

# O FINANCIAMENTO ESPECULATIVO DOS GRANDES GRUPOS ECONÔMICOS NA ORIGEM DA CRISE DO REGIME DE ACUMULAÇÃO DE DOMINÂNCIA FINANCEIRA

*Carlos Américo Leite Moreira*<sup>1</sup>

## RESUMO

Esse artigo procura mostrar que o financiamento especulativo dos grandes grupos econômicos origina-se da crise do regime de acumulação de dominância financeira. Uma premissa básica de análise apresentada é a de que os grandes grupos econômicos buscam, de todas as formas, oferecer rendimentos expressivos aos acionistas em troca de recursos obtidos a partir dos investimentos dos agentes nas bolsas de valores. Para defender o nível das ações, dirigentes foram estimulados a utilizar vários mecanismos, desde a recompra destas até a implementação de operações fraudulentas. Dessa forma, procuravam defender o valor de suas empresas, condição para continuar a obter novos financiamentos. Verifica-se essa mesma lógica nos países periféricos que buscam, através de suas políticas de estabilização, aparecer como circuitos de valorização patrimonial e financeiro, notadamente através dos mecanismos de fusão aquisição e das taxas de juros elevadas.

Palavras-Chave: Regime de Acumulação. Grupos Econômicos. Fusão! Aquisição. Políticas de Estabilização.

## 1 INTRODUÇÃO

A lógica do regime de acumulação de dominância financeira<sup>2</sup>, na condição de nova configuração da globalização, impõe-se progressivamente a partir do início dos anos oitenta e afirma-se definitivamente em meados dos anos noventa. Este novo regime é notadamente caracterizado por transformações no regime concorrencial, com a passagem para um modo de concorrência oligopolista mundial, pela afirmação da esfera financeira como *locus* privilegiado de valorização do capital e por mudanças na repartição e na relação salarial. Estes três fatores se articulam para engendrar transformações importantes nas modalidades de implantação e nas estratégias de produção dos grandes grupos industriais. Estas estão atualmente submetidas a critérios impostos pelos mercados financeiros e agravados pela entrada de investidores institucionais como acionistas dessas empresas.

Esse regime foi refoiçado com a implementação de planos de estabilização em alguns países periféricos, como os novos mercados emergentes da América latina. Esses planos

---

<sup>1</sup> Professor Adjunto do Departamento de Teoria Econômica da Universidade Federal do Ceará. Doutor em Economia pela Universidade de Paris XIII.

<sup>2</sup> Sobre a noção de regime de acumulação, Chesnais (1996, 1997k).

puseram completamente em cheque a lógica industrializante baseada no modelo de substituição de importações. O abandono das políticas de industrialização é a expressão mais evidente da mudança de status desses países. Estes se tornaram, para os investidores institucionais e empresas estrangeiras, meros mercados emergentes que garantem, em determinados contextos, rentabilidades expressivas para seus investimentos.

Esse artigo visa primeiramente analisar as características do regime de acumulação de dominância financeira, marcado essencialmente pela predominância da lógica financeira sobre a estratégia e a organização dos grandes grupos industriais. Estas são redefinidas com o objetivo de atender as restrições impostas pelo mercado financeiro. Assisti-se a uma submissão da produção aos princípios da liquidez financeira. As empresas são submetidas a critérios de rentabilidade que ultrapassam suas possibilidades de lucro, obrigando-as a desenvolver determinados mecanismos de engenharia financeira, assim como fraudes contábeis visando melhorar o benefício por ação. Esse processo acaba sendo o grande responsável pela crise atual do regime de acumulação.

Posteriormente, analisaremos as características comuns do regime de acumulação de dominância financeira nos mercados emergentes<sup>3</sup> da América Latina para, finalmente, fazer uma breve comparação das trajetórias do Brasil e da Argentina no contexto da crise atual desse regime. Observamos que a dependência excessiva do financiamento externo obriga também esses países a buscar, de todas as formas, valorizar seus ativos (câmbio, taxa de juros) como forma de atrair capitais externos.

## **2 O REGIME DE ACUMULAÇÃO FORDISTA NOS PAÍSES CAPITALISTAS CENTRAIS**

O crescimento rápido dos países desenvolvidos, durante os trinta gloriosos, foi resultado da implementação de um regime de acumulação que repousava sobre três características principais (BOYER, 1985, 1995):

---

<sup>3</sup> Durante a década de oitenta, apareceu uma nova expressão designando os mais inseridos países periféricos, aquela de “mercado emergente”. Como afirma François Dufour 1999i, a noção de mercado emergente visou suplantando outra, associada a ideia de terceiro mundo, de país em desenvolvimento (ou novos países industrializados). O glissamento semântico de uma noção à outra é explícito e pouco sutil. O conceito de “país” substituído por outro de “mercado”, a noção de “desenvolvimento” é substituída por outra, puramente econômica do “emergente” (DUFOR, 1999). Essa ideia, na medida que exprime o grau de integração dessas economias a dinâmica global, é inseparável das noções de liberalização” e “globalização”. Na verdade, as duas dimensões somente podem ser compreendidas como uma adaptação do regime de acumulação dos países periféricos as exigências particulares do regime de acumulação de dominância financeira. O investimento em “mercados emergentes” revelou-se bem mais atraente aos grandes investidores internacionais do que um investimento em um “País em desenvolvimento”, até mesmo porque nessa noção estão excluídas veleidades exteriores ao que interessa realmente ao grande investidor internacional, que são o potencial e a segurança do ganho financeiro. (MOREIRA, C., & Sherer, A. L. F., 2002).

