

## **DETERMINANTES DAS TAXAS DE LUCRO E DE ACUMULAÇÃO NO BRASIL: OS FATORES ESTRUTURAIS DA DETERIORAÇÃO CONJUNTURAL DE 2014-2015**

Miguel Bruno (ENCE, UERJ e MACKENZIE-RIO)

Ricardo Caffé (UFBA)

### **Resumo**

As tendências das taxas de lucro e de acumulação são indicadores fundamentais nas análises das crises econômicas. Essas variáveis respondem pelas trajetórias de crescimento econômico são condicionadas pela distribuição funcional da renda. A deterioração da conjuntura macroeconômica a partir de 2014, no Brasil, tem sido frequentemente atribuída pela ortodoxia a erros inerentes à chamada “nova matriz” de política econômica. Entretanto, o exame das taxas de lucro e de acumulação, imediatamente após o impacto da crise americana em 2009, aponta para a reafirmação de fatores estruturais, característicos da economia brasileira atual, que não poderiam ser superados por medidas anticíclicas.

**Palavras-chave:** Lucro; acumulação de capital; desenvolvimento; política econômica; ciclos e crises.

### **1. INTRODUÇÃO**

A dinâmica da taxa de lucro é um dos principais fatores determinantes da taxa de acumulação de capital e, conseqüentemente, do ritmo de crescimento econômico. Seu comportamento tendencial reflete as condições de produção e de demanda em seus impactos de médio e longo prazos.

O objetivo básico desse artigo é avaliar em que medida a deterioração da conjuntura macroeconômica brasileira, a partir de 2014, pode ser, coerentemente, atribuída a erros de política econômica ou a tentativa de se instituir uma “nova matriz de política econômica”, supostamente de acordo com os preceitos desenvolvimentistas ou novo desenvolvimentistas. Estudos recentes, com metodologias microeconômicas, a nível dos balanços empresariais (ROCCA & SANTOS JR., 2014) ou com dados das contas nacionais (MIEBACH, 2015), também detectaram queda da taxa de lucro bruto e, conseqüentemente, do investimento em capital fixo das empresas, antes da deterioração da conjuntura macroeconômica em 2014-2015.

A presente análise utiliza dados macroeconômicos das contas nacionais brasileiras e calcula as taxas de lucro bruto macroeconômico e de lucro bruto empresarial para o período 1995-2015, com frequência trimestral e, posteriormente, com séries anualizadas. Os resultados mostram queda significativa da rentabilidade real do capital e da taxa de acumulação, que se revelam anteriores à deterioração da conjuntura macroeconômica que se explicitou em 2014. A explicação mais plausível é a de que as quedas das taxas de lucro e de acumulação de capital resultam de condições estruturais de produção e de demanda que caracterizam a economia brasileira desde a consolidação de seu novo padrão de inserção internacional nos anos 1990. Esse padrão acelerou o processo de desindustrialização, levando ao predomínio das commodities na pauta de exportações, o que elevou a vulnerabilidade externa, dada à inelasticidade-renda desse tipo de produto.

Pode-se argumentar que as principais dificuldades da economia brasileira decorrem de fatores estruturais, ou seja, são expressões das especificidades de seu regime de acumulação subordinado às finanças e não de tentativas de mudanças pontuais em determinados aspectos do chamado “tripé” de política macroeconômica (câmbio flutuante, metas de inflação e de superávits

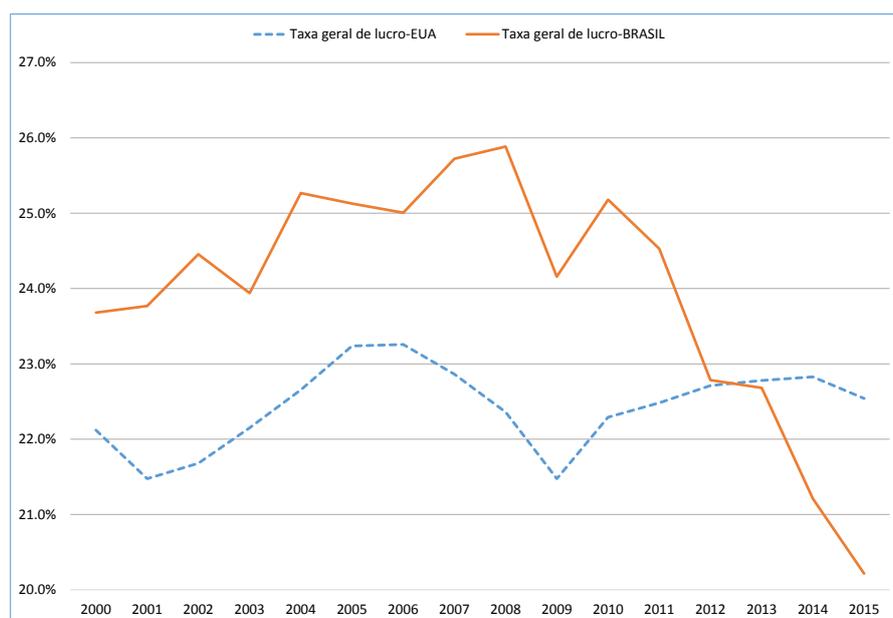
fiscais primários). Nesse contexto, políticas contracíclicas podem apenas minimizar temporariamente a deterioração da conjuntura, mas não são capazes de suprimir as tendências de bloqueio do investimento produtivo que a financeirização pela renda de juros, por sua lógica e natureza, necessariamente impõe. Quando o valor das exportações de commodities declina e as respostas governamentais limitaram-se a estímulos à demanda interna, o déficit em transações correntes e a deterioração da conjuntura vão comprometer a eficácia das políticas de desonerações fiscais, impossibilitando a retomada do investimento.

O artigo está estruturado da seguinte maneira. Além dessa introdução, a seção 2 apresenta os principais fatos estilizados da evolução das taxas de lucro e de acumulação no Brasil, comparativamente ao caso dos EUA, epicentro da crise de 2008. A seção 3 analisa os determinantes estruturais das taxas de lucro empresarial e da taxa de acumulação, explicitando a influência da distribuição funcional da renda, ora em favor dos salários ora em favor da renda financeira apropriada pelo capital bancário e rentista. A seção 4 tenta mostrar que a taxa de acumulação não é apenas influenciada pela rentabilidade real do capital. Numa economia financeirizada, a alternativa de alocação em ativos líquidos e de baixo risco está sempre presente, mas competindo vantajosamente com as alocações diretamente produtivas em capital fixo. Então, mesmo que as taxas de lucro estejam em patamares elevados, comparativamente à média internacional, a taxa de investimento pode permanecer muito baixa, mantendo a economia em trajetórias de baixo e instável crescimento econômico. O texto termina com a seção 5, que reúne os principais resultados encontrados.

## 2. LUCRO E ACUMULAÇÃO: PRINCIPAIS FATOS ESTILIZADOS

A evolução da taxa de lucro bruto na economia brasileira pode ser observada, comparativamente com o caso americano, epicentro da crise de 2008, no Gráfico 1 a seguir. Observe-se que apesar da subida da taxa de lucro brasileiro em 2010, é nítida sua entrada em uma trajetória de acentuado declínio a partir de 2011. Ao mesmo tempo, a taxa americana permanece mais estável, inclusive ultrapassando os níveis da brasileira em 2014.

GRÁFICO 1 – TAXA GERAL DE LUCRO: BRASIL E EUA (2000-2015)

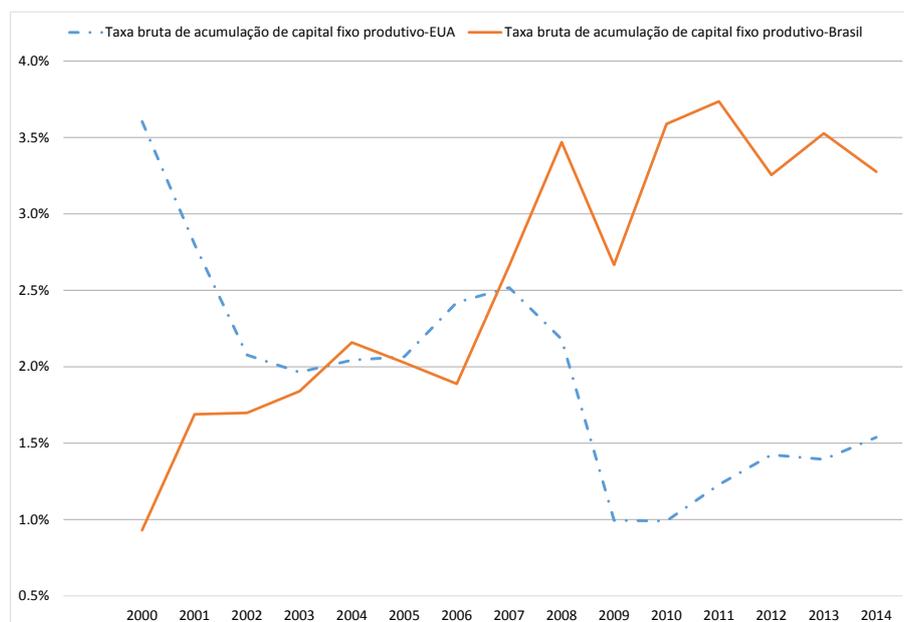


FONTE : Cálculos próprios. Para o Brasil, dados do IBGE e IPEA DATA; para os EUA, o Bureau of Economics Analysis (BEA).

