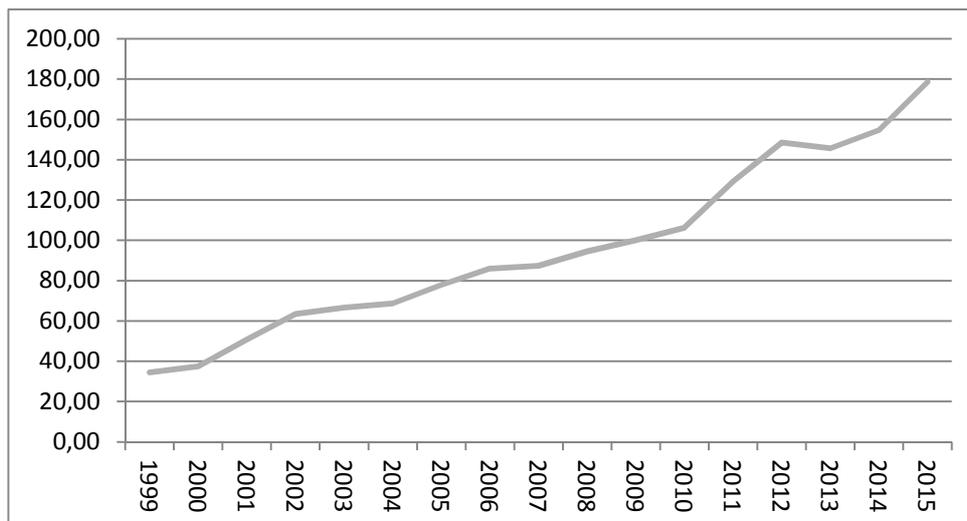
Gráfico 7: Endividamento e pagamento de juros das famílias



Fonte: Serasa

De acordo com Palley (2007), é uma característica da financeirização apresentar expansão do crédito acompanhada por elevação do endividamento. Além disso, como descrito anteriormente, a obtenção de lucros financeiros por meio da extração de renda das famílias é a expropriação financeira (Lapavitsas, 2009). Tais tendências estão ocorrendo no Brasil, com o agravante de que são as pessoas da faixa de renda mais baixa as que mais tomam crédito (gráfico 6). Deste modo, não espanta afirmar que a inadimplência dos consumidores tem se elevado continuamente (gráfico 8).

Gráfico 8: Inadimplência dos consumidores



Fonte: Serasa

Nota: Índice de inadimplência = 100 em 2009

Ainda sobre a expansão do crédito, esse traço é uma marca de uma sociedade consumista, pautada pelo valor de troca em detrimento do valor de uso, pela busca de identidade por meio da aquisição de mercadorias, pela perda de valores morais frente às exigências econômicas (Gorz, 2003). O consumo exacerba o individualismo e nos afasta de uma sociedade mais solidária e fraterna. A financeirização, ao impulsionar o crédito, colabora para a reprodução do capitalismo e, ao mesmo tempo, auxilia na absorção das mercadorias, evitando, temporariamente, uma crise de superprodução.

A acumulação fictícia de fluxo de portfólio proporcionou o aumento de liquidez da economia, abrindo espaço para a expansão do crédito e fornecendo condições para o desenvolvimento da produção. Entretanto, a solução cria sua própria limitação. O crescente endividamento e, portanto, o aumento da fragilidade dos trabalhadores pode desencadear uma forte crise econômica, como bem ilustra a experiência dos EUA em 2007.

### 3.2 Dívida pública

O segundo canal de acumulação de capital fictício analisado nesse artigo é a dívida pública. Para alguns autores, como é o caso de Chesnais (1996), este foi o eixo principal da mundialização das finanças, o caminho pelo qual o capital financeiro se difundiu e permitiu o prosseguimento da acumulação de capital.