1) Inicialmente uma organização científica do trabalho que, partindo do taylorismo, intensifica o processo de divisão do trabalho, a mecanização do processo de produção e a separação completa entre concepção e execução. Buscava-se desta forma a obtenção de ganhos de produtividade.

2) Uma relação salarial fordista, vinculando a evolução dos salários aos ganhos de produtividade provenientes da organização científica do trabalho. Esta vinculação evitava que os ganhos salariais fossem obtidos unicamente em casos de escassez de mão-de-obra, que se manifesta em contextos de crescimento acelerado.

3) A existência de formas institucionais compatíveis como, por exemplo, um regime monetário viabilizando o financiamento do capital produtivo através do endividamento bancário a taxas de juros baixas administradas pelas autoridades monetárias.

Finalmente, nesse regime o processo de ajustamento da produção e da demanda realiza-se principalmente no plano nacional. Nesse sentido, a falta de competitividade da estrutura produtiva local não comprometia a sincronização das normas de produção e de consumo no interior do espaço nacional.

Portanto, a lógica do modelo fordista baseava-se na rápida progressão da produtividade em função da introdução do taylorismo na organização do trabalho, assim como na constituição de uma demanda social baseada no consumo assalariado. Os aumentos de salários reais correspondiam aos ganhos de produtividade, possibilitando uma repartição relativamente estável entre salários e lucros. Este regime de acumulação permitiu, na ausência temporária de crises de demanda efetiva, a progressão da acumulação de capital sobre bases relativamente estáveis.

A adaptação contínua do consumo assalariado aos ganhos de produtividade associa-se a uma performance macroeconômica excepcional, traduzida por níveis elevados de investimento e aumento no emprego global. A consolidação desse modelo de crescimento, durante quase três décadas, foi possível em razão da existência de formas institucionais que asseguraram a regularidade do regime de acumulação fordista.

Inicialmente, a regulação era assegurada pela relação salarial fordista, baseada essencialmente em convenções coletivas restritivas para o conjunto dos empregadores, evitando a concorrência com base em baixos salários. Esta regulação era também realizada por transferências sociais que constituíam um forte componente anticíclico, como, por exemplo, o sistema de proteção social financiado por contribuições obrigatórias, que concedia a todos os assalariados uma renda permanente, protegendo-os assim de eventuais choques conjunturais.

Esta regulação da relação salarial era acompanhada igualmente de importantes mudanças nas relações entre as firmas industriais e o sistema financeiro. O regime de crédito, dentro de um contexto fortemente regulamentado, visava a assegurar o financiamento da acumulação de capital por endividamento bancário a taxa de juros baixas e administradas pelas autoridades monetárias.

Neste sistema, a rentabilidade dos bancos dependia essencialmente do volume de crédito. O sistema financeiro administrado tinha como objetivo manter uma taxa elevada de crescimento da produção, do emprego e do salário real. As relações entre as empresas e o sistema bancário eram favoráveis ao financiamento do investimento necessário ao crescimento da capacidade de produção e do progresso técnico. Portanto, a esfera financeira era articulada às necessidades da acumulação industrial (GUTTMANN, 1996; BELUZZO, 1997).

A intervenção dos Estados nacionais no contexto da regulação fordista foi determinante no sentido de estabelecer regras que favoreciam aos sistemas bancários concentrados, que eram frequentemente separados de outras instituições. Administraram a taxa de juros para evitar oscilações importantes, além de delegar aos bancos centrais a função de socorrer os bancos comerciais em dificuldade, em termos de liquidez.

A intervenção desses estados não se restringia unicamente à elaboração e a implementação de políticas keynesianas (monetárias, fiscais, rendas), destinadas a assegurar um nível elevado de investimento e de consumo, mas também nos modos de inserção mais estruturais, visando consolidar as bases coletivas da produção, impulsionar o progresso técnico, evitar os riscos relacionados com a esfera financeira e promover a equidade na repartição da renda (AGLIETTA, 1997).