A queda tendencial da taxa de lucro bruto macroeconômico é um indicador tradicional de crise estrutural. Então o caso brasileiro precisa ser analisado com cuidado e detalhe quanto às condições estruturais de produção e de demanda e não como resultado necessário de desvios ou deturpações na política do “tripé”, sacralizada pela macroeconomia ortodoxa como a única eficaz ou coerente disponível aos policy makers de Brasília. Se adotarmos o ponto de vista regulacionista, a política econômica é apenas o “volante”; o “motor” da economia é seu regime de acumulação, com todas as suas estruturas institucionais vigentes: o padrão de inserção internacional, o papel da acumulação industrial; o tipo de regime monetário-financeiro e as especificidades da relação capital-trabalho assalariado. Claro que as relações Estado-economia são consideradas, mas elas são sempre mediadas por essas estruturas institucionais que responderão pela performance macroeconômica observada. E não é toda e qualquer política econômica que será compatível com o regime de acumulação vigente, seja ela ortodoxa ou não.

A observação das taxas de acumulação de capital, no Gráfico 2, mostra uma tendência de crescimento até 2011 e depois nítida queda, expressão da entrada da economia brasileira em uma fase de dificuldades. Já as taxas de acumulação da economia dos EUA, embora permaneçam em média a metade das taxas brasileiras, parece ter entrado numa trajetória de expansão que pode indicar uma possível saída da crise para este país.

GRÁFICO 2 – TAXA DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL FIXO PRODUTIVO: BRASIL E EUA (2000-2014)



FONTE : Cálculos próprios. Para o Brasil, dados IBGE e IPEA DATA; para os EUA, o Bureau of Economics Analysis (BEA).

Por fim, esses fatos estilizados demandam uma análise mais detida, para se investigar o que está por trás dessas tendências macroeconômicas.

### 3. OS DETERMINANTES DA TAXA DE LUCRO EMPRESARIAL E DA TAXA DE ACUMULAÇÃO

Uma das características mais importantes da economia brasileira nas duas últimas décadas tem sido a predominância da acumulação rentista-financeira, derivada das elevadas taxas reais de juros vigentes. Nesse contexto, o sistema de metas de inflação, cuja racionalidade implica a prática de aumentos das taxas oficiais de juros como instrumento supostamente eficaz de controle inflacionário, possui efeitos colaterais adversos sobre as estruturas produtivas, notadamente às industriais. Esses efeitos são decorrentes do peso excessivo da renda de juros cujo maior

beneficiário é o setor bancário-financeiro que, com isso, promove sua acumulação às expensas dos setores diretamente produtivos.

Essa é a problemática básica dos estudos sobre os processos de financeirização das economias no século 21 (PALLEY, 2007; STOCKHAMMER, 2004) e das especificidades que assume no caso brasileiro (BRUNO, 2007; BRUNO et al. 2011). Pois, a financeirização da economia brasileira é singular em vários aspectos. Diferentemente do que ocorre em países desenvolvidos onde as taxas de juros são muito baixas ou até mesmo negativas, as taxas praticadas no Brasil penalizam o investimento produtivo, reduzindo o lucro empresarial e as taxas de crescimento econômico. Na próxima seção será proposta uma formalização para os determinantes diretos do lucro bruto empresarial a fim de que se possa analisar como evoluíram no período 1995-2015.

### 3.1 A taxa de lucro empresarial: principais determinantes macroeconômicos

Considerando o produto pela ótica dos rendimentos e distribuição primária da renda,

$\pi^e = 1 - f - w^s$ , onde  $\pi^e$  é a participação dos lucros brutos empresariais no PIB (profit share),  $f$  é a participação da renda financeira no produto total (*rentier share*) e  $w^s$  é a participação dos salários (*wage share*). A taxa de lucro bruto empresarial ( $r^e$ ) é definida pela razão entre os lucros empresariais  $\Pi$  e o estoque de capital fixo produtivo  $K$ :

$$r^e = \frac{\Pi}{K_{-1}} \quad (1)$$

Como o produto  $Y = \Pi + F + W$ , onde  $F$  é o fluxo total de renda financeira apropriada pelo sistema bancário-financeiro, famílias detentoras de capital e demais empresas e  $W$  é a massa salarial, tem-se que:

$$\frac{\Pi}{Y} = 1 - \frac{F}{Y} - \frac{W}{Y} \quad (2)$$

Mas,  $W = RW \cdot N$ , onde  $RW$  é o salário médio real e  $N$  o nível geral de emprego, implica que  $\frac{W}{Y} = \frac{RW}{PR_n}$ , ou seja, a parcela salarial é matematicamente igual à razão entre o salário médio real e a produtividade do trabalho. Este fato tem implicações fundamentais para a recuperação da participação dos salários no PIB brasileiro. Significa que se os salários crescerem no mesmo ritmo da produtividade, a parcela salarial, já muito baixa na economia brasileira, permaneceria no mesmo patamar. Para que a parcela cresça é necessário que os salários reais cresçam acima dos ganhos de produtividade, pelo menos por um período suficiente. Substituindo-se a parcela salarial por sua relação equivalente  $\frac{RW}{PR_n}$ , e dividindo-se ambos os lados por  $K$ , chega-se a  $\frac{\Pi}{K_{-1}} = PR_k \cdot \left[ 1 - f - \frac{RW}{PR_n} \right]$  que é uma formulação geral ou macroeconômica para a taxa de lucro bruto empresarial:

$$r^e = PR_k \left[ 1 - \frac{RW}{PR_n} - f \right] \quad (3)$$

Embora algebricamente simples, essa equação reúne variáveis que são fundamentais ao processo de acumulação de capital porque expressam as condições estruturais em que se move a distribuição funcional da renda e o conflito distributivo subjacente à relação capital-trabalho.

A Tabela 1 traz essas variáveis em índice dos valores para que se possa melhor analisar como evoluíram no período 1995-2015. Observe-se que na equação 3, o termo entre colchetes  $\left[ 1 - \frac{RW}{PR_n} - f \right]$  expressa o impacto da distribuição funcional da renda na determinação da taxa de

lucro empresarial. Isto significa que a razão  $RW/PR_n$  traduz os efeitos do conflito distributivo entre capital e trabalho assalariado, enquanto  $f$  expressa os efeitos da *rentier share* sobre a taxa de lucro empresarial  $r$ .

Conseqüentemente, o crescimento do salário médio real acima do crescimento da produtividade do trabalho e/ou da produtividade do capital tende a deprimir a lucratividade empresarial. Mas quando a *rentier share* avança sobre o produto, a taxa de lucro empresarial também declina se não houver compensações advindas dos ganhos de produtividade ou de reduções do salário médio real.

TABELA 1—OS DETERMINANTES DA TAXA DE LUCRO EMPRESARIAL (1995-2015): ÍNDICE DOS VALORES

Ano	Taxa de lucro empresarial	Produtividade do capital	Salário médio real	Produtividade do trabalho	<i>Rentier share</i>
1995	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1996	106.24	101.97	101.08	97.29	89.85
1997	98.61	100.80	104.53	94.42	88.55
1998	100.71	99.52	104.95	98.37	89.95
1999	105.83	102.49	101.74	98.80	92.87
2000	100.24	102.97	103.32	98.68	98.11
2001	108.75	104.81	100.58	99.97	95.64
2002	99.64	104.27	100.91	100.06	105.82
2003	106.78	108.36	102.05	103.98	105.68
2004	105.33	109.70	103.52	107.71	112.10
2005	106.12	111.69	106.16	107.09	109.13
2006	108.16	116.18	111.90	107.15	103.90
2007	110.73	119.53	116.28	109.55	101.92
2008	104.68	115.90	123.80	112.67	99.69
2009	113.72	120.89	127.93	110.18	85.59
2010	112.29	121.91	134.81	113.68	84.77
2011	108.18	119.84	141.27	116.34	83.23
2012	103.75	119.21	148.93	117.54	79.57
2013	100.65	115.47	153.51	121.43	80.13
2014	86.76	105.54	157.92	122.59	83.05
2015*	73.36	92.51	152.39	123.44	94.70

FONTE : Cálculos próprios com base nos dados do IBGE e IPEA DATA.