De acordo com Chesnais (1996), três fases explicam a ascensão das finanças. A primeira ocorreu em meio ao regime de repressão financeira. Entre os anos 1945 e 1970, como afirmado por Hobsbawm (1995), o capitalismo presenciou forte crescimento econômico – a Era de Ouro. Uma das características desse período foi a proximidade, leia-se intervencionismo, do Estado sobre a economia. O setor financeiro não foi exceção. O governo controlava a disponibilidade de crédito, impunha limites para a variação da taxa de juros e controlava a entrada e saída de capitais. O rigoroso controle público sobre as finanças foi denominado de repressão financeira (Attílio, 2015).

Ainda que as finanças sofressem intervenções do Estado que reduziam o seu escopo, forças para expandi-las existiam, como os mercados de petrodólares e eurodólares (Chesnais, 1996; Harvey, 2005). Nesses mercados, instituições abarrotadas com dólares procuravam espaços para investir o capital excedente, entretanto, se deparavam com as restrições no setor financeiro.

As políticas de abertura e desregulamentação financeira dos anos 70 atenderam às pressões dessas instituições, dando origem à segunda fase da emergência das finanças. Com a abertura dos mercados, bancos poderiam emprestar o seu capital para diferentes partes do mundo. A extração de mais-valia ganhou impulso, com países em desenvolvimento se endividando perante os países desenvolvidos. O caso Brasileiro durante a década de 1980 ilustra esse quadro: elevado endividamento externo, crescente pagamento de juros da dívida e o FMI intervindo no país para sanar as contas.

A segunda fase evidencia a importância da dívida pública para o enraizamento das finanças (Chesnais, 1996). É a dívida pública que transfere mais-valia da população para a classe financeira. Em outras palavras, é o canal pelo qual a riqueza nacional é distribuída para o mundo.

Dados do Banco Mundial (2017) refletem o aumento do endividamento público. Em 2010, a dívida do governo central/PIB para a economia mundial era de 78,8%. Em 2013, subiu para 89,5%. A elevação do endividamento público também atinge as nações mais ricas. Segundo Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2011), desde os anos 80 os países da Europa Ocidental têm incrementado a dívida pública. Certamente há alguma correlação entre esse

endividamento iniciado na década de 1980 e a crise que ocorreu na União Europeia após a crise financeira dos EUA em 2007.

A terceira fase dessa globalização financeira ocorreu no final dos anos 80, quando os mercados acionários foram liberalizados (Chesnais, 1996). O gráfico 2 fortalece esse argumento ao mostrar o aumento do valor das ações em proporção com o PIB. O comércio de ações foi incrementado, com investidores de diferentes partes do mundo especulando em vários mercados (Dowbor, 2016). Ampliou o escopo de ação do capital especulativo, o *hot money*, que busca elevada lucratividade em meio a um curto espaço de tempo.

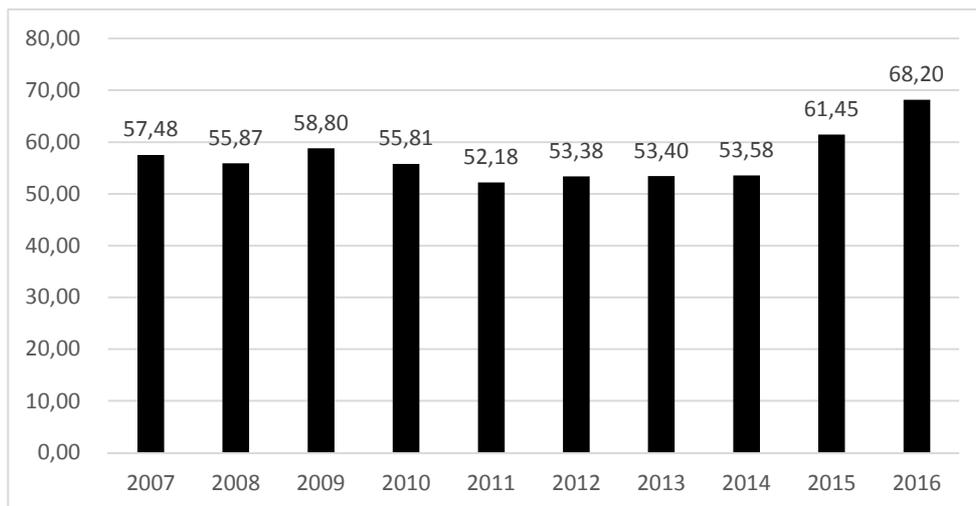
O Brasil não ficou de fora dessa narrativa. Nossa dívida pública tem sido utilizada como transferência da riqueza nacional para o mundo. O gráfico 9 exhibe a dívida bruta do governo geral em proporção com o PIB<sup>2</sup>. Após uma leve queda ao longo dos anos, em 2015 e 2016 essa dívida cresce substancialmente. O mercado financeiro se beneficiou. Em 2015, o Brasil pagou<sup>3</sup> 500 bilhões de reais em juros da dívida, e em 2016, 407 bilhões de reais, em face de uma média de pagamento de juros de 185 bilhões de reais entre os anos 2002 e 2014 (Banco Central, 2017).