Este ciclo virtuoso do fordismo começa a entrar em crise a partir do final dos anos 60. Inicialmente, a crise desse regime de acumulação manifesta-se claramente pela tendência a queda dos níveis de produtividade, num contexto onde os salários reais continuavam a progredir. Estes já não eram mais indexados ao crescimento da produtividade do trabalho. Como decorrência, os conflitos distributivos se acentuavam num período onde as perspectivas de acumulação já não eram tão satisfatórias<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Uma explicação alternativa para a crise do fordismo, elaborada por Minsky (1982), foi apresentada por Plihon (1996). Segundo Minsky, uma economia em crescimento regular, a taxa constante, e cujas estruturas são coerentes, conhece um período de tranquilidade” (como foi o caso dos trinta gloriosos). Entretanto, a medida que se avança neste caminho regular, os atores econômicos adquirem confiança e passam a antecipar um crescimento regular que se produz efetivamente. A incerteza diminui e o futuro é visto como uma extrapolação do passado. Essa confiança crescente no futuro leva as empresas a se endividarem e investirem cada vez mais, como consequência, produz-se inevitavelmente um entusiasmo exagerado. Os preços crescem, permitindo que as empresas continuem a se endividar, graças ao efeito positivo de alavancagem, apesar do aumento dos desequilíbrios, crescendo, com isso, a fragilidade financeira das empresas. A alta das taxas de juros, resultante do crescimento das necessidades de

O crescimento do poder de compra dos assalariados tomava-se cada vez mais incompatível com a acumulação regular do capital. As taxas de lucros caíam substancialmente, produzindo uma redução dos investimentos e uma interrupção do processo de acumulação.

A crise do fordismo representou o esgotamento de um modelo de produção baseado nos sistemas financeiros administrados, que favorecia a acumulação do capital industrial, e as políticas de estabilização keynesianas, que procuravam consolidar a demanda fordista. O novo contexto de mundialização financeira suprimiu esses dois pilares da acumulação fordista. As mudanças institucionais verificadas nos anos 80 foram decisivas para a consolidação de um regime de acumulação de dominância financeira. Essas mudanças foram favoráveis, sobretudo, a um processo de valorização financeira em detrimento da produção.

### **3 A IMPLEMENTAÇÃO DE POLÍTICAS MONETARISTAS FAVORÁVEIS AO CRESCIMENTO DA FINANÇA ESPECULATIVA**

O crescimento da finança especulativa se beneficiou substancialmente da ação do estado através da implementação de políticas de inspiração monetarista. Foi a aceleração da inflação americana, no final da década de 70, que possibilitou a legitimação do discurso monetarista, permitindo, assim, uma reorientação da política econômica. O objetivo era, sobretudo, confirmar o argumento teórico de que a inflação não exercia nenhuma influência favorável sobre o emprego, mas na verdade o pleno emprego somente seria possível com políticas que permitissem a estabilidade dos preços. O fracasso das políticas keynesianas em combater o processo de estagnação que se generalizava nas principais economias ocidentais, possibilitou a afirmação do discurso monetarista.

Impõe-se igualmente uma concepção Liberal do papel do Estado, permitindo uma liberalização total das forças de mercado. Nesse sentido, as medidas de privatização, de desregulamentação financeira e de reduções fiscais sobre as rendas de capital, tornam-se orientações estratégicas das políticas econômicas. Essas políticas são atualmente condicionadas pelo novo regime de acumulação de dominância financeira. Contrariamente ao período fordista, onde as políticas econômicas ainda possuíam uma autonomia a nível nacional e onde a mobilidade de capital era pouco significativa, no novo contexto de financeirização, o regime monetário e fiscal é diretamente submetido à avaliação pelos mercados financeiros

---

financiamento, coloca em dificuldade as empresas superendividadas. A intervenção das autoridades monetárias, como prestadoras em última instância, pode atenuar os efeitos. Entretanto, as antecipações otimistas acabam se revertendo, provocando uma redução das atividades das empresas e uma diminuição do crescimento. Assim, pode-se explicar o surgimento do processo de estagnação.

internacionais. Como decorrência, a taxa de câmbio é uma variável que se determina no mercado, não resultando mais de decisões políticas. Em vários países, o objetivo exclusivo do banco central passa a ser a estabilização da inflação, ao contrário das políticas anteriores que frequentemente favoreciam o crescimento e a estabilização do compromisso salarial, mesmo pagando o preço da inflação. (BOYER, 1999)

A estabilização de preços foi possível, sobretudo, em razão da implementação de uma política monetária contracionista, conforme os preceitos monetaristas, combinada a uma política de rigor salarial e flexibilização do mercado de trabalho. Esse novo modo de regulação salarial permite a desvinculação dos ganhos de salários à evolução da produtividade e dos preços, que caracteriza o regime salarial fordista do pós-guerra. O abandono das políticas de estabilização macroeconômica keynesiana e das políticas de elevações salariais regulares e gerais reduziram a “previsibilidade” da demanda direcionada as empresas. Essas, junto com os assalariados, encontraram-se em um contexto de incerteza crescente quanto aos seus rendimentos futuros, resultando na instabilidade do investimento e do crescimento. (BILLAUDOT, 1995).

Do ponto de vista da política fiscal, a adesão dos Estados Unidos ao neoliberalismo ficou ao nível do discurso, já que na realidade esse país implementou uma política keynesiana clássica, consistindo inicialmente no aumento das despesas militares, e em seguida estimulando investimentos em reestruturação industrial e na entrada de investimentos diretos. Além do mais, a economia americana financiou as despesas públicas e o consumo das famílias através de um endividamento crescente, possível em razão da posição estratégica do dólar nos mercados financeiros internacionais. (TAVARES, 1997).

