

---

V CBEO - Curitiba



V CONGRESSO BRASILEIRO DE ESTUDOS ORGANIZACIONAIS  
Curitiba-PR - Brasil

---

PADRÃO DE FINANCIAMENTO DO CAPITAL FIXO E TAXA MÉDIA DE LUCRO (1970-2012):  
ALEMANHA, BRASIL, ESTADOS UNIDOS E JAPÃO

**Elcemir Paço Cunha** (Universidade Federal de Juiz de Fora) - paco.cunha@facc.ufjf.br  
*Professor Adjunto da Universidade Federal de Juiz de Fora*

**Leandro Theodoro Guedes** (Universidade Federal de Juiz de Fora) - LTHEODOROGUEDES@YAHOO.COM  
*Mestrando em administração pela Universidade Federal de Juiz de Fora*

## Padrão de Financiamento do Capital Fixo e Taxa Média de Lucro (1970-2012): Alemanha, Brasil, Estados Unidos e Japão

Elcemir Paço Cunha (UFJF) – paco.cunha@facc.ufjf.br

Leandro Theodoro Guedes (UFJF) – ltheodoroguedes@yahoo.com

### Resumo

O objetivo do presente artigo é determinar a tendência principal no padrão de financiamento dos investimentos em capital fixo entre 1970 e 2012 para as economias alemã, estadunidense e japonesa tendo em mira a comparação com a economia brasileira. Foi realizado levantamento de dados em fontes primárias e secundárias sobre taxa média de lucro, formação de capital fixo e padrão do financiamento sobretudo deste capital para os países em questão. Os dados sugerem que, embora não haja convergência da composição dos investimentos, a tendência geral para os países centrais é pelo aumento do autofinanciamento enquanto que é de queda para o caso brasileiro.

**Palavras-chave:** Taxa média de lucro, capital fixo, padrão de investimento

**Área temática:** GT-02 Acumulação de Capital: Organização do Trabalho, Tecnologia e Finanças

### 1. Introdução

O objetivo central do presente artigo é determinar a tendência principal no padrão de financiamento dos investimentos em capital fixo, a partir de 1970 aproximadamente, nas três principais economias de então (Alemanha, EUA e Japão) para uma comparação com a economia brasileira. Essa questão merece atenção pois reflete, em fundamento, a principal categoria que espelha o vigor econômico do modo de produção capitalista e, portanto, também de seus limites: a taxa média de lucro. Nessa direção, como Marx (2017:298) escreveu, a “taxa de lucro” é “estímulo da produção capitalista, condição e força motriz da acumulação”.

O padrão de investimentos, variando como proporções entre fontes “financeiras” (externas por meio de empréstimos bancários, principalmente, e outras fontes ou internas, por meio de lucros retidos), joga luz também sobre o assim chamado processo de “financeirização”. Isto é verdade na medida em que tal processo se marcaria pela maior presença de fontes externas de financiamento em detrimento das fontes internas, isto é, o reinvestimento dos lucros retidos ou autofinanciamento perderia terreno.

A literatura sobre o assunto é consideravelmente dispersa e passa a ser contributiva a reunião de dados já identificados por pesquisas progressas, mas também a delimitação de outros dados de fontes primárias. Particularmente, no presente trabalho, foi preciso determinar as tendências da taxa média de lucro, a formação de capital fixo e o padrão de financiamento para as economias envolvidas no estudo. Isso exigiu reconsiderações de pesquisas já realizadas e acesso aos dados do Banco Mundial e dos levantamentos feitos por autores que realizam análises com essas categorias. Metodologicamente, portanto, o artigo se resolve nesses termos, tendo por fundamento a crítica da economia política em fundamentação materialista, cujo propósito central é demonstrar o movimento da realidade para além das aparências. Por isso, não estaciona no mero comportamento dos preços, nem no “humor dos mercados”. Ao indicar, adiante, os problemas da acumulação do capital, coloca em primeira linha as contradições pelas quais se move.

Além de permitir, portanto, uma avaliação histórica da variação daquele padrão de investimento, a discussão suscita dois outros aspectos contributivos. O primeiro, de modo mais geral, coloca em primeiro plano e comparativamente a economia brasileira de acumulação dependente (FRANK, 1978) e subordinação tecnológica (SANTOS, 1983;1987; ALBUQUERQUE, 1990). Considerando este caráter de subordinação estrutural, resta saber como isto se reflete no padrão de financiamento do setor corporativo não financeiro no Brasil. Essa questão não foi ainda devidamente estudada, restringindo-se à constatação geral de “dificuldades de financiamento” (cf. ALBUQUERQUE, 1990) por parte de um sistema bancário historicamente orientado para outros canais de oferta de crédito e compra de títulos públicos. O segundo, de modo mais específico, permite recuperar a crítica da economia política aos estudos organizacionais. Para aquilo que está confinado em seu próprio labirinto de Dédalo com vários “paradigmas” rondantes quase mitológicos à procura de um conceito de organização, é preciso encontrar uma saída. A trilha não é o exato caminho inicial dado que, como todo o resto no tempo histórico, as paredes do labirinto se movem. A questão, portanto, não aponta para uma solução de tipo epistemológica, aparentemente nova, mas para a subordinação do intelecto ao movimento efetivo da realidade. A crítica da economia política realizada com base em um materialismo consequente é único modo de implodir o labirinto, uma vez que os “minotauros paradigmáticos” já estão mortos.

Com efeito, o restante do artigo está dividido em duas partes além da presente introdução. Na parte imediata, recuperamos a discussão sobre o padrão financiamento do capital fixo, procurando delimitar a relação entre as mudanças históricas nas fases do capitalismo monopolista e as tendências da taxa média de lucro como elemento fundamental explicativo (embora não único). Na segunda parte, apresentaremos os resultados da pesquisa que atualizam aproximadamente e de modo comparado as tendências que se marcaram de 1970 em diante; período histórico angular em que parte da literatura heterodoxa fixa como marco da financeirização mais recente. Por fim, apresentamos as considerações finais do artigo.

## **2. Financiamento do capital fixo e taxa média de lucro**

À acumulação ou formação de capital correspondem os diferentes ciclos de expansão e retração da economia capitalista. Ocupa lugar central para a análise dos aspectos mais gerais de sua dinâmica bem como das particularidades, como a brasileira, integradas ao complexo global de reprodução do capital. É decisivo situar nessa acumulação a dinâmica do *capital fixo* como elemento-chave do processo, uma vez que nele se reportam os processos de aplicação científica e mudança técnica, pois, a “força produtiva da sociedade é medida pelo *capital fixo*, existe nele em forma objetiva e, inversamente, a força produtiva do capital se desenvolve com esse progresso geral de que o capital se apropria gratuitamente” (MARX, 2011:582).

Delimitando aqui *capital fixo* especificamente como parte do capital constante investido em maquinaria, pode-se considerar objeto de estudo o comportamento da formação desse capital, enquanto índice do processo de acumulação. O comportamento ou padrão da formação de capital fixo, portanto, joga luz sobre o estágio do processo de acumulação em determinadas economias e em um delimitado período de tempo. Mais do que isso, e tendo o Brasil em mente, pode iluminar o grau e dinâmica de sua economia em relação aos grandes centros do capitalismo mundial.

Um elemento central dessa problemática se encontra nos investimentos em capital fixo. A formação deste capital consome tendencialmente uma parte crescente dos investimentos totais disponíveis. Estudar, portanto, tal formação como objeto, requer a anatomia das formas de seu financiamento de médio e longo prazos. É sobre este ângulo que o presente trabalho se desenvolve, procurando determinar mudanças no padrão desse financiamento nas economias centrais e na brasileira, considerando sua particularidade subordinada.

## 2.1 O financiamento para keynesianos clássicos e evolucionistas

A literatura coleciona considerável volume de material a respeito do tema sobre o financiamento e, é verdade, em diferentes modalidades de tratamento. Um breve comentário, nada exaustivo, pode ser útil no sentido de inserir uma trilha para a problemática central a respeito do financiamento dos investimentos e, nele, o lugar do chamado autofinanciamento pela aplicação dos próprios lucros retidos.

Ignorando as problemáticas da teoria do valor (cf. ROBINSON, 1969:vi), a investida da tradição keynesiana em sua linha mais clássica, por exemplo, ocupou-se do “processo de formação de capital” (KEYNES, 1973) por via dos investimentos provenientes das “finanças”, isto é, dos meios obtidos pelas vendas de produtos ou serviços ou pela venda de débitos aos bancos ou especuladores (CARVALHO, 1997). A linha fundamental está na geração de poupança na economia por intermédio dos investimentos em uma “economia empresarial”, uma vez que os “empreendedores” demandam disponibilidades monetárias para a realização dos gastos ligados à produção. Assim, o “estágio final da formação de capital está relacionado ao investimento bruto e inclui gastos em manutenção ou substituição dos velhos bens de capital” (KEYNES, 1973:280). O acento recai sobre os investimentos, pois as “decisões dos empreendedores, tomados no todo, em realizar investimentos determinam a taxa de acumulação de capital que o sistema atingirá” (ROBINSON, 1969:55). Em uma economia de dinâmica deste tipo, e tomando, pela presente tradição, a taxa de acumulação “em termos de crescimento da capacidade produtiva” (ROBINSON, 1969:95), afirma-se que:

Para que o lucro possa ser obtido deve haver um excedente de produção por trabalhador sobre o consumo por família de trabalhadores necessário para manter existente a força de trabalho. (...). Mas a existência de um excedente técnico potencial não é condição suficiente para que lucros possam ser realizados. É necessário que os empreendedores estejam fazendo investimentos. (...). Se não se obtém lucro, os empreendedores não podem acumular e se eles não acumulam eles não podem ter lucro (ROBINSON, 1969:76).