Gráfico 9: Dívida bruta do governo geral/PIB

---

<sup>2</sup> O gráfico não mostra o grande aumento que a dívida pública sofreu ao longo dos anos devido à disponibilidade dos dados do Banco Central. Entretanto, utilizando um conceito mais restrito da dívida pública, no qual incorpora apenas o governo central, e por meio dos dados disponibilizados por Reinhart (2017), temos que, entre os anos 1861 e 1899, a dívida do governo central/PIB teve uma média de 33%, que subiu para 43% no período 1900-1989, e se elevou ainda mais nos anos 1990 e 2010, quando atingiu uma média de 58%.

<sup>3</sup> Sabemos que nem todo esse pagamento corresponde à transferência direta de dinheiro público, pois uma parte do pagamento de juros ocorre pela emissão de novos títulos públicos. Todavia, esses novos títulos públicos deverão ser pagos em algum momento.

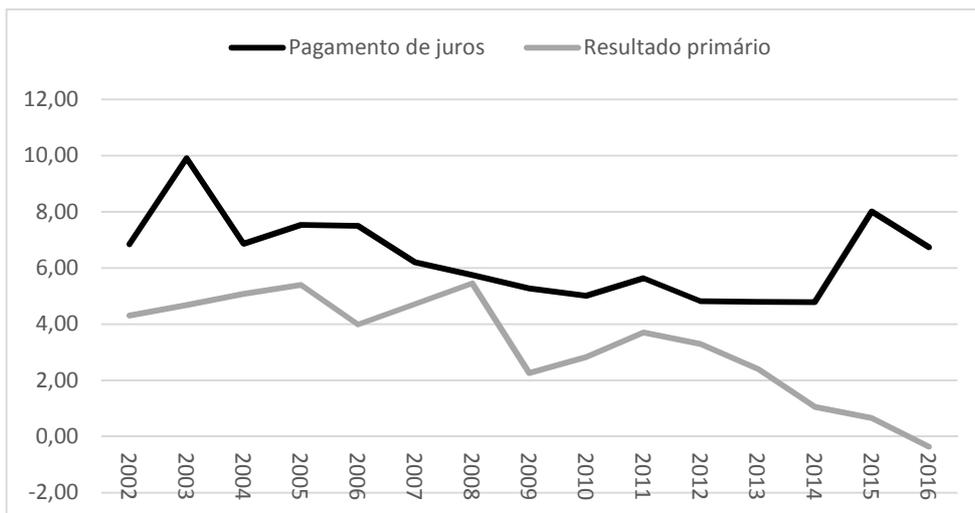


Fonte: Banco Central do Brasil

Por causa desse grande aumento da dívida pública, atualmente o país atravessa uma crise fiscal. O atual presidente do Brasil, Michel Temer, respondeu a essa circunstância elaborando uma proposta que limita o gasto público, a emenda constitucional número 95 (EC 95). De acordo com a EC 95, o gasto primário do ano  $t+1$  estará limitado à inflação do ano  $t$ . A previsão é de que esse mecanismo durará por 20 anos, sendo que, em caso de descumprimento da meta, sanções ocorrerão, como a proibição da realização de concursos públicos, de reajustes salariais e de subsídios para o setor privado.