NOTA: \* média do primeiro e segundo trimestres de 2015.

O exame da Tabela 1 permite as seguintes conclusões: a) a taxa de lucro empresarial atingiu seu ponto de máximo em 2009 (113, 72) para em seguida entrar numa trajetória de rápido declínio, juntamente com a produtividade do capital, que se prolonga até o final das séries em 2015; b) a produtividade do trabalho, embora crescente, permaneceu abaixo do crescimento do salário médio real, o que explica o avanço da *wage share*; c) este fato é reforçado pelo declínio da *rentier share*, até 2012, expressa pela variável  $f$ ; d) a partir de 2014,  $f$  volta a crescer expressando o aumento da parcela do excedente econômico apropriada pelo setor bancário-financeiro e rentistas, sob a forma de renda de juros.

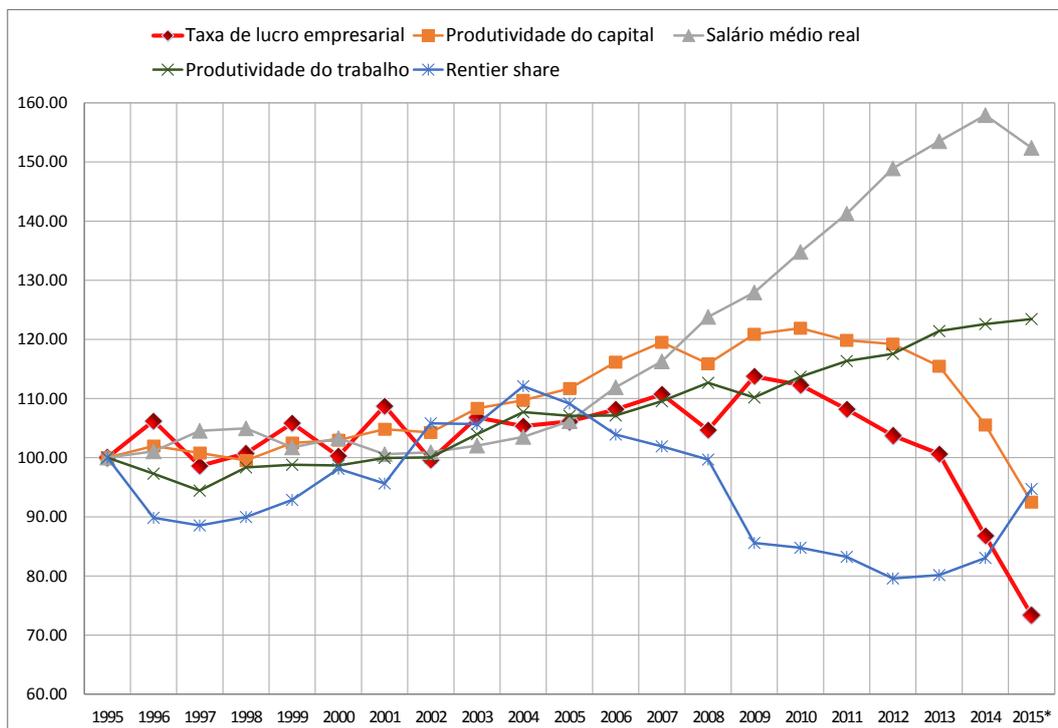
### 3.2 As políticas anticíclicas e a deterioração da conjuntura

Embora possam ter compensado os efeitos contracionistas dos impactos da crise de 2008 no Brasil, as políticas contracíclicas implementadas pelo governo não foram capazes de conter a deterioração da conjuntura derivada do fim do *boom* dos preços da commodities. Como no plano

interno a economia mantinha-se numa trajetória persistente de desindustrialização, o maior dinamismo do mercado interno provocado pela elevação dos salários reais não foi capaz de compensar a queda das exportações brasileiras a partir de 2012. Um dos resultados diretos foi o declínio das taxas de lucro e de acumulação de capital que se pôde constatar na seção anterior.

Nesse ambiente estrutural e macroeconômico, com taxas de lucro em queda e de juros em elevação, políticas de isenções fiscais não surtiriam os efeitos esperados pelo governo, como ficou patente em 2015. Muito provavelmente, as isenções foram absorvidas na quitação de dívidas e na tentativa de preservar margens mínimas de lucro que permitissem a sobrevivência empresarial. Face à incerteza crescente, não haveria motivo suficiente para expandir as atividades através de novos investimentos em ampliação da capacidade produtiva. Isso explicaria a desaceleração da economia decorrente da queda do investimento e do enfraquecimento da demanda agregada.

GRÁFICO 3 – DETERMINANTES DA TAXA DE LUCRO BRUTO EMPRESARIAL (1995-2015)



FONTE :

NOTA: \* média do primeiro e segundo trimestres de 2015.

Gerado com os dados da Tabela 1, o Gráfico 3 complementa essas informações oferecendo uma visão acerca do comportamento tendencial de cada uma das variáveis que determinam a taxa empresarial de lucro na economia brasileira. Destaque-se que a partir de 2013, a *rentier share* entra em uma trajetória de rápida expansão, refletindo os aumentos das taxas oficiais de juros promovidos pelo governo e a nova fase de reafirmação da hegemonia da alta finança frente ao Estado brasileiro. A política de juros altos torna as quedas da taxa de lucro e da produtividade do capital ainda mais intensa, como pode ser observado nesse mesmo ano. O salário médio real interrompe sua trajetória de crescimento com uma queda brusca em 2015.

### 3.3 A financeirização da economia: efeitos atenuados no período 2004-2010, mas não eliminados

O fenômeno da financeirização tem sido objeto de análise tanto no Brasil quanto no exterior. Seus efeitos estão já documentados numa vasta literatura empírica, baseada tanto em análises históricas quanto em comparações internacionais. Por questão de espaço e objeto, não serão

aprofundadas todas as implicações da financeirização, mas somente destacadas suas especificidades em comparação com o caso de outras economias em desenvolvimento e desenvolvidas.

Os trabalhos empíricos sobre esse problema macroeconômico e estrutural são unânimes em reconhecer que a financeirização reduz as taxas de crescimento econômico porque provoca o declínio das taxas de lucro empresariais e de acumulação de capital fixo. Em economias não sujeitas a esse processo, as taxas de lucro e de acumulação compartilham tendência comum de evolução uma vez que a maior rentabilidade dos capitais nos setores diretamente produtivos, comparativamente às alocações financeiras, promove o investimento.<sup>1</sup>

Para esta análise, foram utilizadas duas definições para a taxa de financeirização. A primeira corresponde à **razão entre o total de ativos financeiros não-monetários e o estoque total de capital fixo produtivo (taxa de financeirização -1)**, trata-se, portanto, de uma relação entre duas variáveis-estoque. A segunda é **arazão entre o fluxo agregado de renda financeira e o estoque total de ativos fixos produtivos (taxa de financeirização-2)**.