O acento nos investimentos nesta tradição possui um traço de verdade, uma vez o montante monetário se converte em meios de produção e força de trabalho como condição de geração daquele “excedente” (um modo menos comprometedor do que mais-valor). Em razão de ter ignorado o problema do valor, não pode considerar, entretanto, a possibilidade de que a acumulação possa estar, em condições históricas, ligada à queda da taxa de lucro como indicado adiante (ou acumulação na passagem acima não é mais do que sinônimo de entesouramento por parte dos assim chamados “empreendedores”).

Em uma tradição diferente, mas não muito distante em termos de fundamentos herdados de linhagens do marginalismo, a ênfase recai sobretudo nas “novas combinações” possíveis uma vez realizados os investimentos e não tanto a simples existência deles. Numa tônica crítica muito semelhante às suposições quanto à relação entre poupança e formação de capital, sustenta-se que:

Aquele rudimento de uma teoria econômica pura do desenvolvimento que está implícito na doutrina tradicional da formação de capital sempre se refere apenas à poupança e ao investimento de pequenos acréscimos anuais a ela atribuíveis. Nisso não afirma nada de falso, mas passa totalmente por cima de coisas muito mais essenciais. O lento e contínuo acréscimo no tempo da oferta nacional de meios produtivos e de poupança é obviamente um fator importante na explicação do curso da história econômica através dos séculos, mas é completamente eclipsado pelo fato de que o desenvolvimento consiste primariamente em empregar recursos diferentes de uma maneira diferente, em fazer coisas novas com eles, independentemente de que aqueles recursos cresçam ou não. (...). Métodos diferentes de emprego, e não a

poupança e os aumentos na quantidade disponível de mão-de-obra, mudaram a face do mundo econômico nos últimos cinquenta anos (SCHUMPETER, 1982:50).

E “de onde vêm as somas necessárias à aquisição dos meios de produção necessários para as combinações novas, se o indivíduo em questão por acaso não as tiver?”, perguntou-se Schumpeter (1982:52). Contrariamente à resposta convencional de atribuir à poupança social, disse ele que, em parte, vem do *crédito*. Considerando tais novas combinações, é incontornável o problema do financiamento dos investimentos como elemento viabilizador das mudanças nos novos métodos. Fica claro que historicamente o “crédito é primariamente necessário às novas combinações” (SCHUMPETER, 1982:51), tomado como “essencialmente a criação de poder de compra com o propósito de transferi-lo ao empresário”, isto é, “método pelo qual o desenvolvimento é levado a cabo num sistema com propriedade privada e divisão do trabalho”, operando como uma “ordem para o sistema econômico se acomodar aos propósitos do empresário, como um comando sobre os bens de que necessita: significa confiar-lhe forças produtivas” (SCHUMPETER, 1982:74). Não obstante, o autor complementa a outra parte da fonte das somas necessárias à aquisição dos meios de produção: “fundos que são, eles próprios, resultado de inovação bem-sucedida e nos quais reconheceremos mais tarde o lucro empresarial” (SCHUMPETER, 1982:52).

Importa destacar que as duas vias, crédito e recursos próprios, comparecem como condição para, entre outras coisas, a formação de capital fixo no sentido específico dos “meios produtivos” ou maquinaria propriamente.

Vê-se que, dadas também as condições históricas de elaboração das ideias contidas nas duas correntes supracitadas, a problemática do padrão de financiamento não é posta em todos os seus relevos. A questão mesma de se saber a razão de um padrão prevalecente não foi colocada. Também é necessário outro tempo histórico para que as mudanças no padrão possam ser apreendidas, como de fato foram mais tarde. Minsky (2008), por exemplo, procurou explicação associada ao nível da empresa e acentua os riscos decorrentes dos investimentos nas alterações dos ciclos dos negócios. Coloca, portanto, a questão no plano decisório e marcadamente variado pela assimetria de informações dos agentes envolvidos. Perez (2011), diferentemente, procurou estabelecer as relações entre empreendedores e os financistas privados, enquanto Mazzucato (2015) enfatizou o papel do Estado. Perdem, porém, as determinações estruturais mais de fundo.

## 2.2 Tradição marxista e autofinanciamento como função da taxa média de lucro

A tradição marxista não dispensa o papel do crédito para o processo de acumulação. Em verdade, o crédito surge como uma de suas principais alavancas (MARX, 2013:702;708). Os recursos próprios estão pressupostos nos lucros passíveis de reinvestimento produtivo em condições objetivas de reprodução ampliada, uma vez que “para acumular, é necessário transformar uma parte do mais-produto em capital” (MARX, 2013:656), isto é, parte dos lucros entram novamente no mesmo processo de onde foram retirados.

Abre-se também, entretanto, outras vias de financiamento conforme se desenvolvem simultaneamente o sistema das sociedades anônimas, a bancocracia e o mercado de ações. Mas, primeiramente, o que destaca consideravelmente esta tradição das demais tradições aventadas, é a atenção dedicada à acumulação de capital progressivamente maior na forma de maquinaria como indício das tendências dos ciclos econômicos. A acumulação como expressão da elevação da composição orgânica do capital ( $c/v$ , sendo  $v$  para capital variável e  $c$  para capital constante cuja parcela se delimita aqui como capital fixo). Tal elevação se dá mediante progresso técnico com o viés de reduzir tempo de trabalho necessário e tem potencial para rebaixar a taxa de lucro ( $s/((c/v)+1)$ ) em contextos em que a taxa de exploração econômica do trabalho ( $s = m/v$ , ou a relação entre trabalho não pago,  $m$ , e trabalho pago,  $v$ ) permanece a mesma ou tem um crescimento mais lento do que a própria composição ( $c/v$ ), uma vez que os investimentos

tendem a ter uma massa cada vez maior destinada ao componente constante (*c*) do capital total e, no constante, à parcela atribuída ao capital fixo.

Destaca-se igualmente, como já indicado, a relação entre os investimentos e a própria acumulação. Falando, pois, em “atividade real dos investimentos”, tem-se que

Flutuações da atividade real introduzem um fator acumulativo (...). A influência acumulativa reside no fato de que o lucro que é obtido sobre o capital existente dependerá do nível da demanda e, por esta razão, da atividade; conseqüentemente dependerá, *inter alia*, do próprio ritmo de investimento. (...). Entretanto, é improvável que esta tendência acumulativa seja de duração permanente, pois enquanto continuam os investimentos, ela provoca um aumento no volume real do capital investido em maquinaria (...) e, desse modo, uma redução na *taxa* do lucro produzida por uma *massa* determinada deste lucro. Em conseqüência, é provável que em um dado momento a tendência decrescente da taxa de lucro neutralize a tendência ascendente do lucro total, de maneira que a instigação para expandir as inversões tenderá, primeiramente, a ser retardada e em seguida a atuar sem sentido inverso (DOBB, 1978:161-162).

Em razão dessas flutuações na atividade real de investimentos, pode-se esperar diferentes padrões dos financiamentos tendo em tela a taxa média de lucro em determinada contingência histórica. Em última instância, fala-se aqui das decisões em relação às diferentes modalidades de financiamento, via crédito, recursos próprios, mercado de ações etc.

Este é um segundo aspecto diferenciador com respeito às tradições antes sugeridas e que precisa ser registrado.

Uma avaliação histórica desses padrões é bastante útil em separar razoavelmente três fases distintas: (1) antes da segunda guerra mundial, com dominância bancária sobre os investimentos, caracterizando a primeira fase do capitalismo monopolista descrita, não de modo homogêneo, por Hilferding (1985) e Lenin (2012). Além deles, outros comentaristas da época explicitaram aquela dominância de modos peculiares (e.g. VEBLEN, 1966); (2) depois da segunda guerra com dominância do autofinanciamento ou financiamento interno, aumentando a autonomia das corporações não financeiras frente ao sistema bancário; e (3) uma tendência de diminuição do autofinanciamento após os anos 1970.

Mandel situa tais padrões nas modificações pelas quais passou o *capitalismo monopolista*. O elemento de destaque maior são as novas condições de autofinanciamento após a primeira guerra mundial e seu incremento após a segunda grande guerra. O autofinanciamento surge pela primeira vez a partir dos recordes nos lucros retidos na ordem de “43 bilhões de dólares em 1919 nos Estados Unidos, um montante não atingindo novamente antes da segunda grande guerra”. Nessas condições,

todos os fundos necessários para depreciar seu capital fixo e renová-lo tecnicamente, como também para a expansão de seus aparatos produtivos, são acumulados previamente e depositados em reservas seguras”. Para o autor, o “autofinanciamento é o nome dado ao financiamento da expansão do capital das grandes corporações não a partir do crédito, seja privado ou público (o mercado de capitais), mas a partir dos fundos de reserva dos grandes trustes (MANDEL, 1968:511-512).