Portanto, essas medidas fiscais foram sancionadas por um afluxo importante de capitais em direção a economia americana. Estimulados por rendimentos excepcionais concedidos pelos títulos do tesouro americano, os capitais estrangeiros se deslocaram em direção aos Estados Unidos, sendo os investidores estrangeiros beneficiados pelas taxas de juros reais elevadas.

Os Estados Unidos tornaram-se duplamente deficitários (déficit orçamentário e externo). Foram financiados, sobretudo, por investidores estrangeiros vindos do Japão e da Europa, que buscavam taxas elevadas de rentabilidade para seus capitais.

Para evitar fugas massivas de capitais em direção aos Estados Unidos, os outros países desenvolvidos foram obrigados a implementar a mesma política de alta nas taxas de juros reais. Essa nova orientação propagou-se ao conjunto dos mercados financeiros e constituiu um componente essencial do novo regime de acumulação.

Essa nova dinâmica provocou um crescimento do déficit público nos países industrializados. O endurecimento da política monetária na Europa produziu um crescimento substancial deste déficit, que foi acompanhado de uma dependência desses países em relação aos mercados financeiros internacionais.

De fato, observa-se uma incapacidade do Estado em formular políticas autônomas que sejam contrárias aos interesses do capital financeiro. A lógica das políticas econômicas visa garantir, essencialmente aos detentores do capital financeiro, rendimentos elevados. Nesse sentido, as políticas de taxa de juros reais elevadas, praticadas pelos países desenvolvidos e em desenvolvimento, caracterizam as restrições impostas aos Estados pela mundialização financeira. Essas restrições acabam privando a implementação de políticas econômicas que permitam a retomada do investimento, da produção e do emprego.

Nesse processo, a esfera financeira não é absolutamente dissociada da esfera produtiva. Observa-se, ao contrário, uma forte interdependência entre elas duas, que se revela, no contexto do regime de acumulação de dominância financeira, através de transferências acentuadas de riquezas da produção em direção a finança. Sobre essa questão, François Chesnais (1997a, 1997b) analisa os limites da noção de “economia cassino” desenvolvida por S. Strange (1986), dado a sua incapacidade de afirmar que por trás da especulação e da volatilidade, a função das aplicações financeiras efetuadas pelos investidores institucionais é de produzir fluxos de recursos que tomam a forma de capital fictício (dinheiro), mas que pertencem a categoria de recursos considerados reais. Para prosperar, a finança deve organizar fluxos contínuos de transferências de riquezas originadas na produção. Uma das características desse novo regime de acumulação é, portanto, intensificar as transferências de recursos da esfera produtiva em direção a financeira. No contexto atual de mundialização financeira, essas transferências efetuam-se notadamente através de títulos negociáveis sobre compromissos de caixa futuro (ações, títulos) e perduram enquanto a acumulação não for interrompida por graves crises que afetem, simultaneamente, a produção, as trocas comerciais e os mercados financeiros, ou não aconteçam eventos políticos relevantes que conduzam a moratória das dívidas públicas. (Chesnais, 1997a)

#### **4 AS TRANSFERÊNCIAS ATRAVÉS DE MECANISMOS DE SECURITIZAÇÃO: O EXEMPLO DOS TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA**

O processo de securitização da dívida pública dos países desenvolvidos constitui um exemplo de transferência de riquezas da esfera produtiva, onde é originada, para a financeira. Esse processo consiste, essencialmente, no financiamento dos déficits públicos dos

Estados, através de mecanismos de emissão de títulos da dívida pública, que oferecem taxas de rentabilidade elevadas e curto prazo, com o intuito de atrair os investidores financeiros. As políticas implementadas de taxas de juros reais elevadas estão ligadas a esta lógica de financiamento dos Estados, que são obrigados a se financiar através dessas operações em função do baixo dinamismo da receita fiscal. Isso resulta na redução do nível de consumo assalariado, fruto da implementação de uma política salarial restritiva e da flexibilização do mercado de trabalho.

Além do mais, o contexto de baixo crescimento, que caracteriza as economias centrais nesse novo regime de acumulação, tem reflexos negativos sobre a produção e o emprego, agravando a base de arrecadação fiscal. A deterioração da capacidade de arrecadação gera uma forte pressão no sentido de racionalizar as despesas públicas. Portanto, o orçamento tenderia, nesse novo contexto, ser preferencialmente pró-cíclico e não anti-cíclico, como no regime de acumulação precedente. (BOYER, 1999)

Essa dependência acentuada dos Estados face aos investidores para cobrir o financiamento de seus déficits, revela a dominância do credor sobre o devedor. De fato, as taxas de juros reais elevadas, dentro de um contexto de inflação moderada, produzem continuamente transferências de rendas dos Estados para os seus credores. Portanto, o modo de regulação internacional, imposto pela finança desregulamentada, torna cada vez menos autônoma o exercício da política econômica. Essas políticas são atualmente submetidas aos critérios de valorização do capital financeiro. As prioridades dos Estados são essencialmente os pagamentos do serviço e, principalmente, de suas dívidas públicas, assim como a manutenção de uma política de taxa de juros reais elevada.