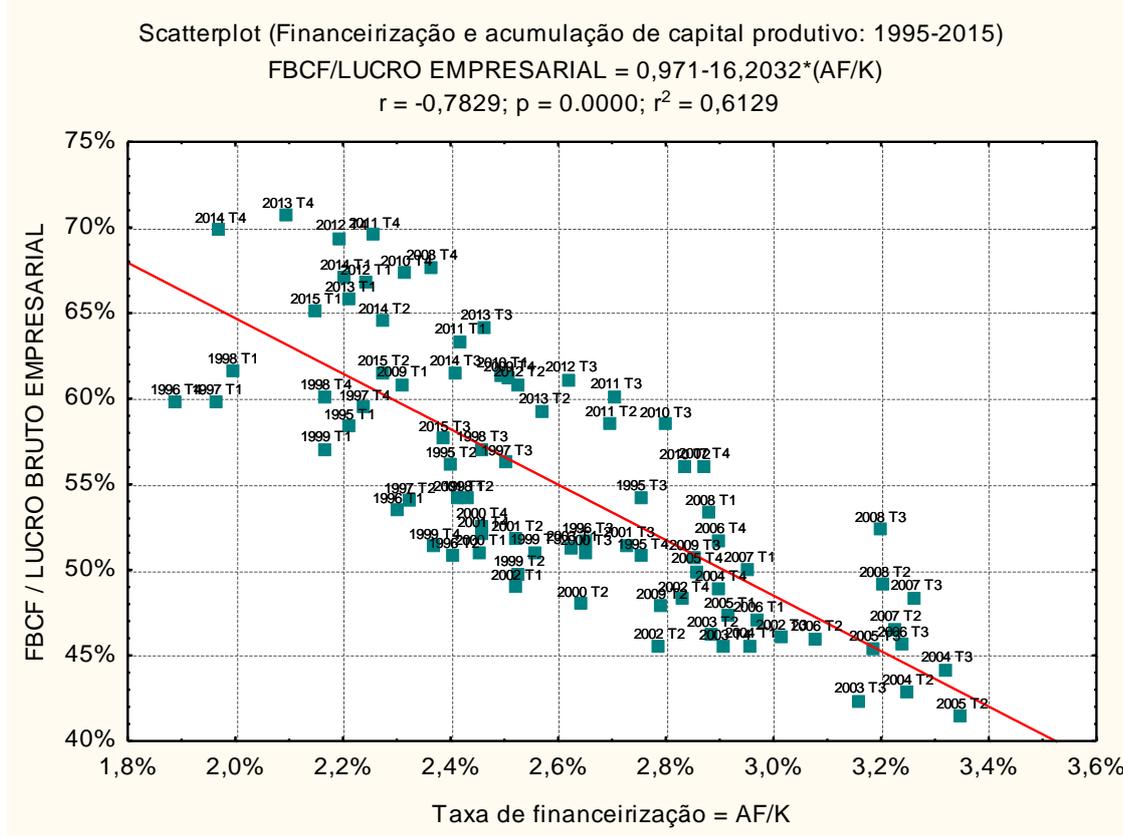
O Gráfico 4 é um diagrama de dispersão onde se pode constatar a correlação inversa entre a taxa de financeirização-1 e a percentagem do lucro bruto empresarial que é destinada ao investimento produtivo (formação bruta de **capital** fixo). O coeficiente de correlação é alto (0,78) e estatisticamente significativo. Como era de se esperar, à medida que a alocação financeira avança como proporção do estoque de capital, o investimento produtivo declina, porque a financeirização eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos detentores de capital e, notadamente no caso brasileiro, a renda de juros gerada pela detenção dos títulos públicos compete vantajosamente com a rentabilidade do capital nas atividades diretamente produtivas.

Uma outra maneira de se analisar esse fenômeno consiste em se considerar que a financeirização provoca substituição de **poupança produtiva** (recursos não consumidos que são alocados na formação bruta de capital **empresarial**, criando ativos novos) por **poupança improdutivo** (quando os recursos disponíveis são alocados nas transferências de propriedade de ativos já existentes e, portanto, não criam ativos novos). Por esta razão, o período 2004-2011, de maior dinamismo da economia brasileira foi também aquele em que a *rentier share* declinou, provocando queda da taxa de financeirização com o consequente aumento da taxa de acumulação produtiva de capital.

---

<sup>1</sup> As séries das taxas de lucro macroeconômico e de acumulação de capital fixo produtivo devem, em geral, ser cointegradas na conceituação econométrica uma vez que, em economias não-financeirizadas, essas variáveis devem compartilhar uma tendência comum de evolução. No entanto, os processos de financeirização desconectam essas séries que passam a seguir trajetórias relativamente autônomas, pois mesmo que a taxa de lucro possa ser considerada elevada, as empresas preferem as alocações financeiras de capital em detrimento do investimento produtivo.

GRÁFICO 4–TAXA DE FINANCEIRIZAÇÃO-1 E PARTICIPAÇÃO DO INVESTIMENTO PRODUTIVO NO LUCRO EMPRESARIAL (1995-2015)

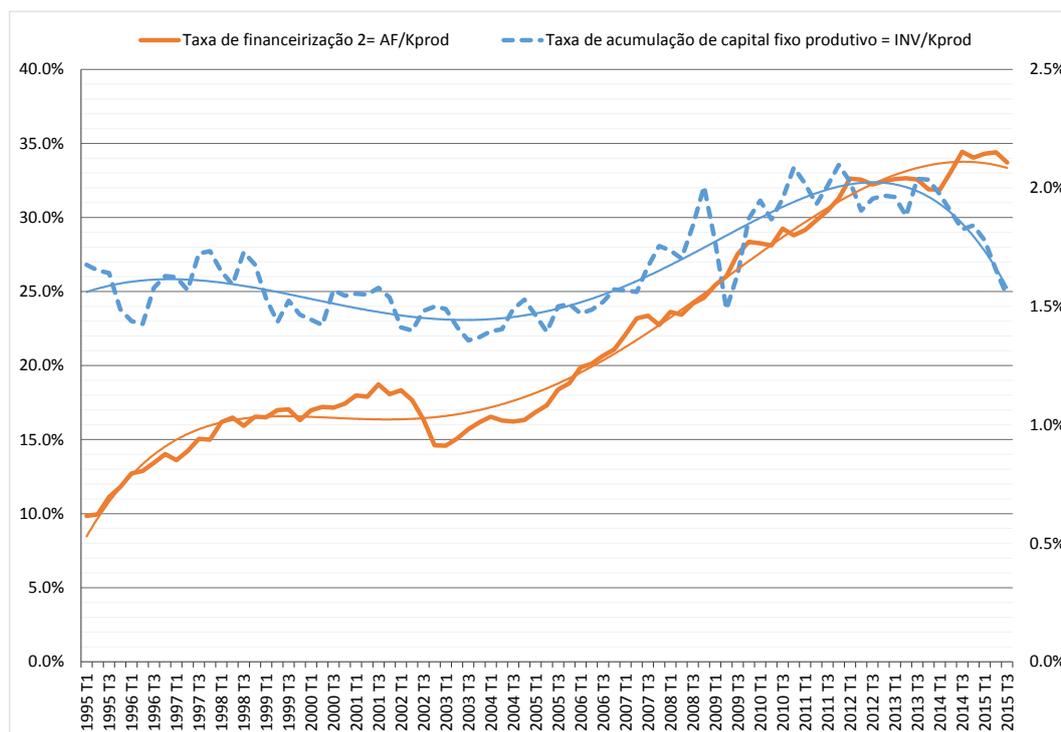


FONTE : Cálculos próprios com base nos dados do IBGE e IPEA DATA.

Recorrendo agora à definição 2, baseada no fluxo de renda de juros, pode-se observar no Gráfico 5 que, no período 2004-2011 de maior crescimento econômico, embora a taxa de financeirização-2 tenha acompanhado o aumento da taxa de acumulação de capital, a partir de 2012, essas variáveis se desconectam como expressão do retorno da financeirização como fator de bloqueio do investimento produtivo. Isso significa que nesse regime de acumulação sempre há a possibilidade de expansões lentas a moderadas do nível de atividade, quando a conjuntura macroeconômica permite, mas não há condições estruturais para um crescimento forte e estável, sem elevar rapidamente o déficit em transações correntes ou as pressões sobre o nível geral de preços.

E isso porque o caráter bloqueador da financeirização sobre a taxa de acumulação de capital produtivo não pode ser eliminado, pode ser apenas atenuado por políticas de estímulos ao crescimento econômico por parte do Estado ou pela melhora do ambiente internacional, por exemplo, se mais favorável às exportações de commodities. Trata-se portanto, de uma característica estrutural da economia brasileira que para ser removida implicaria mudanças institucionais profundas, notadamente quanto à forma de inserção do Brasil no cenário internacional e quanto ao tipo de relacionamento do setor bancário-financeiro com o setor produtivo. Uma condição fundamental é a retomada do desenvolvimento industrial, com a reversão do processo de desindustrialização que responde pelos baixos ganhos de produtividade desse tipo de regime.

GRÁFICO 5 – TAXA DE FINANCIERIZAÇÃO - 2 E TAXA DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL FIXO PRODUTIVO (1995-2015)



FONTE: Cálculos próprios com base nos dados do IBGE e IPEA DATA.

Ainda pelo Gráfico 5, constata-se a desconexão entre a taxa de acumulação de capital fixo produtivo e a taxa de financeirização 2, a partir de 2013, como expressão da reafirmação do caráter bloqueador do crescimento econômico que a financeirização pela renda de juros impõe à economia e à sociedade brasileiras. Consequentemente, os fatores contracionistas decorrentes da financeirização tornam-se agora explícitos e medidas de austeridade fiscal tendem a agravar seus efeitos sobre a acumulação de capital e sobre a deterioração da conjuntura.

### 3.4 A parcela salarial entrará em declínio tendencial?

Por seus impactos na formação da taxa geral de lucro de uma economia, a distribuição funcional da renda tem sido uma variável fundamental nas análises das crises econômicas. As participações dos salários no PIB brasileiro e americano encontram-se no Gráfico 6. Quando se observa o comportamento da *wage share* na economia dos EUA, no período anterior à crise de 2008, constata-se sua tendência de declínio. O mesmo fenômeno é destacado pela literatura acerca da grande crise dos anos 1930, com epicentro também nesse país. No caso brasileiro, observa-se tendência oposta, com a *wage share* crescendo de 2004 até 2014.