Essa nova circunstância provoca alterações na estrutura e no funcionamento do capitalismo monopolista em razão de gerar efeitos não antecipados sobre os preços e lucros. Com destaque para este último, o autor explica que se desencadeia uma sobrecapitalização, pois o autofinanciamento “resulta dos superlucros dos monopólios os quais não conseguem encontrar novos campos para investimento” em condições nas quais o mercado encolhe e a “quantidade de capital fixo cresce”, ameaçando as possibilidades de “aplicação lucrativa do capital” (MANDEL, 1968:517). Na nova circunstância dessa segunda fase, os superlucros

levam, “por meio do autofinanciamento, a um aumento da capacidade produtiva”, configurando para o autor uma “contradição fundamental”, a “contradição da sobre-acumulação” (MANDEL, 1968:520-521) que pressiona para baixo as taxas médias de lucro adiante.

É importante que se diga que ainda nessa segunda fase em que predomina o autofinanciamento, convergem dois aspectos importantes. Por um lado, como já visto, estão as taxas de lucro crescentes do período do pós-guerra, permitindo um processo positivo de acumulação e, por outro, as legislações que tributavam distribuições de lucros e, dessa forma, incentivaram o volume superior de lucros retidos (MANDEL, 1968). Mas essas condições não durariam para sempre, sobretudo mediante o recuo das taxas médias de lucro na fase subsequente.

Anos depois, Mandel atualiza algumas considerações sobre o problema do autofinanciamento (em meio à discussão sobre a aceleração do tempo de rotação do capital fixo), ainda no sentido de demarcar a segunda fase em tela, em que prevalece o “aumento na taxa de autofinanciamento das empresas desde a Segunda Guerra Mundial” (MANDEL, 1982:172). O autofinanciamento e a sobrecapitalização que, como visto, a acompanha, resulta da “acumulação e a concentração crescentes do capital no período do capitalismo monopolista”, com efeitos sobre “uma quantidade cada vez maior de capital à disposição das grandes empresas oligopolistas e monopolistas, por meio dos superlucros” (MANDEL, 1982:224). Ao destacar a aceleração do tempo de rotação do capital fixo, o autor explica que ela, entre outras coisas:

(...) amplia a demanda de atividade corrente de investimento. Isso conduz a uma reconversão contínua do capital circulante em capital fixo e aumenta a tendência, que de qualquer maneira é inerente ao capitalismo monopolista, das empresas a converterem seu capital total em capital fixo e obterem de créditos bancários a maior parte, senão a totalidade, do seu capital circulante. Isso tem repercussões no autofinanciamento das empresas, o qual é uma das características mais importantes que distinguem o capitalismo tardio do imperialismo clássico dominado pelo capital financeiro, descrito por Lênin. Tem também efeitos sobre o conjunto da atividade dos bancos na criação de crédito e dinheiro (...) (MANDEL, 1982:158)

Nesse cenário, como já destacado, muda a relação entre os bancos e os investimentos produtivos. Mas a segunda fase cede lugar à terceira em que a tendência de diminuição do autofinanciamento se desenha. Ainda na segunda fase, “houve uma pronunciada elevação geral da taxa de autofinanciamento dos monopólios. Mas, *assim que a taxa média de lucro começou a cair de novo, a taxa de autofinanciamento das sociedades também começou a diminuir*” (MANDEL, 1982:376, grifos nossos).

Nosso autor apresenta alguns dados probantes da tendência dado o destaque à queda na taxa média de lucro. Explicou ele que a “liquidez cada vez menor das sociedades anônimas revela-se também nos índices decrescentes de autofinanciamento” (...). No Japão, o índice de lucros não distribuídos relativamente ao capital total empregado caiu de 15,7% em 1959 para 10,7% em 1962, para 9,1% em 1964 e para 8,6% em 1970” (MANDEL, 1982:324). Sobre a França, “a relação de autofinanciamento nas empresas francesas parece ter caído de 79,5% no período 1961/64 e de 83% no período 1965/68 para 75,1% em 1971. 76,6% em 1972, 73% em 1973 e 65% em 1974 (números provisórios)” (MANDEL, 1982:150).

Mandel deixa registrado o valor provisório dos seus números. O tempo histórico do autor também é restrito para uma análise da efetivação das tendências sugeridas nas décadas seguintes a 1970.

Há ainda uma linha explicativa, mais heterodoxa, que tem ganhado audiência. Não muito distantes da tradição keynesiana, mas ecléticos o suficiente para ganhar impulsos de outras tradições, diferentes autores têm apontado para a “financeirização” em seus variados aspectos. Um desses aspectos sugere que a maior parte dos recursos externos tem sido utilizada para a compra de ativos financeiros e não para investimentos reais (cf. ORHANGAZI, 2008;

DUMÉNIL; LÉVY, 2014; CHESNAIS, 2016; SOARES, 2017). Por exemplo, Duménil e Lévy como bons representantes dessa tendência eclética, considerando a variação combinada entre empréstimos bancários e compras de ações pelo setor corporativo não financeiro, sugerem que:

(...) as corporações autofinanciam os seus investimentos. Essa capacidade depende da taxa em que conseguem reter lucros, ou seja, deixam de pagar juros ou distribuir dividendos. (...). Lucros retidos condicionam a acumulação.

A relação muito próxima entre lucros retidos e investimentos é desconcertante. Sugere que, considerando-se globalmente o setor, as corporações não financeiras não financiam investimentos com novos empréstimos. (...). Essas proporções se mantiveram aproximadamente constantes desde os anos 1950 (...). Corporações não financeiras tomam empréstimos, mas estes são usados para outros fins - por exemplo, recomprar suas próprias ações (DUMÉNIL; LÉVY, 2014:165).

Nesse diapasão, tem havido concentração na ideia de que a financeirização em seu aspecto contemporâneo se expressa não apenas pelo crescimento do setor e de suas inovações e articulações, mas fundamentalmente em um crescimento da participação do próprio setor não financeiro em investimentos de compra e venda de ativos financeiros. Isso se expressaria, por exemplo, na ampliação proporcional do patrimônio financeiro. No conjunto, dar-se-ia uma predominância financeira sobre as decisões de investimentos.

Não obstante as diferenças entre Duménil e Lévy e a tradição marxista, encontra-se aqui novamente a tendência de redução da taxa média de lucro após os anos de 1970 (fase “neoliberal”, para os autores franceses). É notória a ênfase que os autores concedem à atuação da assim chamada “classe gerencial”, sobretudo em sua fração financeira, determinando a alteração dos padrões durante a transição para um regime disciplinar assim chamado “neoliberal”. Ainda assim, essa atuação não se dá a despeito da tendência de queda que se efetiva naquela década, mas em resposta à própria queda.

#### 2.4 Síntese analítica

Diante das questões aludidas que sugerem mudança no padrão de financiamento durante as diferentes fases do capitalismo monopolista, pode-se estabelecer a linha geral de desenvolvimento.

A primeira fase clássica do capitalismo monopolista testemunha uma fusão entre o capital produtivo e financeiro sob a dominância do segundo. A formação de capital fixo respondia ao financiamento bancário por meio do crédito, pelo menos até um momento em que o crescimento das corporações e dos lucros retidos diminuiu o grau de dependência com relação ao financiamento bancário para ativos fixos. Alterações institucionais e na dinâmica econômica com os processos de crise da primeira metade do século XX e de destruição de capitais durante os enfrentamentos bélicos culminaram em uma segunda fase na qual se dá elevação das taxas médias de lucro, sobretudo nas principais economias, criando condições para o autofinanciamento e consolidação da tendência de diminuição da dependência do capital produtivo frente ao financeiro para aquele período. A redução da taxa média de lucro do final dos anos de 1960 em diante, por decorrência do aumento da composição orgânica do capital (Dobb) e sobre-acumulação (Mandel), forçou alterações institucionais e nova liberalização de capitais financeiros na tentativa de reverter as tendências gerais, implicando tendencialmente para baixo o autofinanciamento das grandes corporações não financeiras, configurando assim a terceira fase do capitalismo monopolista. Constitui-se uma fase em que os empréstimos realizados pelas grandes corporações não financiam, no entanto, a formação de capital fixo, mas o crescimento do patrimônio financeiro das próprias corporações não financeiras. Mas qual é de fato o padrão das economias centrais e da economia dependente brasileira após 1970 e em que medida há uma nova predominância financeira, como se alega?

Não obstante, pode-se delimitar que, de modo fundamental, a queda da taxa média de lucro seria responsável pela alteração do padrão da segunda fase. Diante disso é que se pode inquirir a realidade para avaliar o padrão do financiamento após a década de 1970, incluindo as possibilidades da análise das circunstâncias brasileiras.