Face à redução da base de arrecadação fiscal e a necessidade de remunerar as taxas elevadas dos detentores de capital, o Estado é obrigado a reduzir suas despesas. Sua capacidade de intervenção, no sentido de colocar em prática políticas voltadas para fortalecer a produção, a demanda e o emprego encontra-se extremamente limitada, acarretando uma diminuição do ritmo de acumulação produtiva. Portanto, o fenômeno que mais contribui para a deterioração fiscal está relacionado com as políticas de taxas de juros elevadas, que se mantiveram sistematicamente acima do ritmo decréscimo econômico (TAVARES e MELIN, 1997; PLIHON, 1996). Essa dívida pública constitui-se nos anos 80 e no início dos anos 90 o principal mecanismo de transferência de rendas em benefício do capital financeiro.

Os recursos financeiros, originados do endividamento dos Estados, permitiram a reconstrução dos mercados financeiros, que foram capazes de assegurar a dominação do capital rentista sobre o setor produtivo. Como decorrência disso, inicia-se o desenvolvimento da



segunda etapa do regime de acumulação de dominância financeira, que se caracteriza pela utilização dos dividendos como um mecanismo importante de transferência de excedente, sendo o mercado financeiro a instituição mais ativa para regular essa acumulação. Essa nova etapa caracteriza-se pelo controle direto dos grupos industriais pelos acionistas.

Os credores podem exigir uma participação no controle da empresa ou até mesmo uma divisão da propriedade do capital. Dessa forma, o poder abstrato do dinheiro transforma-se em poder efetivo sobre a produção, o investimento e o emprego (ORLEAN, 1999). Esse poder dos credores e sua capacidade de controle sobre a empresa intensificam-se com a emergência de um novo modo de gestão das empresas: o sistema de *corporate governance* ou “governo da empresa”.

## **5 UMA NOVA FORMA DE REGULAÇÃO DAS EMPRESAS: A CORPORATE GOVERNANCE**

O sistema de *corporate governance* representa o conjunto de regras, de práticas e de construções institucionais que visam alinhar os interesses dos diretores das empresas àqueles dos acionistas (ALBERT, 1994). A *corporate governance* é uma peça fundamental do novo regime de acumulação de dominância financeira, que se constitui progressivamente em substituição a regulação fordista dos trinta gloriosos. Este regime de acumulação é dito de dominância financeira pelo fato de colocar como crucial a convenção financeira de avaliação. Esse poder da finança resultou essencialmente do apoio dos governos ao desenvolvimento dos mercados financeiros, garantindo a liquidez aos investidores. A busca pela liquidez exprime a vontade de autonomia e dominação da finança. Suas consequências macroeconômicas sobre as relações entre credores e devedores, assim como entre finança e indústria são marcantes (ORLÉAN, 1999).

Esse novo modo de regulação reforça o controle direto da propriedade, exercido pelos acionistas sobre as empresas. Como afirma Frédéric Lordon (2000), a *corporate governance* procura fazer da empresa uma “casa de vidro” onde nada deve escapar aos olhares dos acionistas, os quais impõem critérios de rentabilidade essencialmente financeiros com o intuito de maximizar a todo custo seus dividendos. Nesse sentido, novas formas de rentabilidade foram impostas pelos grandes acionistas, tais como a taxa de 15% de rentabilidade sobre os fundos próprios (ROE - return on equity), que geram fortes pressões sobre os salários, em termos de produtividade e flexibilidade do trabalho, e sobre as formas de determinação dos salários.

Nessa nova lógica, observa-se o poder cada vez maior dos investidores institucionais, como os fundos de pensão detentores de um concentrado volume de capital em dinheiro, cuja racionalidade é, essencialmente, valorizar—se por critérios financeiros, o que significa obtenção de rendas regulares a curto prazo provenientes de suas operações. O objetivo é criar valor para o acionista, resultando numa arbitragem permanente entre distribuição de dividendos e reinvestimento na empresa.

Nesse sentido, pode-se falar de um processo de “financeirização da empresa” na medida que sua organização interna é redefinida com o objetivo de atender as restrições impostas pelo mercado financeiro. Como afirma André Orléan (1999), assistiu-se a uma submissão da produção aos princípios da liquidez financeira, subordinando a autonomia do capital como imobilização a esses princípios.

As formas atuais de gestão das empresas conduzem os seus dirigentes a procurar satisfazer os interesses dos acionistas, que buscam uma maior liquidez para os seus investimentos. Este problema de horizonte temporal tem com consequência uma baixa taxa de investimento material e imaterial e uma ótica centrada sobre os projetos rentáveis a curto prazo.

Os impactos negativos dessas formas atuais de gestão sobre a criação de novas capacidades de produção, pesquisa e desenvolvimento das empresas são significativos. Determinadas empresas industriais preferem distribuir dividendos aos acionistas a reinvestir na modernização ou extensão da capacidade produtiva.