GRÁFICO 6 – BRASIL E EUA: PARTICIPAÇÃO DOS SALÁRIOS NO PRODUTO (1991 – 2015)



FONTE : para o Brasil, IBGE e IPEA DATA; para os EUA, o Bureau of Economic Analysis (BEA).

Esse crescimento da parcela salarial foi um importante fator que favoreceu a expansão econômica, mesmo sob taxas moderadas de crescimento. No entanto, a partir de 2014, observa-se a entrada em um período de queda da *wage share* que certamente terá impactos negativos sobre o nível de atividade, uma vez que a conjuntura recessiva provocar contração do salário médio real e aumento das taxas de desemprego, numa conjuntura internacional incapaz de promover as exportações de commodities em um ritmo compensador.

Tal como reconheceram Keynes e Kalecki, a ambiguidade do rendimento salarial deverá entrar em cena, ou seja, como o salário é simultaneamente um custo de produção e principal fator de demanda nas economias capitalistas atuais, que são necessariamente estruturadas em sociedades salariais, não há garantias de que a recuperação no curto prazo da rentabilidade dos capitais pela redução dos salários e a elevação do desemprego, será suficiente para compensar a queda de demanda efetiva resultante e que certamente derrubará as vendas e o faturamento no médio prazo. A saída poderia ser pelas exportações, mas como se trata de uma pauta com predomínio de commodities, exatamente numa conjuntura internacional em que seus preços despencaram ou estão ainda muito baixos?

#### 4. A TAXA DE ACUMULAÇÃO E O INVESTIMENTO PRODUTIVO

A taxa de acumulação de capital fixo produtivo é a variável-chave para explicar a dinâmica do crescimento econômico, mas ela não depende apenas da taxa de lucro. Esta pode estar em nível elevado sem, contudo, motivar o crescimento da taxa de acumulação. Este tem sido o caso da economia brasileira e das demais economias sujeitas ao fenômeno da financeirização. Em geral, para toda economia, quanto maior a alocação produtiva dos capitais, maiores tendem a ser as taxas de crescimento do PIB. Entretanto, numa economia financeirizada, as alternativas de alocação em ativos financeiros concorrem vantajosamente, em termos de liquidez e rentabilidade, com as imobilizações de capital nas atividades diretamente produtivas.

Para precisar os argumentos é útil a formalização dessas relações estruturais. Seja a taxa de acumulação dada pela razão entre o fluxo de investimento em capital fixo produtivo e o estoque de

capital no período t-1,  $g = \frac{INV}{K_{-1}}$ . A taxa de lucro empresarial é dada pela razão  $r^e = \frac{\Pi}{K_{-1}}$ . Se dividirmos  $g$  por  $r$ , chegaremos à proporção investida do lucro,  $\frac{g}{r} = \frac{INV}{\Pi}$ . Isolando a taxa de acumulação  $g$ , tem-se que:

$$g = \left(\frac{INV}{\Pi}\right)r \quad (4)$$

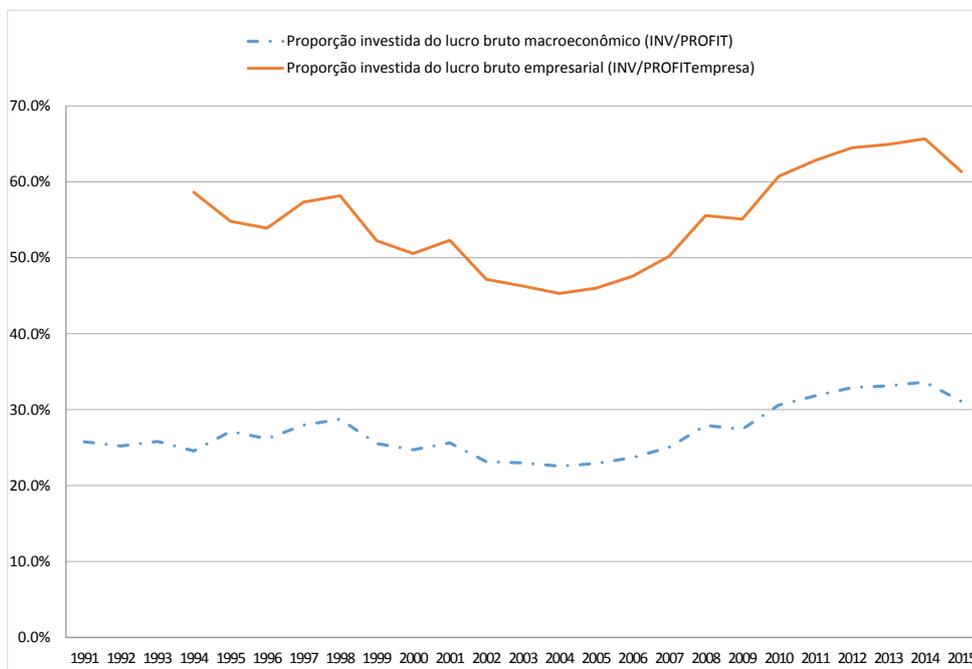
Denominando-se a proporção investida do lucro  $INV/\Pi$ , por  $\phi$  e convertendo-se em taxas de variação chega-se a:

$$\frac{dg}{dt} = \frac{d\phi}{dt} + \frac{dr}{dt} \quad (5)$$

A equação (5) mostra que a dinâmica da taxa de acumulação de capital produtivo depende não apenas do crescimento da taxa de lucro, mas também das decisões empresariais em favor das alocações diretamente produtivas, isto é, da proporção investida do lucro. Mesmo que  $r$  já esteja em nível elevado, caso da economia brasileira, as alocações em ativos fixos produtivos podem declinar pela preferência por alocações financeiras. E é exatamente isto o que o processo de financeirização faz. Na medida em que este fenômeno eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos detentores de capital, ele reduz o fator  $\phi$  emantém baixa ou mesmo estagnante a taxa de acumulação produtiva, reduzindo o ritmo de crescimento econômico.

O Gráfico 7 mostra a proporção investida do lucro bruto macroeconômico para a economia brasileira e americana. No caso brasileiro, a elevação da proporção investida do lucro macroeconômico e do lucro bruto empresarial foi impulsionada tanto por fatores internos (melhoria da distribuição pessoal e funcional da renda; elevação do salário mínimo, aumento das transferências sociais, expansão das operações de crédito à produção e ao consumo) quanto externos (alta demanda pelas commodities brasileiras, notadamente, por parte da China).

GRÁFICO 7—BRASIL: PROPORÇÃO DO LUCRO INVESTIDA PRODUTIVAMENTE (1991-2015)



FONTE : para o Brasil, IBGE e IPEA DATA; para os EUA, o Bureau of Economic Analysis (BEA).

Consequentemente, a redução da influência positiva desses fatores sobre a conjuntura macroeconômica reafirmará o caráter bloqueador da financeirização pela renda de juros sobre a acumulação produtiva. Isto porque trará de volta a expansão das alocações financeiras em detrimento da formação bruta de capital fixo das empresas, a despeito das políticas de desonerações

fiscais e demais medidas de reativação da economia por estímulos ao investimento e à demanda. As crises são assim caracterizadas por quedas nas taxas de acumulação e de lucro.

O argumento anterior vem se apoiando em evidências que a literatura internacional reconhece como um fenômeno que muitos países da OCDE experimentaram desde os anos 1980. A relação virtuosa entre acumulação e investimento foi substituída por uma configuração atualmente marcada por conflitos que se originam na esfera distributiva, conhecida por *investment-profit puzzle*<sup>2</sup>. Ou seja, o persistente declínio da acumulação de capital tem sido acompanhado pela tendência ao aumento das taxas de lucro e da parte do lucro macroeconômico na renda (*profit share*). Os modelos pós-keynesianos tradicionais de crescimento e distribuição supunham até então, através de fatos estilizados, que altas taxas de lucro podiam ser explicadas por altas taxas de acumulação, num ciclo sustentável de expansão. O período de crise nessas circunstâncias é caracterizado pela queda das taxas de acumulação e de lucro, em conformidade com a abordagem original de MARGLIN & BHADURI (1991).

Nessa análise clássica, inspirada no declínio da Golden Age ou dos Trente Glorieuses,<sup>3</sup> uma maior lucratividade é identificada como condição prévia para a retomada do investimento e do crescimento econômico nas economias desenvolvidas. Dois requisitos fundamentais encontrados foram o reconhecimento da necessidade de **aumento da lucratividade real** e da extrema conveniência de tornara **acumulação independente da lucratividade**. Naquele contexto histórico, o declínio da *profit-share* teve um impacto negativo sobre a taxa de lucro, sob a perspectiva dos custos. Em consequência disso, a frustração das expectativas empresariais sobre a lucratividade futura contraiu o ímpeto da acumulação, contribuindo para a queda da taxa de lucro realizada e, conseqüentemente, para a entrada das economias em trajetórias de crescimento lento e instável.