### **3. Taxa média de lucro, capital fixo e padrão de financiamento**

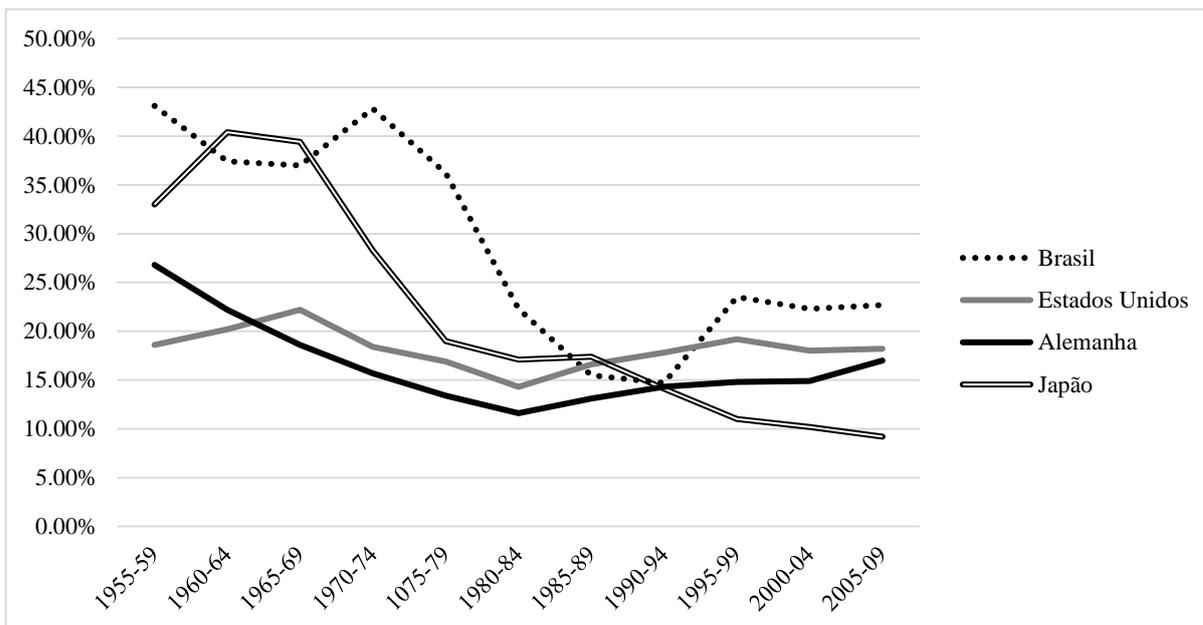
Busca-se nesta parte do presente artigo compreender o período posterior à década de 1970 até os primeiros anos da década de 2010. Não há um período exato de cobertura de todos os indicadores por conta das diferenças de fontes, sobretudo. Mas a maioria dos anos desse espaço de tempo está coberta nos dados que veremos, sendo suficiente para reconhecer as tendências que mais interessam pelo menos até 2012.

#### **3.1 Taxa média de lucro**

A taxa de lucratividade é um elemento central na reprodução do modo de produção capitalista. Sendo o resultado final do ciclo produtivo do capital, tem implicações na acumulação de capital e também pode regular o pêndulo do financiamento dos investimentos. Este aspecto é relevante e é a razão pela qual aqui se expõem as tendências nas taxas de lucros dos países em análise. Quando se avalia o financiamento para o investimento, evidentemente, é comum se deparar com as duas fontes principais já aludidas. No caso de autofinanciamento, trata-se, evidentemente de recursos provenientes dos lucros não distribuídos. Esta relação faz com que a avaliação histórica da taxa de lucro nos ofereça uma base de comparação crucial para o avanço do problema em tela (Gráfico 1).

A taxa de lucratividade, possui, reconhecidamente, uma característica histórica elementar, tratada detidamente por Marx: a tendência de queda. Nos termos de Maito (2014a:3), a “necessidade que cada capital tem de vender a um preço mais baixo que seus concorrentes e de cobrir maior fatia de mercado implica um constante aumento nos gastos com capital fixo, equipamento e infraestrutura, que permite aumentar a produtividade e reduzir o valor individual das mercadorias, incluindo a força de trabalho”. Na medida em que se aumenta a proporção de capital constante em detrimento do capital variável, diminui-se a taxa de mais-valor, o valor contido nas mercadorias tende a baixar enquanto o capital fixo aumenta exponencialmente e este movimento pressiona a taxa de lucratividade para baixo. Mas como alerta Albuquerque (1990), fala-se em queda tendencial porque podem surgir aspectos que façam com que ou a taxa de mais-valor aumente (como o aumento de jornada de trabalho ou intensificação do trabalho) ou ocorra o barateamento dos componentes do capital fixo, por exemplo. E ainda como alerta o próprio Maito (2014a), estes aspectos obstruem a queda somente de curto a médio prazo, depois disso seus efeitos são diluídos. Estas considerações, em termos muito sintéticos, são básicas para a análise acerca do movimento histórico da taxa de lucratividade nos países estudados e darão uma noção das características principais de seu comportamento. Em se tratando da taxa de lucratividade histórica temos o seguinte movimento:

Gráfico 1: Taxa de Lucratividade (1955-2009)



Adaptado de: Maito (2014a)

Em seu cálculo, o autor considera somente a razão entre lucros e capital fixo, justificando-se que isso não necessariamente desvirtua a tendência geral. Cabe ressaltar que embora haja estas restrições metodológicas, é possível dizer que o cálculo do autor mostra uma tendência similar a outros, como Marquetti et al. (2010), Brenner (2003; 2006), Kliman (2011) e Roberts (2016).

Tratando do Japão em primeiro lugar, é possível ler, nas palavras de Maito (2014b), que a transição de altas taxas de lucro no período imediatamente após a Segunda Guerra para uma taxa tendente à nulidade nos anos 2000, deveu-se ao aumento relativo da composição orgânica sem contrapartida de um potencializado mais-valor, incrementado por uma progressiva proporção de lucros que não eram reinvestidos na produção, mas no mercado financeiro.

Estados Unidos e Alemanha seguiram ambos um movimento semelhante a partir dos anos 1960. O decréscimo nas taxas de lucro por conta das crises dos anos 1970 e 1980, uma leve retomada no período denominado “neoliberal” (1990) e a posterior estabilização. Para o caso americano, Freeman (2009) aponta que além da fuga de capitais para outras economias emergentes, há a questão do avanço tecnológico, que pode a princípio gerar um aumento na taxa de lucro, mas pode também reduzir impetrando efeitos negativos nos investimentos anteriores.

O caso do Brasil é mais detalhadamente explicado por Marquetti et al. (2010) que mostram ter havido uma queda mais lenta da taxa de lucratividade até meados da década de 1970, uma queda acentuada até o fim da década seguinte e uma breve recuperação posteriormente, também no chamado “período neoliberal”, mas que nunca fez com que se voltasse aos números da década de 1950. O principal problema enfrentado pelo país e que potencializou a queda da taxa de lucro foi a redução da produtividade, ocasionada pelo alto custo dos meios de produção, que não foi evitada nem mesmo pelas reformas que pressionaram a redução os salários, mas não impulsionaram investimento.

Vê-se que a lucratividade no Brasil é, na maioria das vezes, maior que nos países desenvolvidos, mas Marquetti et al. (2010) alertam para a grande proporção de lucros retidos no país que não contribuem para o aumento da produtividade, e que, ao mesmo tempo, articula-se como principal causa da queda na lucratividade. Ao mesmo tempo, não surgem problemas como a concorrência com mercados vizinhos ou o impacto do avanço técnico simplesmente porque estes fatores não fazem ou não fizeram parte da realidade brasileira, sobretudo porque

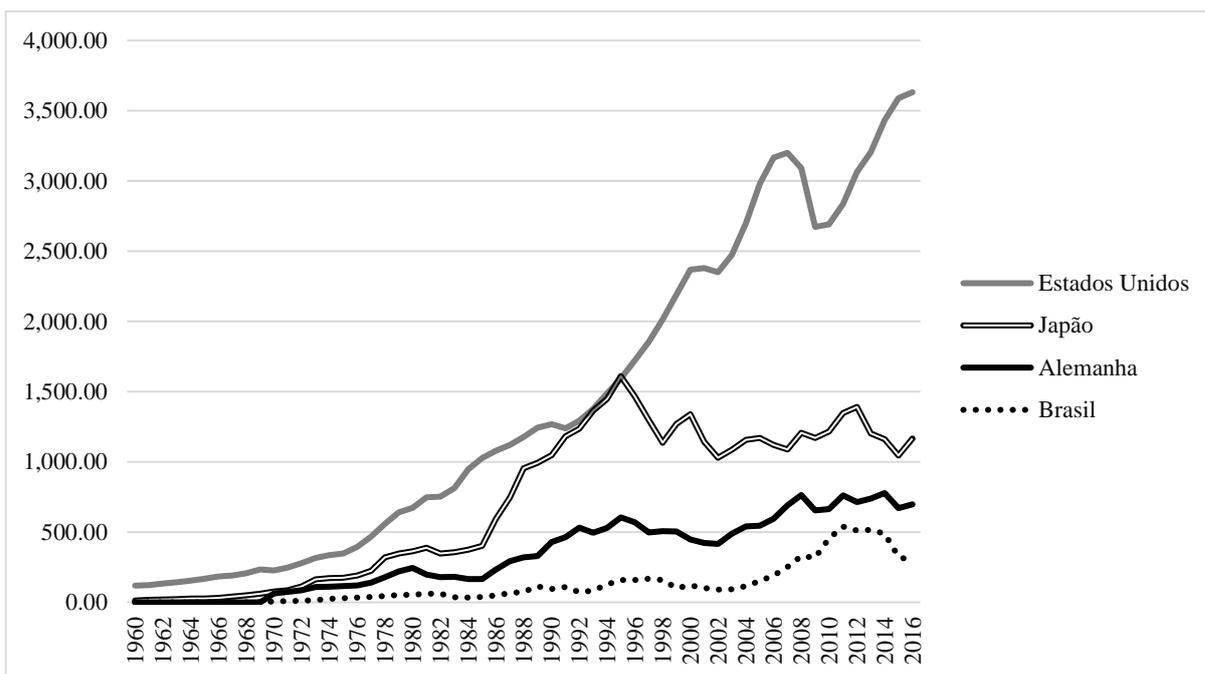
não há desenvolvimento suficiente para que estas razões se articulem. É necessário, contudo, verificar se esses problemas inseridos na taxa de lucratividade nacional se confirmam nas tendências de investimento do país em capital fixo.