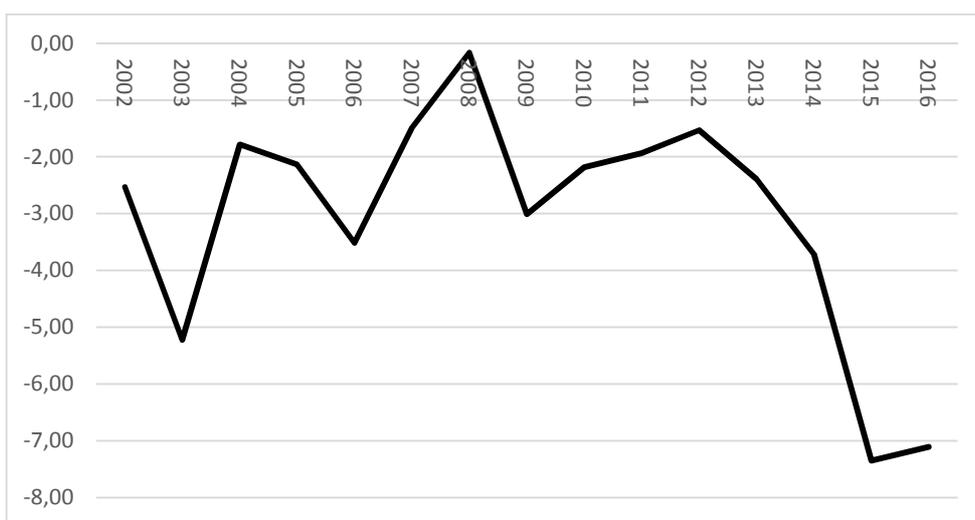
Essa EC 95 não restringe o pagamento de juros da dívida pública, fator que, segundo consideramos, foi o principal para o agravamento da situação fiscal brasileira. Essa emenda apenas sinaliza que, conforme o país gerar superávits primários, isso gerará condições para a queda da taxa de juros Selic que, por sua vez, reduzirá o fardo do pagamento de juros e trará crescimento econômico. Nosso argumento é que o Brasil, apesar de apresentar seguidos superávits primários (gráfico 10), não conseguiu reduzir sua dívida pública significativamente porque o pagamento de juros sempre foi superior ao resultado primário (gráfico 10), culminando em sucessivos déficits públicos (gráfico 11).

Gráfico 10: Pagamento de juros/PIB e Resultado primário/PIB



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 11: Déficit público/PIB



Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: Resultado nominal = Resultado Primário – Pagamento de juros. Quando essa diferença é positiva, diz-se que o país apresenta superávit nominal, em caso contrário, déficit nominal (público).

Além disso, a EC 95 restringe somente o gasto primário, que é o gasto voltado para a educação, a saúde e a segurança. Há uma assimetria nesse ajuste fiscal. A população mais vulnerável tende a ser mais prejudicada, como bem ilustrou a experiência do estado Espírito Santo, em fevereiro de 2017, quando policiais realizaram uma greve contra a perda de poder de compra em virtude do ajuste fiscal daquele estado. Caos, violência e medo foram o resultado do ajuste fiscal capixaba.

A EC 95 também ilustra a influência do mercado financeiro sobre a política pública brasileira. É o que foi descrito anteriormente na seção 2.2, a respeito da busca dos Estados de realizar políticas que acarretem em uma melhor avaliação pelo mercado financeiro, ainda que tais políticas sejam prejudiciais para a população. Chesnais (1996, pag. 30) cunha esse processo de “regime de ditadura dos credores” (pag. 30). Talvez a Grécia, após a crise financeira de 2007 e o seu efeito sobre sua economia, seja o melhor exemplo desse paradoxo<sup>4</sup>.