Todavia, a trajetória divergente entre acumulação e lucratividade nos dias atuais confirmam uma mudança de curso do que era previsto com base nessas interpretações, quando leva em consideração o impacto da financeirização sobre a acumulação e a poupança empresarial sob uma lógica macroeconômica. Conseqüentemente, a disjuntiva entre lucratividade e acumulação, uma vez operada pelos regimes dominados pelas finanças, realiza o que anteriormente se esboçava apenas em possibilidade teórica. De modo mais preciso, a financeirização pode desempenhar o papel de "tornara lucratividade independente da acumulação"<sup>4</sup>. Dito de doutro modo, a busca de revalorização dos capitais por canais financeiros leva a uma crescente substituição do investimento (produtivo) como fonte de lucros macroeconômicos, tal como ficou patente ao longo das últimas décadas nos EUA.

A expansão da *profit share* e da *rentier share* (parcela do produto apropriada pelos rentistas) nãoestimulou a acumulação e o crescimento econômico e, nem mesmo, a elevação do padrão médio de vida dos americanos. A experiência do assim chamado "novo boom econômico" constituiu uma breve exceção dos regimes de crescimento puxados pelas finanças, apesar dos sinais de sua recuperação mais recente. Tais afirmações são relevantes para a economia americana, mas essa ruptura do **nexo investimento-lucro**, anível internacional, pode ser estendida ao caso brasileiro.

Uma estratégia de análise empírica através da metodologia ARDL (*autoregressive*

<sup>2</sup>Ver a esse respeito, VAN TREECK (2008).

<sup>3</sup>Período de forte crescimento econômico que marcou o pós-Segunda Guerra, conhecido na literatura regulacionista como o período de vigência dos regimes de acumulação fordistas (1945-1975).

<sup>4</sup>Marglin and Bhaduri (1991, p.35) de modo quase premonitório indicam que, "O crescimento impulsionado pelo lucro à longo prazo, pode voltar a ser viável, mas a transição vai certamente exigir uma gestão ativa da demanda, presumivelmente uma possibilidade somente realizável após uma reforma exitosa do sistema financeiro internacional. (...). Na verdade, em nossa opinião os elementos essenciais de qualquer alternativa de esquerda para políticas do *mainstream* para restaurar o crescimento são 1º) reconhecer a necessidade presente de lucratividade, 2º) reconhecer a conveniência de tornar a acumulação independente da lucratividade em última instância, e 3º) estabelecer uma ponte entre ambas.

*distributed lag*) oferece pistas bem promissoras nessa direção. Como foi discutido até aqui, existem evidências de que as relações de longo prazo entre a taxa de acumulação e a taxa de lucro macroeconômicas venham se modificando por conta de transformações estruturais que ocorreram na economia brasileira. Como forma de captar este impacto, optou-se por usar o modelo empírico baseado em VAN TREECK (2008). Este modelo utiliza versões lineares tradicionais da função de investimento, presentes no modelo de Cambridge e no modelo de Bhaduri-Marglin (1990). Com isso, torna-se possível captar os efeitos da lucratividade e da distribuição funcional da renda, via *profit-share*, sobre a acumulação de capital fixo produtivo. A equação (6) mostra o modelo.

$$TXACUM = f(TXPFEMP, H) \quad (6)$$

Onde: TXACUM= taxa macroeconômica de acumulação de capital fixo produtivo; TXPFEMP = taxa de lucro empresarial, ou seja, a taxa de lucro macroeconômica isenta da renda financeira; e H= a *profit-share* da economia. Os dados trimestrais para as variáveis foram obtidos junto ao IBGE e ao IPEADATA, e foram tratados sazonalmente quando necessário.

No sentido de obter uma função linear estimável mais explícita para a equação (6), as variáveis foram transformadas em logs (L) para alcançar a forma seguinte:

$$LTXACUM = \alpha + \delta_1 LTXPFEMP + \delta_2 LH + \varepsilon \quad (7)$$

Os coeficientes estimados nesse caso são interpretados como elasticidades constantes que capturam a sensibilidade da variável dependente relativamente às variações unitárias das variáveis explicativas. Com efeito, espera-se que LTXACUM seja mais do proporcionalmente sensível às variações das variáveis explanatórias, *ceteris paribus*.

O teste de cointegração (*bound testing* ou teste de fronteira) de PESARAN, SHIN E SMITH (2001), que é baseado em uma estrutura ARDL é empregado para examinar a relação de longo prazo entre as taxas de acumulação e de lucro empresarial da economia brasileira. O uso da abordagem de ARDL é conveniente e consistente para amostras de pequeno tamanho. A robustez relativa dessa técnica deve-se a sua capacidade de estabelecer relações de cointegração, mesmo que os regressores sejam de ordem I(0) e/ou I(1). Além disso, o procedimento permite evitar os problemas associados com análise de cointegração tradicional que requer a classificação das variáveis em I(0) e I(1).

Existem duas etapas envolvidas no procedimento ARDL. Para começar, a estatística F é empregada para testar a significância dos níveis defasados das variáveis na forma de um modelo com correção de erro do ARDL subjacente, ao mesmo tempo em que é utilizada para determinar a existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis sob investigação. Apesar da natureza não-padrão da distribuição assintótica da estatística F calculada, independente do fato dos regressores serem de ordem de integração distinta, Pesaran, Shin e Smith (1996) tabularam os valores críticos apropriados para diferentes números de regressores (k) que podem ser empregados na realização das estimações.

Após a confirmação da cointegração passa-se para a busca do melhor modelo por meio de critérios de seleção como AIC (Akaike Information Criterion) e BIC (Bayesian Information Criterion) e o SBC (Schwarz Bayesian Criterion). Com a seleção do melhor modelo, calculam-se os coeficientes de longo prazo. A hipótese que é aplicada nesse estágio é a hipótese nula da não existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis, definida por:

$$H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = 0 \text{ (nenhuma relação de longo prazo),}$$

contra

$$H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq 0 \text{ (Há uma relação de longo prazo)}$$

A existência de uma relação de longo prazo fornece as condições necessárias para o

prossegimento da análise. Se houver uma relação de longo prazo satisfatória entre as variáveis a serem estimadas, a etapa posterior será a estimação dos coeficientes das relações de longo prazo com as inferências sobre seus valores. O modelo de correção de erro associado com as estimativas de longo prazo pode, por seu turno, ser estimado para determinar a estabilidade da relação de longo prazo. Esta relação hipotética apresentada na equação (7) é capturada com precisão no modelo auto-regressivo generalizado com defasagens distribuídas (ARDL), na forma ARDL ( $p; q_1; q_2; \dots, q_k$ ). De tal modo que:

$$\begin{aligned} \delta(L, p)y_t &= \sum_{i=1}^k \gamma_i(L_i q_i)x_{it} + \delta w_t + u_t & (8) \\ \delta(L, p) &= 1 - \delta_1 L + \delta_2 L^2 - \dots - \delta_p L^p + u_t \end{aligned}$$

$$\gamma_i(L_i q_i) = 1 - \gamma_{i1} L + \gamma_{i2} L^2 + \dots + \gamma_{iq_i} L^{q_i} \quad \text{para } i=1,2,\dots, k. \quad (9)$$

Se  $\delta(L, p) = 1$ , então o modelo não possui nenhuma defasagem de  $y_t$  e a equação é reduzida a modelo de defasagens distribuídas.  $L$  é o operador defasado tal que  $Ly_t = y_{t-1}$  e  $w_t$  é um vetor de variáveis determinísticas, tais como o termo de intercepto, dummies sazonais ou tendências, ou variáveis exógenas com defasagens fixas. Desse modo, se existe alguma evidência confortando uma relação de longo prazo ou cointegração entre as variáveis incluídas na equação (2), o seguinte modelo pode ser estimado:

$$LTXACUM_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^p \delta_{1i} LTXACUM_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{1i} L TXP FEMP_{t-i} + \sum_{i=0}^p \theta_{1i} L H_{t-i} + \mu_t \quad (10)$$

Devido ao fato de que os dados trimestrais são utilizados no presente estudo, um desfasamento máximo ( $p$ ) de ordem 4 é selecionado para a equação (5), de acordo com Pesaran e Shin (1999). No que se segue, a especificação de uma dinâmica ARDL de curto prazo pode ser derivada com base numa representação de correção de erros a partir de forma:

$$LTXACUM_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^p \delta_{1i} \Delta LTXACUM_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{1i} \Delta L TXP FEMP_{t-i} + \sum_{i=0}^p \theta_{1i} \Delta L H_{t-i} + \mu_t \quad (11)$$

O símbolo  $\Delta$  é o operador da diferença e termo de correção de erros,  $ECM_t$ , nesse caso definido como:

$$ECM_t =$$

$$LTXACUM_t - \alpha_1 + \sum_{i=1}^p \delta_{1i} LTXACUM_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{1i} L TXP FEMP_{t-i} + \sum_{i=0}^p \theta_{1i} L H_{t-i} - \alpha_2 \quad (12)$$

Todos os coeficientes da equação de curto prazo são os coeficientes relacionados com as dinâmicas de curto prazo, indicando o modelo de convergência para o equilíbrio na sequência de choques do sistema e o símbolo  $\sigma$  é a velocidade do parâmetro de ajuste que mensura como os erros gerados em um período são corrigidos no período seguinte.