### 3.2. Formação de capital fixo

É desnecessário se delongar nas explicações sobre a importância do capital fixo na composição da economia de um país, haja vista seu lugar como alavanca dos índices de produtividade, por exemplo, e, portanto, ser um fator central para o crescimento e acumulação de capital. Em suma, é um ponto de esclarecimento tanto para a origem da lucratividade quanto para a destinação dos recursos.

Os dados obtidos do Banco Mundial são assim definidos pela própria instituição: “inclui melhorias fundiárias (...); instalações, maquinaria e compras de equipamentos; a construção de estradas, ferrovias e afins, incluindo escolas, escritórios, hospitais, residências e prédios comerciais e industriais” (WORLD BANK, 2018a). Evidentemente, o levantamento extrapola o capital produtivo propriamente, isto é, os equipamentos que entram diretamente na produção, contudo ressaltamos que este trabalho tem o escopo voltado para a apreensão de tendências, o que diminui o peso dessa imprecisão. Em primeiro lugar, é possível acompanhar como se deu esse movimento em dólares correntes no Gráfico 2:

Gráfico 2: Formação bruta de capital fixo 1960-2016 (em bilhões de dólares correntes)

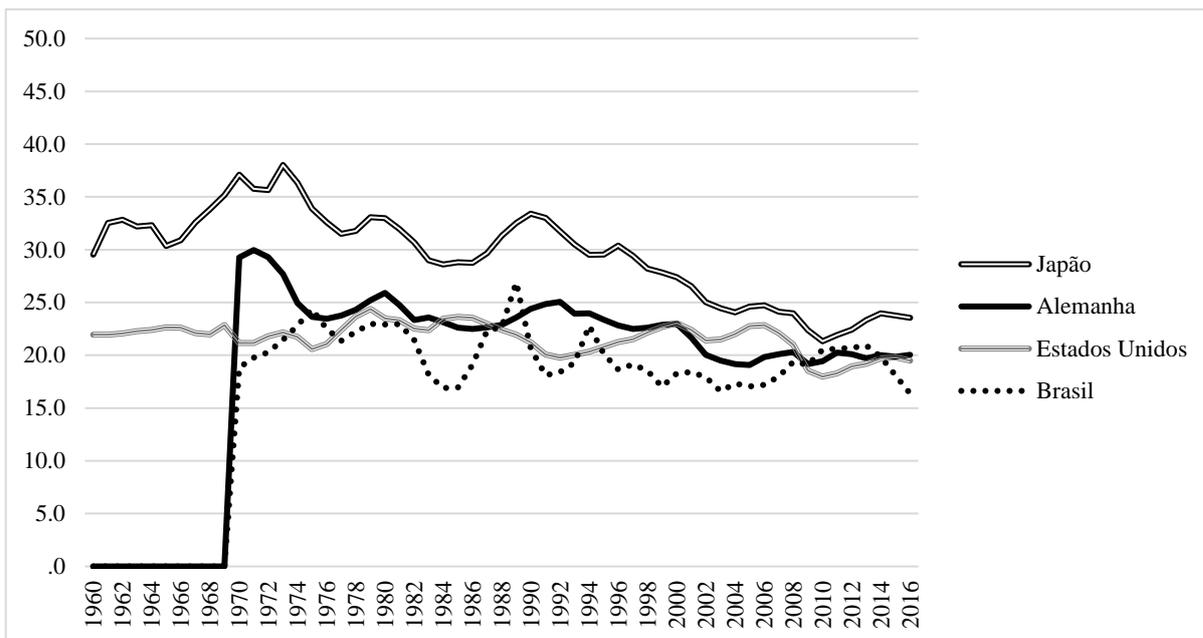


Adaptado de World Bank (2018a)<sup>1</sup>

As informações contidas no Gráfico 2 são de grande valia. Embora mostrem um padrão de evolução diverso entre as potências, é possível ver que os períodos de queda não são muito longos, ou melhor, não ameaçam a queda de patamar atingido nos períodos de franco crescimento. Em verdade, ou há uma rápida recuperação ou há a manutenção do equilíbrio. O Brasil, por sua vez, não chegou a atingir um alto patamar e ainda assim, manifesta movimentos erráticos durante grande parte do período. De modo que o exemplo mais recente, de 2014 em diante, mostra uma queda mais saliente, que pode ser atestada pela recessão industrial, alta no câmbio e outras medidas macroeconômicas de restrição. Esses dados mais absolutos adquirem caráter mais preciso quando sopesados pela participação da formação de capital fixo no PIB, conforme Gráfico 3:

Gráfico 3: Formação bruta de capital fixo 1960-2016 (em % do PIB)

<sup>1</sup> Os dados de Alemanha e Brasil começaram a ser reunidos a partir de 1970.



Adaptado de World Bank (2018b)<sup>2</sup>

Aqui, existe uma aproximação um pouco maior do Brasil com os países desenvolvidos, mas, ainda assim, o país se mantém como uma economia muito inconsistente. Não há a condição de manutenção de crescimento, que se dá em períodos episódicos e são sucedidos por quedas abruptas e mais duradouras que os períodos de alta, mesmo tendo experimentado período de alta crescimento econômico nos primeiros anos da década de 2000. Embora o Japão tenha descendido regularmente nos últimos trinta anos, mantém-se com altos níveis de investimentos, ao mesmo tempo em que Estados Unidos e Alemanha descrevem um movimento de leve queda, muito embora o primeiro seja mais robusto em termos de volume.

Esta diferença de patamares entre o Brasil e as potências pode ser decantada com ainda mais acuidade se adicionamos à análise outros dados relevantes como a taxa de utilização de capacidade. Após 2008, por exemplo, o Japão manteve-se sempre acima dos 90%, a Alemanha também manteve-se regularmente acima dos 80%, os Estados Unidos vinham em baixa, mas conseguem se recuperar, e o Brasil, por sua vez, segue oscilante, mas em queda desde 2010 com uma taxa entre 70 e 75%, parecida com a dos Estados Unidos (TRADING ECONOMICS, 2018a; 2018b; 2018c; 2018d). O Brasil não possui um nível de atividade que exija maior atenção para a expansão da capacidade produtiva. Este padrão histórico já fora analisado por autores como Albuquerque (1990) quando este afirmou, analisando a década de 1980, que a baixa consistência dos investimentos influenciava na queda da taxa de utilização e isto também ocasionava o envelhecimento do maquinário.

Não obstante, os dados têm mostrado que aqueles sintomas persistem de forma aguda, o que inviabiliza um crescimento substancial e sólido e distancia o país das potências desenvolvidas na medida em que se estabelece, quanto à formação de capital fixo padrões diametralmente opostos.

Por fim, viu-se que nem mesmo as taxas de lucro mais altas puderam ser fortes o suficiente para impulsionar os investimentos. Uma das explicações possíveis é que parte considerável desses lucros não são reinvestidos produtivamente, mas seguem o fluxo para os grandes centros dado que a economia é dominada por multinacionais (DURAND; GUEUDER, 2016). Confirmando a tese de Marquetti et al. (2010), o Brasil não atinge um dinamismo tal nas atividades produtivas para que elas assimilem implicações da taxa de lucratividade. Nos países

<sup>2</sup> Os dados de Alemanha e Brasil começaram a ser reunidos a partir de 1970.

desenvolvidos, por outro lado, o patamar de acumulação de capital fixo faz com que a queda dos lucros não ameace seu porte produtivo, além de receberem influxos dos capitais exportados.

### 3.3. Padrão do financiamento

Compreende-se aqui o desenvolvimento concreto da análise exposta preliminarmente que dá conta das alternativas explicativas do padrão de financiamento do investimento e suas relações com a taxa de lucratividade e com a acumulação de capital. Trata-se de compreender se as alternativas possíveis que explicam a formação de tal padrão ainda se confirmam no contemporâneo. Viu-se que as análises mais profundas nesse aspecto se atêm a dados que não ultrapassam a década de 1970, período que constituiria a terceira grande fase, nos termos de Mandel. É, assim, fundamental extrapolar esse período para se chegar a aproximações razoáveis do padrão nos países desenvolvidos e no Brasil, na tentativa de reconhecer as relações mais fortes que conduzem a tendência histórica para confirmação de uma terceira fase no padrão de financiamento, isto é, o grau de retração do autofinanciamento. Ao mesmo tempo estaremos tocando nas teses contemporâneas mais importantes que se debruçam sobre o problema da financeirização, por exemplo, como tendência ressonante nos últimos trinta anos. Veremos, assim, o movimento ocorrido nos países em análise neste trabalho.

#### *Alemanha*

Vê-se que há, na Alemanha, uma progressiva tendência em direção ao autofinanciamento, que contrasta com uma errante e cada vez menor participação dos empréstimos bancários e de outras fontes externas (Tabela 1).