Essas formas de investimento não são compatíveis com a lógica de especulação, impostas as empresas pelos investidores institucionais. Os grupos industriais procuram cada vez mais se valorizar através de operações financeiras, visando maximizar seus rendimentos. Os critérios e os prazos de valorização de curto prazo impostos pelo mercado financeiro, produzem uma redução dos investimentos a longo prazo. As empresas são submetidas a critérios de rentabilidade que ultrapassam suas possibilidades de lucro, obrigando-as a desenvolver determinados mecanismos de engenharia financeira, que implicam em custos crescentes. Operações de “alavancagem” ou recompra das próprias ações da empresa (buy-back) constituem exemplos nessa direção. Essas operações visam simplesmente dividir o mesmo lucro com um número menor de ações em circulação, melhorando assim o benefício por cada uma delas.

As estratégias das empresas foram igualmente subordinadas aos critérios estabelecidos pelos investidores institucionais. A liquidez financeira, que se impõe como o princípio dominante de gestão da empresa, implica numa distribuição dos lucros em favor dos dividendos e em detrimento dos investimentos produtivos, como os destinados à criação de

novas capacidades de produção ou pesquisa e desenvolvimento. Nessa nova configuração, os reinvestimentos dos lucros constituem-se cada vez mais um resíduo, e os salários um custo que deve ser constantemente reduzido.

Nesse contexto, observa-se o crescimento vertiginoso de operações de fusão/aquisição, acompanhadas de estratégias de reestruturação produtiva. Essa modalidade de investimento é típica do regime de acumulação de dominância financeira. De fato, os critérios de rentabilidade elevados exigidos pelos acionistas conduzem a um processo de centralização do capital, que é resultado de um agrupamento de capitais que antes estavam separados. Esse agrupamento não visa a criação de nova capacidade de produção, mas, unicamente, a redistribuição dos direitos de propriedade. Tais mecanismos de centralização do capital são característicos de conjunturas de fraco crescimento.

A estagnação do crescimento é contornada por uma mudança na distribuição dos capitais entre as firmas, sendo cada vez menor o número que domina a maior parte do mercado. A centralização do capital permite, assim, aos grupos industriais aumentar suas participações no mercado mundial, mesmo em conjunturas de baixo crescimento.

Os investimentos realizados nesse contexto deflacionista e de baixo crescimento não engendram aumento da capacidade de produção, mas operações de reestruturação produtiva, que significam notadamente a especialização em atividades mais competitivas e a terceirização de atividades secundárias. Isto implica numa focalização em torno da atividade principal, fechamento de unidades de produção e redução de efetivo.

Esse processo de reestruturação é, de certa forma, imposto por uma política dominada pelo curto prazo dos acionistas, notadamente os investidores institucionais. O objetivo não é, absolutamente, buscar o crescimento da empresa, como no período fordista, mas aumentar a todo custo os ganhos de produtividade, implicando, na maior parte dos casos, o fechamento de unidades que não são suficientemente rentáveis e a demissão de assalariados. Essa nova configuração modifica profundamente as relações produtivas no âmbito da empresa. A busca de maximizar o capital próprio beneficia as políticas que transferem para os salários a insegurança relacionada com o novo ambiente concorrencial da empresa. A ruptura dos compromissos fordistas sobre a divisão do valor agregado é a resposta a esses novos critérios de performance. (AGLIETTA, 1998)

Os ganhos de produtividade são, em grande parte, o resultado da intensificação do trabalho baseado em mudanças organizacionais profundas nas unidades de produção. As empresas tiram proveito do enfraquecimento da capacidade de resistência dos assalariados, em função do crescimento do desemprego, para colocar em prática essas mudanças. Passa-se de

uma lógica de longo prazo de criação ou de ampliação da capacidade produtiva, observada durante o período fordista, a uma lógica de centralização do capital e reestruturação produtiva.

Simultaneamente, os grupos industriais procuram cada vez mais uma valorização puramente financeira ou mesmo a utilização para fins especulativos de uma parcela crescente dos lucros não investidos. O princípio da liquidez e da segurança na obtenção de rendimentos, que dominam as estratégias das empresas, estimula fortes atividades especulativas, explicando a participação crescente dos ativos financeiros como fonte alternativa de renda. O crescimento dessas operações financeiras nas atividades das empresas revela uma racionalidade nada favorável aos investimentos produtivos.

De fato, essas mudanças nas preferências dos investimentos acabaram alterando significativamente o equilíbrio entre os ativos financeiros e produtivos nas economias centrais. Os gerentes financeiros das empresas industriais tendem a conservar uma quantidade importante de dinheiro excedente em caixa, em investimentos líquidos, para render juros, em vez de reinvestir esse fundos na modernização ou expansão da capacidade.

Além desse movimento de valorização puramente financeira dos grandes grupos industriais, observa-se uma tendência acentuada desses grandes grupos a se apropriar através de contratos com termos leoninos de frações de valores, produzidos por firmas menores ou com baixa capacidade de negociação. A proliferação de tomadas de participação e de acordos de cooperação, como a formação de *joint-ventures* com firmas de porte inferior, assim como a constituição de redes de firmas, permitem aos grandes grupos subtrair uma parte do valor gerado de outras estruturas produtivas.