Os resultados da Tabela 2 a seguir mostram que as variáveis selecionadas formam um *mix* de séries temporais com ordem de integração I(0) e I(1), respectivamente, LH e LTXACUM, LTXPFEMP, confirmando que o ARDL é uma técnica adequada. Portanto, dado que a ordem de integração das variáveis é menor que dois, seguiu-se adiante.

TABELA 2- TESTE DAS RAÍZES UNITÁRIAS ADF E PP PARA A ESTACIONARIEDADE DAS SÉRIES

Variável	Teste estatístico				Lag order	Ordem de integração
	Intercepto					
	ADL p-values		PP p-values			
Nível	1ª diferença	Nível	1ª diferença			
LTXACUM	0.3974	0.0000	0.3264	*0.0000	2	I(1)
LTXPFEMP	0.3954	0.0000	0.5916	* 0.0000	2	I(1)
LH	0.0561*	0.0000	0.2151	0.0001	1	I(0)

Os resultados apresentados na Tabela 3 revelam que o valor da estatística F para testar a hipótese conjunta nula de que os coeficientes das variáveis de nível no modelo ARDL são zero (ou seja, não existe nenhuma relação de longo prazo entre eles) é 11.7306. Esse valor fica acima do limite superior (upper bound) tabulado.

TABELA 3 - TÉCNICA DE DETERMINAÇÃO DA RELAÇÃO DE LONGO PRAZO - ARDL

Intervalos	Lower Bound I(0)	UpperBound I(1)
<b>1%</b>	5.288	6.309
<b>5%</b>	3.793	4.855
<b>10%</b>	3.182	4.126
<b>F Statistic: 11.7306</b> (Prob. 0.022)		

Caso: Intercepto sem tendência.

Número de regressores (K) = 2.

Dados tabulados por Pesaran, Shin e Smith (1996)

As estimativas dos coeficientes de longo prazo com base no modelo ARDL especificada na equação (10) estão sintetizados na Tabela 4. Todas as variáveis estão em logaritmo, portanto, cada coeficiente estimado pode ser interpretado como medidas de elasticidade constante à longo prazo. Um olhar mais atento dos resultados revela que as estimativas variam significativamente em termos de magnitude e os sinais não são contraditórios. No período 1992Q3 à 2012Q4, - o valor da taxa de lucro empresarial LTXPFEMP (7.2026) e da *profit-share* LH (2.0905) são estatisticamente significativos. No subperíodo de 1992Q3 à 2004Q3a taxa de lucro empresarial não é significativa, assumindo um sinal contrário ao esperado (-.31620). No subperíodo delimitado - 2001Q3 à 2013Q4 - a taxa de lucro assume o sinal esperado e possui novamente um valor significativo. Esses resultados são coerentes com a hipótese de que *investment-profit puzzle* causado pela financeirização e relatado pela literatura internacional vem interferindo estruturalmente na economia brasileira e que isso se manifestou segundo dois regimes básicos. No primeiro deles, o componente distributivo revela que o domínio da acumulação financeira se centrava ainda numa condição mais *profit-led*, ou seja, era consistente com uma expansão da renda capitalista na economia, acolhendo uma moderação salarial mais firme. No segundo, padrões distributivos mais favoráveis às rendas salariais tornam a retomada da lucratividade o fator mais importante do crescimento. Contudo, individualmente os dois períodos se contradizem, revelando a inconsistência do *nexo investimento-lucro* presente nas economias dominadas pela acumulação rentista-financeira (*finance dominated-accumulation regime*)<sup>5</sup> e que podem alternar padrões de crescimento puxados pelas finanças (*finance-led growth regime*) com padrões claramente bloqueadores do investimento

<sup>5</sup> Denominação proposta por Stockhammer (2007) para destacar o fato de que os regimes subordinados às finanças não são sempre *finance-led growth*. Podem degenerar-se ou afirmarem sua tendência estrutural, ou seja, podem entrar o desenvolvimento sustentado da acumulação produtiva de capital. Neste segundo caso, optamos por denominá-lo por *finance-blocked growth regime*, padrão que caracteriza agora a economia brasileira e a zona do euro.

(*finance-blocked growth regime*).

TABELA 4 - - ESTIMATIVAS DOS COEFICIENTES DE LONGO PRAZO BASEADA NO MODELO ARDL

Coeficientes de longo prazo				
ARDL(3,1,0) selected based on Schwarz Bayesian Criterion				
82 observations used for estimation from 1992Q3 to 2012Q4				
Variável dependente:	LTXACUM	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
LTXPFEMP		1.5150	.21034	7.2026[.000]
LH		1.4916	.71350	2.0905[.040]
INPT		-7.0509	2.9577	-2.3839[.020]
51 observations used for estimation from 1992Q3 to 2004Q3				
Variável dependente:	LTXACUM	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
LTXPFEMP		-.31700	1.0025	-.31620[.753]
LH		2.5902	1.1792	2.1966[.033]
INPT		-10.0152	4.5620	-2.1953[.033]
51 observations used for estimation from 2001Q3 to 2013Q4				
Variável dependente:	LTXACUM	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
LTXPFEMP		2.0931	.27897	7.5029[.000]
LH		.17453	.71080	.24554[.807]
INPT		-2.2402	2.9453	-.76060[.451]

Na Tabela 5, finalmente, o modelo de correção de erros estimados segundo o melhor critério encontrado (Schwarz Bayesian Criterion), evidencia que todos os coeficientes são estatisticamente significativos, além de passar de maneira aceitável segundo os testes de diagnóstico. O coeficiente de correção de erros estimado em  $-.17308$  ( $.043769$ ) é altamente significativo do ponto de vista estatístico, possui o sinal correto esperado, e sugere uma velocidade moderada de convergência ao equilíbrio. Nessa perspectiva, o alto coeficiente (em valor absoluto) indica o rápido retorno da economia para o equilíbrio após o choque. Esse modelo foi utilizado para projetar a taxa de acumulação condicional presente, sob os impactos pretéritos da taxa de lucro empresarial e da profit-share. No Gráfico 8, o declínio da taxa acumulação apresenta-se como um processo tendencial desde o último trimestre de 2010 e persiste ao longo das subsequentes conjunturas econômicas. A conclusão que segue traz um balanço de suas consequências.

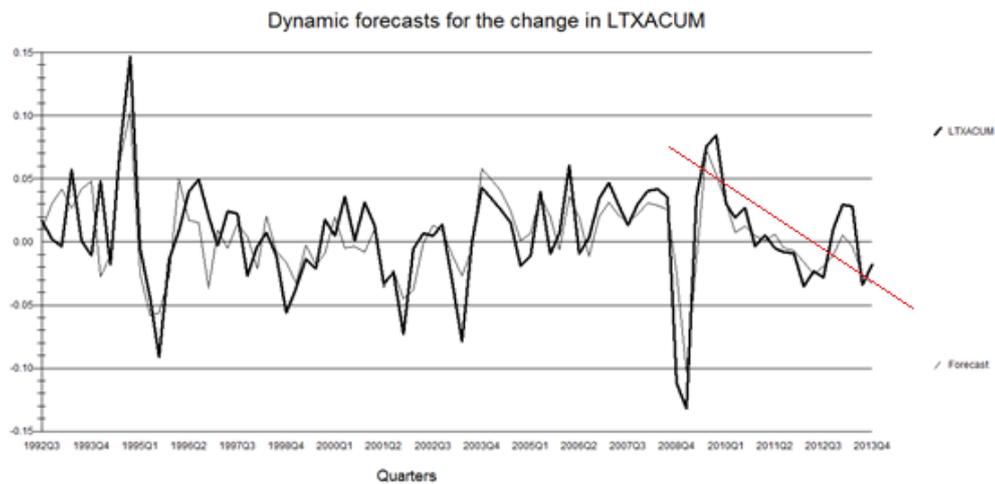
TABELA 5 - REPRESENTAÇÃO DA CORREÇÃO DE ERROS PELO MODELO ARDL