Tabela 1: Composição do financiamento do investimento na Alemanha (1970-2010)<sup>3</sup>

|                                 | 1970/<br>1974 | 1975/<br>1979 | 1980/<br>1984 | 1985/<br>1989 | 1990/<br>1994 |                                  | 1996/<br>2000 | 2001/<br>2005 | 2006/<br>2010 |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Autofinanciamento</i>        | 68,6          | 82,8          | 79,7          | 89,3          | 71,8          |                                  | 76            | 98            | 105           |
| <i>Financiamento bancário</i>   | 15,7          | 8,4           | 11,2          | 7,9           | 16,9          | <i>Ações</i>                     | -8            | -15           | -17           |
| <i>Títulos</i>                  | 1,9           | 2,8           | 2,1           | 0,6           | 2,8           |                                  | -4            | 18            | 2             |
| <i>Emissão de ações</i>         | 0,7           | 0,5           | 0,5           | 2,3           | 3,1           | <i>Financiamento bancário</i>    | 24            | -17           | -7            |
| <i>Crédito comercial</i>        | 1,4           | 1,5           | 2,8           | 2,1           | 2,1           | <i>Outras ações</i>              | 6             | 16            | -8            |
| <i>Transferência de capital</i> | 6,3           | 9,5           | 9,7           | 8,2           | 9,6           | <i>Outros</i>                    | -5            | -18           | 16            |
| <i>Outro</i>                    | 8,4           | 3,2           | 4,8           | 6,3           | 0,9           | <i>Transferências de riqueza</i> | 5             | 7             | 5             |

Fonte: De 1970 a 1994, Corbett e Jenkinson (1997). De 1996 a 2010, Detzer et al (2017)

Entre os anos 1980 e 1990, houve um relativo aumento dos empréstimos, mas isso não perdurou. Recorrer a empréstimos para o financiamento produtivo não parece ter sido, portanto, uma medida tomada sistematicamente pelas empresas no país. De modo ainda mais amplo, todas as outras alternativas possíveis de financiamento por capital de terceiros, ou fontes externas, no país tem apresentado um movimento nada consistente, intercalando momentos de avanço e queda, sempre em níveis baixos (CORBETT; JENKINSON, 1997). O autofinanciamento, por sua vez, tem aumentado consistentemente e financiado de fato os

<sup>3</sup> Os dados de 1996 em diante estão estimados a partir de gráficos presentes em Detzer et al (2017).

investimentos em capital fixo na Alemanha, mesmo em cenário de queda na lucratividade e num movimento de queda na acumulação.

### *Japão*

No Japão, há um cenário que descreve um desenho semelhante ao da Alemanha: há a predominância do autofinanciamento, uma participação cada vez menor dos empréstimos bancários e pouca regularidade nas outras formas de financiamento. No Japão, contudo, os valores de financiamento interno são distintos e não mantêm um crescimento regular: há certa oscilação, que teve um pico na década de 1990 antes que ocorresse certa retração (Tabela 2).

Tabela 2: Composição do financiamento do investimento no Japão (1970-2012)

|                                 | 1970/<br>1974 | 1975/<br>1979 | 1980/<br>1984 | 1985/<br>1989 | 1990/<br>1994 | 1994/<br>1997 | 1998/<br>2001 | 2002/<br>2005 | 2006/<br>2009 | 2010/<br>2012 |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Autofinanciamento</i>        | 59,1          | 70,78         | 74,6          | 70,5          | 71,2          | 105,2         | 106,1         | 87-8          | 94            | 77,2          |
| <i>Financiamento bancário</i>   | 42,7          | 33,9          | 31,7          | 23            | 19,5          | -12,5         | -17,3         | -14,2         | 4,4           | -0,3          |
| <i>Títulos</i>                  | 2,7           | 2,5           | 0,6           | 9,1           | 2,1           | -0,5          | -2,5          | -1,5          | 1,4           | -0,5          |
| <i>Emissão de ações</i>         | 2,5           | 3,3           | 3,6           | 4,4           | 3,1           | 5             | 6,8           | 6,1           | 2,8           | -1,5          |
| <i>Crédito comercial</i>        | 9,9           | 12,2          | 8,4           | 5,7           | 0,9           | 2,3           | -10,5         | 0             | -8,9          | 2,6           |
| <i>Transferência de capital</i> |               |               |               |               |               | 9             | 15,4          | 3,8           | 3,1           | 4,5           |
| <i>Outro</i>                    | 2,9           | 1,7           | 2,1           | 1,3           | 3,3           | -7,4          | -5,4          | -3,1          | 0,5           | 1             |

Fonte: De 1970 a 1994, Corbett e Jenkinson (1997). De 1994 a 2012, Shabani e Toporowski (2015)

O financiamento bancário tem reduzido sua participação exponencialmente, muito embora tenham sido muito importantes até 1994 (CORBETT; JENKINSON, 1997) e as outras formas de financiamento externo também não são muito importantes. De modo mais exacerbado que a Alemanha, o Japão tem uma queda flagrante na acumulação de capital fixo e na taxa de lucratividade, o que também não impede a continuidade expressiva do autofinanciamento.

### *Estados Unidos*

Os Estados Unidos também mantêm um padrão geral de autofinanciamento superior, mas com valores ainda maiores que as outras grandes economias como já sublinharam Corbett e Jenkinson (1997). Ao mesmo tempo, o financiamento bancário no país também apresenta tendência de queda (assim como as outras formas de financiamento externo) (Tabela 3). Contudo, diferentemente das outras potências, eles não chegam a apresentar valores negativos. Ações e títulos também têm participação mais importantes que nos outros países analisados. No geral, os Estados Unidos possuem um padrão mais dinâmico de fontes de financiamento. É de se notar que o comportamento histórico das taxas de lucro não difere muito do da Alemanha (MAITO, 2014a). Eles possuem um padrão semelhante, à exceção desse maior dinamismo e do maior volume de capital fixo acumulado.

Tabela 3: Composição do financiamento do investimento nos Estados Unidos (1970-2012)

|                               | 1970/<br>1974 | 1975/<br>1979 | 1980/<br>1984 | 1985/<br>1989 | 1990/<br>1994 |                                     | 1990/<br>2000 | 2000/<br>2007 | 2007/<br>2012 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Autofinanciamento</i>      | 74,5          | 91,5          | 89,6          | 103,7         | 109,8         |                                     | 101,5         | 107,5         | 128,2         |
| <i>Financiamento bancário</i> | 26,6          | 14,1          | 12,9          | 15            | 4,5           |                                     | 66            | 56            | 39,2          |
| <i>Títulos</i>                | 15,7          | 14,9          | 10,9          | 24,8          | 10,4          | <i>Compra de ativos financeiros</i> | 68,1          | 58,3          | 44,1          |
| <i>Emissão de ações</i>       | 7,3           | 0,7           | 4,8           | 29,6          | 4,2           |                                     |               |               |               |
| <i>Crédito comercial</i>      | 2,8           | 5,4           | 1,7           | 4,7           | 1,4           |                                     |               |               |               |
| <i>Outro</i>                  | 10,8          | 8,7           | 0,6           | 1,8           | 6,1           |                                     |               |               |               |

Fonte: De 1970 a 1994, Corbett e Jenkinson (1997). De 1990 a 2012, Pollin e Heintz (2013)

Em geral, os números apresentados mostram que, ao mesmo tempo em que existem tendências bastante semelhantes entre os países, há também particularidades consoantes à própria natureza de evolução econômica de cada um. É certo que o autofinanciamento predomina entre as fontes de investimento e que o financiamento bancário não tem tido o mesmo fôlego, como outras fontes externas.

Para o conjunto dos países centrais aqui considerados, não é possível seguir nessa análise sem levar em conta o problema da assim chamada “financeirização”, sobretudo porque os dados aqui encontrados mostram uma tendência que levanta questões sobre este processo na medida em que a participação do capital financeiro externo não apresenta tanta importância para os países centrais no que tange aos investimentos produtivos. Apesar desses fatos, entretanto, autores que também se debruçaram sobre o processo de financeirização oferecem informações adicionais para mostrar que tal processo possui alguma lógica na realidade dos fatos se descartado algum exagero ou mesmo o alvo principal. A ressalva é para os casos em que as análises pagam um pesado tributo à ideia de que a dinâmica capitalista é essencialmente uma dinâmica financeira (cf. de VEBLEN, 1966:15-18; 48-89 a DUMÉNIL; LÉVY, 2014:89-91). Não obstante, para o movimento estadunidense, podemos acompanhar, especialmente da década de 1990 em diante, que

Apesar do fato de que, no agregado, os negócios corporativos são geralmente capazes de financiar seus investimentos fixos com seus fundos internos, eles também tomam empréstimo em larga escala além do que é necessário para financiar os investimentos fixos. No agregado, esse nível de empréstimos é usado pelas corporações para compra de ativos financeiros. Tais compras de ativos incluem várias formas de depósitos, incluindo, com tendência de aumento no tempo, a participação em fundos de mercado monetário. Eles também usam os fundos de empréstimos para financiar investimentos estrangeiros (POLLIN; HEITZ, 2013, p. 137).