Essas formas de valorização do capital dinheiro são frequentemente consideradas como produtivas. Entretanto, revelam muito mais uma redução das fronteiras entre o que aparece nas rendas apropriadas pelos grandes grupos, como criação de valor relacionado com a atividade produtiva do próprio grupo e a captação, graças à detenção de direitos de propriedade e de créditos, de uma fração do valor gerado por uma produção exterior ao grupo (SERFATTI, 1996). Essas formas de valorização puramente financeiras revelam o peso crescente de operações relacionadas com a apropriação de valores já criados, por meio de subtração de parte do excedente de outras empresas.

Resumindo, o horizonte temporal de valorização da empresa reduziu-se consideravelmente no contexto do regime de acumulação de dominância financeira. A pressão permanente de critérios puramente financeiros produziu efeitos extremamente negativos na criação de novas capacidades de produção.

## **6 O FINANCIAMENTO ESPECULATIVO DOS GRANDES GRUPOS ECONÔMICOS NA ORIGEM DA CRISE RECENTE DO REGIME DE ACUMULAÇÃO**

Observamos na seção anterior que o novo contexto do regime de acumulação de dominância financeira transformou completamente o comportamento dos grandes grupos industriais. Não resta dúvida que um número considerável de empresas, sobretudo as pertencentes aos setores dinâmicos do novo paradigma, tiveram uma trajetória de crescimento espetacular. Entretanto, a conjuntura deflacionista e de baixo crescimento que caracteriza esse novo regime de acumulação, transformou radicalmente as estratégias de produção, assim como as modalidades de implantação da maior parte das empresas. Para se desenvolver rapidamente, as empresas procuram aumentar sua participação no mercado através de mecanismos de crescimento externo, como as fusões/aquisições. Desta forma podem atender um “tamanho ótimo” e se beneficiar de economias de escala.

Apesar de ter surgido como um meio de elevar a rentabilidade das empresas, o crescimento extraordinário das fusões/ aquisições contribuiu certamente para reduzir o crescimento da economia global. Essa nova modalidade de implantação colocou numa situação de insegurança parte crescente dos assalariados, que se encontram permanentemente na iminência de perder seus empregos ou serem recrutados de maneira precária.

O financiamento dessas operações, assim como da expansão dos setores relacionados com as novas tecnologias, exigem evidentemente uma quantidade expressiva de capital. Esse financiamento foi possível, sobretudo, em função da mudança da riqueza social, a partir do início dos anos 80 nos países desenvolvidos. As classes médias desses países passaram sistematicamente a especular no mercado financeiro, detendo importantes carteiras de títulos e ações, diretamente ou através de fundos de pensão e fundos de investimento. Dados do Federal Reserve, apresentados por Belluzzo (2002), mostram que no primeiro trimestre de 2002, o valor dos ativos financeiros detidos pelas famílias americanas era de US\$ 31,8 trilhões ante US\$ 16 trilhões em ativos tangíveis. Da mesma forma, as empresas industriais destinam uma parte crescente de seus recursos às atividades puramente financeiras em detrimento das produtivas.

O direcionamento da poupança individual e coletiva para as empresas responde essencialmente às necessidades dos grandes grupos econômicos. Entretanto, em troca desses recursos, torna-se necessário oferecer rendimentos aos acionistas sobre forma de dividendos ou mais-valias, obtidas na aquisição ou venda de ações. Esse objetivo é muitas vezes alcançado por grandes grupos industriais, que adotam estratégias agressivas de aquisição/ fusão como

forma de ampliar suas fatias no mercado. Os investidores que apostaram nos lucros potenciais das empresas ligadas a “nova economia” obtiveram também expressivos rendimentos. Mas, foi justamente dessa maneira que a bolha especulativa em torno das novas tecnologias de comunicação foi formada.

Esse modo de funcionamento do capitalismo contemporâneo tornava-se cada vez mais insustentável. Os lucros não podem progredir a um ritmo mais elevado do que a taxa de crescimento da economia. A rentabilidade das empresas e, conseqüentemente, suas cotações em bolsas não podem progredir indefinidamente, principalmente considerando o fato de que o crescimento da economia desde os anos 80 vem sendo medíocre.

Ao estimular os investimentos dos agentes nas bolsas de valores, foi possível elevar artificialmente as cotações, principalmente em função das expectativas favoráveis em tomo do desempenho dos valores das novas tecnologias. O mercado acreditava que esses valores eram suficientes para garantir, de forma consistente, a retomada do crescimento e conseqüentemente os lucros futuros.