ARDL(3,1,0) selected based on Schwarz Bayesian Criterion			
Dependent variable is dLTXACUM			
82 observations used for estimation from 1992Q3 to 2012Q4			
*			
Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
dLTXACUM1	.36314	.083527	4.3476[.000]
dLTXACUM2	-.30445	.081995	-3.7131[.000]
dLTXPFEMP	.49354	.064134	7.6954[.000]
dLH	.25817	.13345	1.9346[.057]
dINPT	-1.2204	.56582	-2.1568[.034]
ecm(-1)	-.17308	.043769	-3.9545[.000]

List of additional temporary variables created:

$dLTXACUM = LTXACUM - LTXACUM(-1)$   
 $dLTXACUM1 = LTXACUM(-1) - LTXACUM(-2)$   
 $dLTXACUM2 = LTXACUM(-2) - LTXACUM(-3)$   
 $dLTXPFEMP = LTXPFEMP - LTXPFEMP(-1)$   
 $dLH = LH - LH(-1)$   
 R-Squared .58845 R-Bar-Squared .55552  
 S.E. of Regression .027670  
 F-stat. F( 5, 76) 21.4472[.000]  
 Mean of Dependent Variable .0052078 S.D. of Dependent Variable .041504  
 Residual Sum of Squares .057422 Equation Log-likelihood 181.4727  
 Akaike Info. Criterion 174.4727 Schwarz Bayesian Criterion 166.0491  
 DW-statistic 2.1161

GRÁFICO 8 - PROJEÇÃO DINÂMICA PARA MUDANÇAS NA TAXA DE ACUMULAÇÃO - BRASIL 1992Q3 – 2013Q4



## 5. CONCLUSÃO

“A existência de poupança corrente externa às firmas, realizadas por pessoas que vivem de renda, tende a deprimir o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desenvolvimento no longo prazo.”

(Kalecki, 1954)

A crise americana de 2008 se propagou rapidamente pela economia mundial e seu impacto sobre a economia brasileira tornou-se patente em 2009. A análise do comportamento da taxa de lucro geral ou da taxa de lucro empresarial, um indicador fundamental nos estudos das crises estruturais, permite inferir as seguintes conclusões: a) apesar de as políticas contra-cíclicas implementadas pelo governo para atenuar seus impactos possam ter impedido uma recessão mais grave nesse ano, não foram capazes de conter a deterioração da conjuntura macroeconômica que se afirmaria nos anos subsequentes; b) as políticas de desonerações fiscais não surtiram os efeitos esperados de maneira duradoura porque a tendência de queda da taxa de lucro se afirmou em 2011, quando as políticas de estímulos foram removidas pelo governo. Com a queda dos preços internacionais das commodities e o anúncio do ajuste fiscal em 2015, a deterioração rápida do nível de atividade econômica se afirmou; c) de 2000 a 2005, as taxas de lucro da economia americana e brasileira mantiveram-se em crescimento. A crise de 2008/2009 provocará a desconexão dessas variáveis, o que pode ser atribuído às políticas econômicas divergentes nesses países. Basicamente, os EUA mobilizaram políticas anticíclicas de maneira mais consistente e duradoura do que o realizado pelo Brasil, excessivamente preocupado na manutenção de superávits fiscais primários e na fixação das taxas de juros em níveis muito acima dos padrões internacionais; d) em linhas gerais, comparativamente à economia americana, as taxas de acumulação e de lucro na economia brasileira são mais elevadas, o que é esperado para um país ainda em desenvolvimento. Mas, diferentemente do caso brasileiro, o caso americano apresenta uma retomada do crescimento da taxa de acumulação, a partir de 2011, e da participação dos salários no PIB, a partir de 2014.

A deterioração da conjuntura macroeconômica a partir de 2014 no Brasil tem sido frequentemente atribuída a erros de política econômica ou à implementação da chamada “nova matriz” de política econômica. Entretanto, e contrariamente à visão da ortodoxia, o exame do comportamento tendencial das taxas de lucro e de acumulação, imediatamente após o impacto da crise americana em 2009, aponta para a reafirmação de fatores estruturais, característicos da economia brasileira atual, que não poderiam ser contidos por medidas de curto prazo de estímulo ao investimento e à demanda agregada. Dentre esses fatores, destacam-se os baixos ganhos de produtividade do trabalho e o declínio da produtividade do capital, decorrentes do atual processo de desindustrialização do país. Essas tendências permaneceram ao mesmo tempo em que os salários reais cresciam e a taxa média de lucro bruto empresarial declinava. A partir de 2012, conjugam-se com o fim do *boom* dos preços internacionais das commodities, o que reforçou ainda mais a piora das expectativas de lucro empresarial quanto às decisões de investimento. A crise fiscal torna-se manifesta em função da rápida deterioração do crescimento econômico e não do caráter supostamente perdulário do Estado brasileiro. Pelo contrário, no que concerne aos gastos sociais, as despesas têm permanecido perversamente aquém dos níveis necessários à plena satisfação das demandas da sociedade. A análise da situação fiscal deve, portanto, voltar-se para as despesas financeiras, impostas e reproduzidas pelas estruturas da financeirização pela renda de juros.

## 6. REFERÊNCIAS

- BHADURI, Amit; MARGLIN, Stephen. Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies. *Cambridge journal of Economics*, v. 14, n. 4, p. 375-393, 1990.
- MARGLIN, Stephen A.; BHADURI, Amit. *Profit squeeze and Keynesian theory*. Palgrave Macmillan UK, 1991.
- BRUNO, M. et al. *Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas*. *Revista de Economia Política*, vol. 3 n. 5(125). Edição Especial/2011.
- BRUNO, M. *Desafios do desenvolvimento socioeconômico brasileiro: uma perspectiva institucionalista do período recente*. In *O Panorama Socioeconômico do Brasil e suas relações com a Economia Social de Mercado*. Fundação Konrad Adenauer, 2014.
- \_\_\_\_\_. *Financiarisation et accumulation du capital productif au Brésil. Les obstacles macroéconomiques à une croissance soutenue*. *Revue Tiers Monde* n. 189 – janvier-mars 2007.
- BRUNO, M. e CAFFE, Ricardo. *Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil*. In Miguel Bruno (org.). *População, Espaço e Sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil*. IBGE, 2015.
- DATHEIN, Ricardo. *Crise econômica e taxa de lucro nos EUA*. *Revista de Econ. Contempor.* V. 15 n. 2, 2011
- \_\_\_\_\_. *Crescimento, investimento e taxa de lucro na economia brasileira*, Anpec Sul, 2007.
- DUMÉNIL, G. e LÉVY, D. *A crise do neoliberalismo*. Boitempo, 2014.
- KALECKI, M. *Economias em desenvolvimento*. Vertice, 1988.
- MARQUETTI, A. *A economia brasileira no capitalismo neoliberal: progresso técnico, distribuição de renda e mudança institucional*. <http://raceadm3.nuca.ie.ufrj.br/buscarace/Docs/aamarquetti4.pdf>
- MARQUETTI, A. MALDONADO, E. F.& LAUTERT, V. *The rate of profit in the Brazilian economy, 1953-2003*. *Review of Radical Political Economics*, 42(4) 485-504, 2010.
- MARX, Karl. *Salário, preço e lucro*. Expressão popular. 2012.
- MIEBACH, A. D. *Trajatória recente da taxa de lucro*. FEE-Carta de Conjuntura, Ano 24 – n. 8-2015.
- PALLEY, Thomas. *Financialization: what it is and why it matters*. Working paper no. 525. The Levy economics Institute of Bard College. 2007.
- PESARAN, M.H., SHIN, Y.C. and SMITH, R.J. Bounds testing approaches to the analysis of level relationships, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 16, no. 3, 2001, pp. 289-326
- ROSIER, Bernard. *Les théories des crises économiques*. La Découverte, Repères, Paris, 1993.
- SANTOS JR. L. M. e ROCCA, C. A. *Redução da taxa de poupança e o financiamento dos investimentos no Brasil: 2010-2013*. Centro de Estudos do IBMEC, nov. 2014.

STOCKHAMMER, E. *Financialization and slowdown of accumulation*. Cambridge Journal of Economics, n. 28, p. 719-741, 2004.

\_\_\_\_\_. *Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime*. Working paper series. Political Economy Research Institute-PERI, 2007.

VAN TREECK, Till. Reconsidering the investment–profit nexus in finance-led economies: an ardl-based approach. *Metroeconomica*, v. 59, n. 3, p. 371-404, 2008.

UEMURA, H. *Growth, distribution and structural change in the post-war Japanese in Japanese capitalism in crisis – a regulationist interpretation*. Edited by R. Boyer and Toshio Yamada; Routledge advances in international political economy, London, USA, Canada, 2000.