Trata-se de uma linha argumentativa parecida com a de Duménil e Lévy (2014) antes sugerida, e algumas pesquisas adicionam o mesmo tipo de orientação para as economias alemã (DETZER et al., 2017:171), brasileira (SOARES, 2017:185) e japonesa (SHABANI; TOPOROWSKI, 2015:28). Como se viu nos dados da Tabela 3, é certo que a utilização de capital próprio para o investimento tem sido sempre dominante e crescente como tendência geral, sobretudo para as economias centrais, de tal forma que não se justificaria um aumento nas proporções de empréstimos identificadas antes, uma vez que esses empréstimos não teriam função no financiamento dos investimentos. Assim, mostram os autores supracitados em seu conjunto como esses empréstimos também poderiam estar sendo destinados à compra de ativos

financeiros por parte das corporações não financeiras. Evidentemente essa adição abre uma discussão acerca do investimento em ativos financeiros que não é o foco do presente trabalho e não será detidamente tratado, mas é um fato importante, pois pode ser inclusive explicada pela tendência de baixa das taxas médias de lucro, levando gestores do capital e suas articulações de posições estratégicas a assumirem disposição de investimento em mercados de capitais visando resultados de curto prazo (cf. BRENNER, 2003; 2006). Contrariamente à tendência principal entre os autores da assim chamada “financeirização”, a ampliação do patrimônio financeiro não é causa da redução dos investimentos produtivos, mas efeito do rebaixamento das taxas médias de lucro que animam os investimentos.

Não há, entretanto, um padrão comum definido entre as grandes potências no que se refere à composição dos investimentos. O que prevalece é a tendência convergente no caso da dominância do autofinanciamento com alguma tendência geral de aumento nas últimas décadas, contrariando relativamente às expectativas de Mandel e mesmo contradizendo também relativamente o declínio da taxa média de lucro. Voltaremos a este problema adiante. Antes, porém, é importante se debruçar agora sobre a realidade brasileira, que possui uma condição de acumulação bastante distinta.

### *Brasil*

Os dados para o Brasil antes dos anos de 1980 são notoriamente escassos. Não obstante, é possível sugerir algum comportamento dos empréstimos bancários. Uma análise dos percentuais de empréstimos ao setor privado industrial no Brasil entre 1963 e 1973, realizados por bancos comerciais, mostra um comportamento relativamente estável com leve tendência de baixa, variando entre 42.3 no primeiro ano do intervalo e 36.5 no último ano. A variação mais significativa ocorre entre 1972, com 38.4, e 1980, com 50.5, mas com tendência de alta (MINELLA, 1988:160). Trata-se de uma ampliação expressiva, curiosamente no ano a partir do qual a formação de capital fixo tem uma queda acentuada em termos percentuais do PIB (Gráfico 3) e no qual a taxa média de lucro está próxima do ponto mais baixo (Gráfico 1).

Tabela 4: Composição do financiamento do investimento no Brasil (1987-2017)<sup>4</sup>

|  | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <i>Autofinanciamento</i>               | 60   | 78   | 50   | 80   | 58   | 60   | 70   | 72   | 62   | 60   | 49.1 | 52.4 | 58.9 | 66.5 |
| <i>Ações</i>                           | 4    | 8    | 10   | 8    | 8    | 4    | 7    | 6    | 8    | 2    |      |      |      |      |
| <i>Endividamento</i>                   | 36   | 14   | 40   | 12   | 34   | 36   | 23   | 22   | 30   | 38   |      |      |      |      |
| <i>Investimento estrangeiro direto</i> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 34.1 | 27   | 22.4 | 13.2 |
| <i>Fontes no mercado internacional</i> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 1.9  | 3.8  | 2    | 9    |
| <i>Mercado de capitais</i>             |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 5.2  | 7.6  | 5    | 2.4  |
| <i>Habitacional</i>                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 1.1  | 0.4  | 1    | 1    |
| <i>BNDES</i>                           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 8.7  | 8.5  | 10.8 | 7.9  |
|  | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| <i>Autofinanciamento</i>               | 64,9 | 69,2 | 60,1 | 51,6 | 57,1 | 52,6 | 39,5 | 42,3 | 41,9 | 48,4 | 37,3 | 42,9 | 40,6 | 46,1 |
| <i>Ações</i>                           | 1.1  | 1.3  | 4.1  | 7.6  | 6.2  | 2.9  | 2.4  | 1.8  | 0.8  | 0.6  | 1.5  | 2    | 1    |      |
| <i>Investimento estrangeiro direto</i> | 17,4 | 11,5 | 11,6 | 20,4 | 18,2 | 11,3 | 22,9 | 21,6 | 19,5 | 15,4 | 23,4 | 27,4 | 30,5 | 24,3 |
| <i>Fontes no mercado internacional</i> | 3.3  | 3.4  | 6.6  | 3    | 0.8  | 5.6  | 5.3  | 5    | 6.4  | 5    | 7.1  | 2.2  | 6.7  |      |
| <i>Mercado de capitais</i>             | 3.3  | 4,5  | 6,9  | 3,9  | 2,6  | 5,6  | 9    | 8,2  | 11,4 | 8,6  | 8,7  | 7,4  | 8,4  | 10,5 |
| <i>BNDES</i>                           | 8    | 8,1  | 8,1  | 10,8 | 11,4 | 18   | 14,5 | 13,3 | 13,2 | 15,1 | 15,2 | 11   | 6    | 5,3  |

Fonte: De 1987 até 1996, Rodrigues Júnior; Melo (1999). De 2000 até 2017 CEMEC (2011; 2017)<sup>5</sup>

Percebe-se que no país em questão o autofinanciamento predomina historicamente entre as fontes de investimento conforme nos demais países considerados, ainda que nos últimos anos esse percentual tenha diminuído tendencialmente. Ou seja, no Brasil há uma tendência de queda nesse aspecto resultando inclusive em números menores que os países desenvolvidos que, contrariamente, tendem ao aumento, embora isso não seja suficiente para mudar o padrão de financiamento no país sul-americano. As outras formas de financiamento se apresentam bem erráticas, embora seja claro que o investimento estrangeiro apresente uma importância bastante destacável, um dado que não foi possível verificar nos outros países, ao menos não proporcionalmente. Os investimentos públicos materializados pelos aportes do BNDES não são uma força realmente notória, tampouco sólida. Não há muitas informações acerca da participação dos empréstimos de bancos privados, muito embora se saiba que até a década de 1980 eles foram fundamentais, com participação maior que os bancos públicos para o financiamento das indústrias conforme sugerido antes pelos percentuais de empréstimos à indústria (MINELLA, 1988).

Não se pode deixar de lado também o movimento de investimento de empresas não financeiras em ativos financeiros, conforme considerado para as economias centrais. Nessa direção, aparecem considerações para o caso das compras de ativos financeiros por parte das corporações. Analisando as receitas financeiras proporcionalmente no lucro total, constatou-se que “essa proporção se encontrou em patamares superiores a 30% dos lucros totais” entre 1996 e 2005. Isto significa que “mais de 30% dos lucros das empresas listadas na BM&F Bovespa vieram da esfera da circulação, e não da produção. Após oscilar entre 30 e 40% durante quase

<sup>4</sup> Os dados de 1987 até 1996 estão estimados a partir de gráficos, não sendo de exata precisão

<sup>5</sup> Os valores para 2017 são referentes ao primeiro trimestre.

toda a primeira década do século XXI, o total de rendimentos advindos da posse de ativos financeiros sobre o total de lucros apresentou uma tendência de alta até o ano de 2014” (SOARES, 2017:185).

De modo geral, há uma tendência comum entre o Brasil e os países desenvolvidos que se concretiza na predominância dos recursos internos para o financiamento. Contudo, algumas características se apresentam mais fortemente no país de economia subordinada do que nos países desenvolvidos, como o destaque para o aporte de capital estrangeiro nas empresas nacionais, reforçando a condição de país dependente. É possível compreender que as particularidades nacionais se sobrepõem à configuração de um padrão geral de financiamento. A predominância do autofinanciamento não elimina a importância que outras fontes externas podem ter em alguns países, como Estados Unidos e Brasil. Mas é também importante chamar a atenção para o fato de que a tendência do autofinanciamento é comum para países com patamares econômicos tão distantes.

### **Considerações finais**

O presente artigo objetivou esclarecer o comportamento das modalidades de financiamento, sobretudo do capital fixo, entre 1970 e 2012, aproximadamente, para as economias alemã, estadunidense e japonesa, tendo em vista uma comparação com a economia brasileira.

O primeiro aspecto a ser indicado nesse sentido é que o autofinanciamento permanece predominante para todas economias analisadas e com tendência geral de crescimento nas últimas décadas para as economias centrais e tendência de queda para a economia brasileira que persiste, no quadro geral, subordinada. Um segundo aspecto importante é que não existe um padrão único, de maneira que o autofinanciamento varia conforme as características da economia em tela ainda que permaneça predominante em todas as economias consideradas para o período após 1970.

O terceiro aspecto, aparentemente paradoxal, é que há uma tendência geral de aumento do autofinanciamento nas economias centrais em condições de queda da taxa média de lucro. Por um lado, é preciso ter em mente que o autofinanciamento possui limites cíclicos e que o atual estágio, com tendência de alta, denota uma fase que não é caracterizada pela predominância financeira sobre os investimentos produtivos, como na primeira fase do capitalismo monopolista, nem pelos altos patamares de autofinanciamento da segunda fase. Por outro lado, as taxas de lucros em queda são compensadas pelos lucros financeiros a ponto de não derrubar drasticamente os investimentos internos ainda que os investimentos totais estejam com tendência de queda.