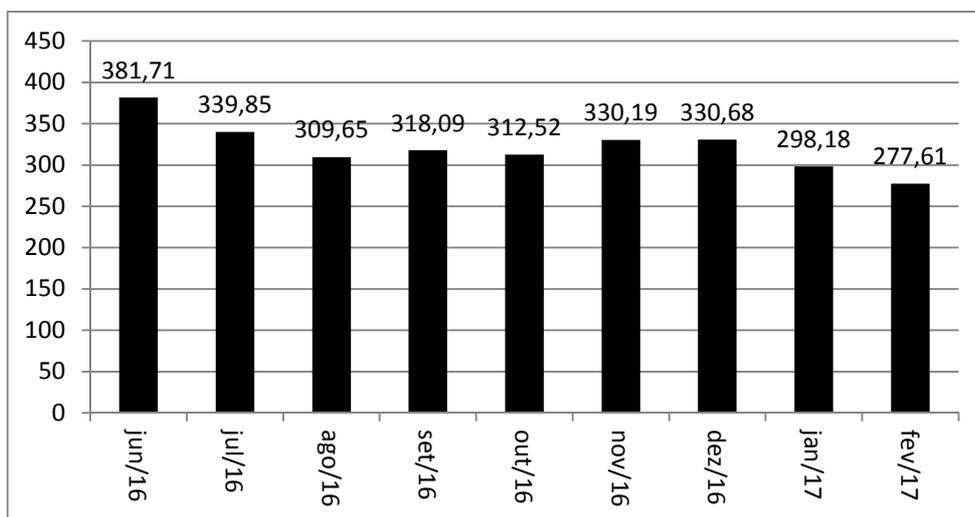
Desse modo, o mercado financeiro tem ditado o ritmo da economia brasileira, ao mesmo tempo em que extrai mais-valia de sua população, e reproduz a acumulação de capital fictício. O atual governo tem buscado restringir os gastos públicos, limitando o gasto com saúde, educação, segurança e previdência, e planejando modificar a CLT para tornar o mercado de trabalho mais “flexível”, leia-se facilitar a demissão de trabalhadores. Conseqüentemente, percebendo a piora no padrão de vida, a população tem reagido, o que foi captado por pesquisas sobre a popularidade do presidente. De acordo com Bresciani (2017), em junho de 2016, 40% reprovavam o presidente, esse percentual subiu para 51% em outubro do mesmo ano, e atingiu a marca de 62% em fevereiro desse ano. Entretanto, se a população está insatisfeita, o mesmo não se pode afirmar no tocante ao mercado financeiro. O gráfico 12 mostra o risco-país, medida que serve para mostrar a avaliação do mercado financeiro sobre a economia. Quanto maior o risco-país,

---

<sup>4</sup> “Nos últimos anos [em virtude do ajuste imposto pelos credores], a situação econômica da Grécia deteriorou substancialmente. Em aproximadamente dez anos, o PIB do país encolheu mais de 25% (somente no ano de 2011, essa variável despencou em 8,9%); a taxa de desemprego atingiu o patamar de 23% (sendo de 44% entre os jovens de 15 a 24 anos); a taxa de pobreza extrema, que era de 2% em 2009, pulou para 15% em 2015; o país despediu mais de 200 mil servidores públicos; e a proporção da dívida pública com o PIB se aproxima de 180%.” (Attílio, 2017b).

pior a avaliação do mercado financeiro, e quanto menor, mais bem avaliado ele é, significando uma maior entrada de capital externo e maior facilidade para o governo financiar a dívida pública.

Gráfico 12: Risco-país (média do risco-país durante os meses)



Fonte: IPEA

Em junho de 2016, o risco-país era de 381 pontos, o qual decresce para 312 pontos em outubro (quando a população avaliando de forma negativa o presidente tinha crescido de 40% para 51%, para o mesmo período), e se reduz para 277 em fevereiro de 2017 (quando a avaliação negativa atinge 62%). Entre junho de 2016 e fevereiro de 2017, foi aprovada a proposta de congelar o gasto primário, o governo apresentou a reforma da previdência e sinalizou para a realização da reforma trabalhista. São medidas que agradaram o mercado financeiro, pois asseguram o pagamento de juros da dívida. Por outro lado, nesse período o desemprego aumentou e o gasto público para educação foi reduzido. Corrobora-se a política de priorizar o mercado financeiro em detrimento da população.