Dessa maneira a imbricação entre capital produtivo e financeiro ganha de fato uma especificidade histórica a despeito de não alcançar o grau de domínio financeiro da primeira fase. A afirmação de uma predominância financeira não é senão um exagero e, por isso, não condiciona um baixo investimento produtivo, pois é o aumento do patrimônio financeiro que se configura como uma resposta à baixa da queda das taxas de lucro do setor corporativo não financeiro. E isto pode ser reforçado por pesquisa que coloca em dúvida, com respeito às economias centrais, os argumentos mais heterodoxos de uma compressão da retração dos fundos para investimento produtivo em razão do aumento dos pagamentos financeiros ou de taxas financeiras de retorno que favorecem os investimentos especulativos em detrimento dos investimentos domésticos. Durand e Gueuder (2016) sugerem, ao contrário, que a “lucratividade doméstica das corporações não financeiras é alimentada pelas operações estrangeiras e, assim, elas são induzidas mais a capturar ganhos da acumulação externa do que investir domesticamente” (2016:23). Em outros termos, as “corporações não financeiras das economias ricas foram capazes de capturar ganhos do dinamismo das economias em

desenvolvimento, ao mesmo tempo em que as oportunidades de investimento no mundo em desenvolvimento desencorajaram o investimento doméstico” (2016:24).

Por fim, é preciso acrescentar que a limitação das fontes dos dados e de seu tratamento para a presente oportunidade permitem que sejam meramente indicadas as grandes tendências, isto é, pode ou não haver uma relação mais forte entre a taxa de lucratividade e o autofinanciamento, requerendo pesquisa futura. Ainda assim, tudo indica que a queda na taxa de lucro observada ao longo das últimas décadas não implicou aumento do financiamento externo do capital fixo, prevalecendo o autofinanciamento a despeito das condições econômicas pioradas para os setores produtivos.

### Referências

ALBUQUERQUE, Eduardo Motta. **A foice e o robô**: as inovações tecnológicas e a luta operária. São Paulo: Página 7 Artes Gráficas Ltda, 1990.

BECK, T; DEMIRGÜÇ-JUNT, A; MAKSIMOVIC, V. Financing patterns around the world: the role of institutions. **The World Bank Policy Research Working Paper 2905**. October, 2002. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=636268](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636268)>. Acesso em 18 de mar. de 2018.

BRENNER, R. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. São Paulo: Record, 2003.

BRENNER, Robert. **The economics of global turbulence**: the advanced capitalist economies from long boom to long downturn, 1945-2005. Verso, 2006.

CARVALHO, Fernando J. C. de. Financial Innovation and the Post Keynesian Approach to the “Process of Capital Formation”. **Journal of Post Keynesian Economics**, 19:3, 1997, 461-487, DOI: 10.1080/01603477.1997.11490122

CEMEC. Financiamentos dos investimentos no Brasil - Análise preliminar para relatório trimestral. Trabalho de Discussão Interna - TDI CEMEC 08. IBMEC, set., 2011. Disponível em: <<https://drive.google.com/open?id=1A7F6pTfdPELs3QQZT3cAQMAgS8Dd5dAG>>. Acesso em 18 de mar. de 2018.

CEMEC. Relatório trimestral de financiamento dos investimentos no Brasil. IBMEC. 2017. Nota CEMEC no. 5. IBMED, jun., 2017. Disponível em: <http://ibmec.org.br/instituto/wp-content/uploads/2014/10/NOTA-CEMEC-05-2017-PADRAO-DE-FINANCIAMENTO-DOS-INVESTIMENTOS.pdf>. Acesso em 20 de abr. de 2018.

CHESNAIS, François. **Finance capital today**: corporations and banks in the lasting global slump. Brill, 2016.

CORBETT, J; JENKINSON, T. **How is Investment Financed?** A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and The United States. Manchester: The Manchester School Supplement 0025/2034. 1997. P. 69-93

DETZER, Daniel; DODIG, Nina; EVANS, TREVOR; HEIN, M Eckhard; HERR, Hansjörg; PRANTE, Franz J. **The German financial system and the financial and economic crisis**. Financial and Monetary Policy Studies, Vol. 45. Switzerland: Springer, 2017.

- DUMÉNIL, G; LÉVY, D. **A crise do neoliberalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.
- DURAND, Cédric; GUEUDER, Maxime. The investment-profit nexus in an era of financialisation and globalisation. a profit-centred perspective. **Post Keynesian Economics Study Group**. Working Paper 1614, jul., 2016. Disponível em <<http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP1614.pdf>>. Acesso em 15 de mar. de 2018.
- FRANK, André G. *Dependent accumulation and underdevelopment*. London: MacMillan Press, 1978.
- FREEMAN, A. What Makes US Profit Rate Fall?. **MPRA Paper No. 14147**, Munich, 2009. Disponível em: <<https://mpra.ub.uni-muenchen.de/14147/>>. Acesso em 15 de mar. de 2018.
- HILFERDING, R. **O capital financeiro**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.
- KEYNES, J. M. The process of capital formation. In: **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Vol. XIV, The General Theory and After, Part II Defence and Development, 1973.
- KLIMAN, Andrew. **The Failure of Capitalist Production**: underlying causes of the great recession. Pluto Press, 2011.
- LENIN, V.I. **Imperialismo**: estágio superior do capitalismo. São Paulo: Expressão Popular, 2012.
- MAITO, E. The Historical Transience of Capital: the downward trend in the rate of profit since XIX Century. **MPRA Paper No. 55894**, Munich, 2014a. Disponível em <<https://mpra.ub.uni-muenchen.de/55894/>>. Acesso em 15 de mar. de 2018.
- MAITO, E. Rise and Standstill of Japan (1955-2008): a Marxist explanation. **MPRA Paper No. 53102**, Munich, 2014b. Disponível em <<https://mpra.ub.uni-muenchen.de/53102/>>. Acesso 15 de mar. de 2018.
- MANDEL, E. **Capitalismo tardio**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.
- MANDEL, E. **Marxist economic theory**. v. 2. New York: Monthly Review Press, 1968.
- MARQUETTI, Adalmir; MALDONADO FILHO, E.; LAUERT, V. The Profit Rate in Brazil, 1953-2003. **The Review of Radical Political Economics**, v. 42, p. 485-504, 2010.
- MAZZUCATO, M. **The entrepreneurial state**: debunking public vs. private sector myths. New York: Anthem Press, 2015.
- MINELLA, Ary C. **Banqueiros**: organização e poder no Brasil. Rio de Janeiro: Espaço e Tempo/Anpocs, 1988.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New York: McGraw Hill, 2008.

ORHANGAZI, O. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. **Cambridge Journal of Economics**, n. 32, 2008, p. 863–886.

PEREZ, C. Finance and technical change: a long-term view. **African Journal of Science, Technology, Innovation and Development**. v. 3, n. 1, 2011, p. 10-35.

POLLIN, Robert; HEINTZ, James. Study of US financial system. **Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project**, 2013. Disponível em: <<http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/USA-Financial-Systems-Studies10.pdf>>. Acesso em 15 de mar. de 2018.

ROBERTS, Michael. **The long depression**. Chicago: Haymarket Books, 2016.

ROBINSON, J. **The accumulation of capital**. 3ª ed. London: Macmillan, 1969.

RODRIGUES JUNIOR, W; MELO, G. M. Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil. Rio de Janeiro: IPEA Documento de Trabalho 653, 1999. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td\\_0653.pdf](http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_0653.pdf)>. Acesso em 18 de mar. de 2018.

SANTOS, Theotonio dos. **Revolução científico-técnica e acumulação de capital**. Petrópolis: Vozes, 1987.

SANTOS, Theotonio dos. **Revolução científico-técnica e capitalismo contemporâneo**. Petrópolis: Vozes, 1983.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SHABANI, Mimoza; TOPOROWSKI, Jan. Financialisation and the financial and economic crises: the case of Japan. Studies in Financial Systems No. 28. **Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project**, 2015.

SOARES, F. P. Os debates sobre a Educação Financeira em um contexto de financeirização da vida doméstica, desigualdade e exclusão financeira. (**Tese de doutorado**). PUC-Rio, 2017.

TRADING ECONOMICS. **United States Capacity Utilization**. 2018a Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/united-states/capacity-utilization>>. Acesso em: 27 abr. 2018

TRADING ECONOMICS. **Japan Capacity Utilization**. 2018b. Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/japan/capacity-utilization>>. Acesso em: 27 abr. 2018

TRADING ECONOMICS. **Germany Capacity Utilization**. 2018c. Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/germany/capacity-utilization>>. Acesso em: 27 abr. 2018

TRADING ECONOMICS. **Brazil Capacity Utilization**. 2018d. Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/brazil/capacity-utilization>>. Acesso em: 27 abr. 2018

VEBLEN, T. **Teoria da empresa industrial**. Porto Alegre: Globo, 1966.

WORLD BANK. **Gross fixed capital formation (current US\$)**. 2018a. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NE.GDI.FTOT.CD&country=>>. Acesso em 20 abr. de 2018

WORLD BANK. **Gross fixed capital formation, private sector (% of GDP)**. 2018b. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NE.GDI.FPRV.ZS&country=>>. Acesso em 20 abr. 2018.