#### 4. Conclusão

Esse artigo descreveu a ascensão das finanças e a consolidação da acumulação de capital fictício, permitindo a reprodução do capitalismo. Esse processo se iniciou nos EUA, com Reagan, e na Grã-Bretanha, com Thatcher. Em comum, nessas economias ocorreu o recuo do Estado de Bem Estar Social

e a expansão do capital financeiro para suplantando essa área, culminando na financeirização. Vimos que o Brasil não está isento desse processo, embora esteja em um estágio menos avançado, se comparado com as nações desenvolvidas. Duas formas de acumulação de capital fictício foram analisadas: o fluxo de portfólio e a dívida pública. Nessas duas formas tem ocorrido o aprofundamento dessa tendência, com o maior movimento (entrada e saída) de capitais, no primeiro caso; e o maior pagamento de juros e submissão aos interesses do mercado financeiro, no segundo caso.

Atualmente, presenciamos no Brasil a retirada do Estado provedor e a confiança no mercado privado para fazer a economia crescer. Concomitantemente, o mercado financeiro tem ditado a direção das políticas públicas. A história mostrou a consequência dessa dinâmica: consolidação da financeirização e a precarização, maior instabilidade e perda de poder de compra dos trabalhadores. Desse modo, acreditamos que o Brasil sofrerá uma experiência similar à vivida pelos EUA e a Grã-Bretanha.

Dos possíveis riscos que podem advir desse processo, citaremos dois, devido à potencialidade nociva que carregam. O primeiro é a ascensão de governos totalitários, defendendo a divisão da sociedade e promovendo ódio: Donald Trump ilustra nosso ponto, ou o Brexit. O segundo é a instabilidade econômica que a expansão da acumulação de capital fictício pode acarretar. A crise financeira de 2007 serve de exemplo, ou as várias crises financeiras, embora de magnitude inferior à de 2007, que eclodiram desde a abertura financeira. Assim, uma das principais mensagens desse artigo é de que há limites para a acumulação de capital fictício.

### **Referências bibliográficas**

- ARIDA, P. Ainda sobre a Conversibilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, pag.135-142, 2003.
- ARIDA, P. Por uma Moeda Plenamente Conversível. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, pag.151-154, 2003a.
- ARRIGHI, G. **The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times**. Verso, 1994.
- ATTÍLIO, L. A. Uma nova configuração no sistema financeiro. **Perspectiva econômica**, vol. 11, n. 1, pag. 24-35, 2015.
- ATTÍLIO, L. A. **Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, 2016.

- ATTÍLIO, L. A. “Finançascracia”. Disponível em: <http://www.dataviva.info/pt/blog/post/134>. Acesso no dia 22/02/2017a.
- ATTÍLIO, L. A. Grécia agoniza. Disponível em: < <http://www.dataviva.info/pt/blog/post/128>> Acesso no dia 01/02/2017b.
- BACHA, E. Reflexões Pós-Cepalinas sobre Inflação e Crise Externa. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, pag. 143-150, 2003.
- BANCO MUNDIAL, <http://data.worldbank.org/indicator?tab=all>, 2017.
- BELLUZZO, L. G. Abertura Financeira, Política Industrial e Crescimento. In: SADER, E. (Org.). **O Brasil que queremos**. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2016.
- BELLUZZO, L. G. e ALMEIDA, J. **Depois da Queda: A Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real**. Civilização Brasileira, 2002.
- BIN, D. Macroeconomic Policies and Economic Democracy in Neoliberal Brazil. **Economia e Sociedade**, vol. 24, n. 3, pag. 513-539, 2015.
- BOYER, R. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. **Economy and Society**, vol. 29, n. 1, pag. 111-145, 2000.
- BRESCIANI, E. Aumenta rejeição ao governo Temer, diz pesquisa CNT/MDA. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/brasil/aumenta-rejeicao-ao-governo-temer-diz-pesquisa-cntmda-20929716>> Acesso no dia 17/02/2017.
- BRUNO, M., DIAWARA, H., ARAÚJO, E., REIS, A. e RUBENS, M. Finance-Led Growth Regime no Brasil: Estatuto Teórico, Evidências Empíricas e Consequências Macroeconômicas. Texto para discussão, n. 1455, IPEA, 2009.
- CECCHETTI, S., MOHANTY, M. e ZAMPOLLI, F. The Real Effects of Debt. Bank for International Settlements, 2011. 34p. (Texto de Discussão, 352).
- CHESNAIS, F. **A Mundialização financeira**. Xamã, 1996.
- CONTRI, A. Uma Avaliação da Economia Brasileira no Governo Dilma. **Indicadores Econômicos FEE**, vol. 41, n. 4, pag. 9-20, 2014.
- CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. **Review of Radical Political Economics**, vol. 35, n. 3, pag. 271-279, 2003.
- DOWBOR, L. A economia travada pelos intermediários financeiros. In: SADER, E. (Org.). **O Brasil que queremos**. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2016.
- DYMSKI, G. A. O Gênio Fora da Garrafa: A Evolução da Política Too Big to Fail e a Estratégia Bancária dos Estados Unidos. In: CINTRA, M. e GOMES, K. (eds.) **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), pag. 177-244, 2012.
- FRIEDMAN, M. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo, LTC, 2014.
- GORZ, A. **Metamorfoses do trabalho**. AnnaBlume, 2003
- HARVEY, D. **O neoliberalismo: história e implicações**. Edições Loyola, 2005.
- HARVEY, D. **17 contradições e o fim do capitalismo**. Boitempo, 2016.
- HAYEK, F. **Os fundamentos da liberdade**. São Paulo, Visão, 1983.
- HOBSBAWM, E. **Era dos Extremos**. São Paulo, Companhia das Letras, 1995.
- KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo, Nova Cultural, 1988.
- KRUGMAN, P. **A Crise de 2008 e a Economia da Depressão**. Elsevier, 2009.

- LAPAVITSAS, C. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. **Historical Materialism**, vol. 17, pag. 114-148, 2009.
- LAPAVITSAS, C. Theorizing Financialization. **Work, Employment and Society**, vol. 25, n. 4, pag. 611-626, 2011.
- LAZONICK, W. From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy. In: WOLFSON, M.H., EPSTEIN, G. (Orgs.) *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. New York. Oxford University Press, 2011.
- LAZONICK, W. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can be Regained. The Academic-Industry Research Network, 2012. 42p. (Working Paper, 42307).
- LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, M. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. **Economy and Society**, vol. 29, n. 1, pag. 13-35, 2000.
- MARX, K. **O capital, livro I, volume I**. Nova Civilização, 1968a.
- MARX, K. **O capital, livro III, volume IV**. Nova Civilização, 1968b.
- MARX, K. **O capital, livro III, volume V**. Nova Civilização, 1968c.
- MIRANDA, B. **Impactos da Financeirização Sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica: Um Estudo para a Economia Brasileira entre os Anos de 1995-2012**. Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.
- MOLLO, M. Financeirização como Desenvolvimento do Capital Fictício: A Crise Financeira Internacional e suas Consequências no Brasil. Universidade de Brasília, 2011. 26p. (Texto de Discussão, 358).
- PALLEY, T. I. Financialization: What it is and Why it Matters, The Levy Economics Institute, Working Paper, 525, 2007.
- PAULANI, L. Acumulação Sistêmica, Poupança Externa e Rentismo: Observações Sobre o Caso Brasileiro. **Estudos Avançados**, vol. 27, n. 77, pag. 237-261, 2013.
- PINTO, E. e GONÇALVES, R. Modelos de Desenvolvimento e Desempenho Macroeconômico: Brasil. Texto de Discussão, vol. 17, UFRJ, 2015.
- REINHART, C. <http://www.carmenreinhardt.com/data/>, 2017.
- RODRIK, D. Who Needs Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance, vol. 207, Princeton University, 1998.
- STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.
- TOGATI, D. How can we explain the persistence of the Great Recession? A balanced stability approach. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 40, n. 40, pag. 1077-1101, 2015.
- VAN DER ZWAN, N. Making Sense of Financialization. **Socio-Economic Review**, vol. 12, n. 12, pag. 99-129, 2014.