A certeza da valorização ininterrupta do preço das ações, assim como seu elevado grau de liquidez induziam os agentes econômicos à “alavancar” as carteiras, tomando dívida junto ao sistema bancário. O problema é o caráter especulativo desse mercado, dado que as posições “vendidas” e “compradas” são tomadas com base em expectativas de variação dos preços dos ativos. Além disso, a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação), e o mimetismo acaba por engendrar processos instáveis e completamente desvinculados dos “fundamentos”. Numa situação de reversão de expectativas, as perdas avaliadas induzem a um processo de *sell off* levando a uma depreciação dos preços das ações (BELUZZO, 1996,2002; AGLIETTA, 1996).

De fato, os preços das ações caíram ao redor do mundo pelo terceiro ano seguido em 2002, em função do baixo crescimento da economia e das expectativas negativas em relação à recuperação dos lucros das empresas. Dados recentes (Valor Econômico, 2003) mostram que as empresas que fazem parte do índice MSCI World Index, perderam US\$ 1,2 trilhão em valor de mercado no ano. Nos últimos três anos, as ações do índice perderam cerca de US\$6 trilhões em valor de mercado. Nos Estados Unidos os índices Dow Jones e Standard & Poor’s registraram suas mais longas sequencias de perdas desde a segunda guerra mundial. O S&P 500 acumulou desvalorização de 23,75% no ano, enquanto que o Dow Jones apresentou uma perda acumulada de 17,14%. O mesmo desempenho negativo foi apresentado pelo índice Nasdaq, que acumulou perda de 30,87%.

A atual queda dos índices das bolsas de valores resulta, justamente, da percepção dos agentes econômicos de que os preços dos ativos estavam sobrevalorizados. Esse movimento de “correção” revela evidentemente a desconfiança dos investidores em relação à saúde financeira das empresas, depois dos recentes escândalos contábeis de grandes empresas como a Enron e a World-Com. Para defender o nível das ações, dirigentes foram estimulados a fraudar os balanços de suas empresas. Nesse processo, vários mecanismos foram implementados, como a recompra de ações, que reduzem o número de acionistas e concediam, conseqüentemente, mais rendimentos àqueles que permaneciam. Outro exemplo são as operações fraudulentas, onde a empresa se compromete em fornecer determinado bem ou serviço nos próximos 30 anos e incorporar todos os lucros previstos no balanço do ano em exercício. (ENRON)

Dessa forma, os dirigentes procuravam primeiramente proteger seus rendimentos através da liquidação de seus stockoptions<sup>5</sup>, antes mesmo que o anúncio de maus resultados fosse inevitável. Adicionalmente, visavam defender o valor de suas empresas, condição para continuar a obter novos financiamentos.

Esses mecanismos acabaram mostrando que as informações que baseavam as estratégias dos investidores financeiros eram completamente manipuladas. Essa dissociação entre a rentabilidade mostrada na bolsa pelas empresas e a rentabilidade real, provocou um recuo dos investidores dos ativos financeiros mais arriscados (ações ou investimentos especulativos realizados em mercados emergentes). Entretanto, a atual queda na bolsa de valores não é simplesmente consequência de uma perda de confiança dos poupadores, mas simplesmente um retorno à normalidade, que desestrutura completamente as bases de funcionamento desse novo capitalismo patrimonial.

Nesse novo contexto de incerteza, as iniciativas de política econômica procuram restabelecer o clima de confiança. O pacote fiscal do governo americano, anunciado no início de 2003, propõe, entre outras coisas, o fim da taxa de dividendos pagos pelas empresas a acionistas; cortes nos impostos para empresas e deduções de US\$ 75 mil em investimentos de capital; a antecipação para este ano dos cortes de impostos, que só entrariam entre 2004 e 2006 e o aumento do limite de dedução do imposto de renda por dependente.

Com esse pacote, o real objetivo do governo é beneficiar os lobbies que financiaram sua campanha presidencial e as famílias mais ricas, com uma redução de sua carga

---

<sup>5</sup> Direito concedido por uma empresa a um de seus assalariados de comprar, no futuro, ações cujo preço é definido no momento da concessão.

fiscal. Essas medidas vão acelerar o déficit orçamentário americano, que poderá ser o maior de sua história, e forçar o governo a elevar as taxas de juros para financiar esse déficit.

## **7 AS ESPECIFICIDADES DO REGIME DE ACUMULAÇÃO DE DOMINÂNCIA FINANCEIRA NOS MERCADOS EMERGENTES LATINO-AMERICANOS**

A abertura e a descompressão financeira nos países emergentes da América Latina inverteram as determinações do balanço de pagamentos. Diante dos movimentos especulativos e de arbitragem das massas de capital monetário, os países emergentes da América Latina, dotados de moedas inconvertíveis com desprezível participação nas transações internacionais, ficam a mercê de processos que não controlam. Contribuiu para esse descontrole a forma que tomaram as políticas de estabilização, baseadas na elevação significativa das taxas de juros reais, a qual contribuiu para a sobrevalorização das moedas nacionais.

Como consequência, essas economias passaram a conviver com um duplo déficit, orçamentário e comercial, dos quais apenas o segundo representou efetivamente uma novidade. Entretanto, a natureza da elevação do primeiro é também nova, pois se dá simultaneamente à existência de saldos operacionais, por vezes expressivos, explicitando o papel da elevação dos juros reais para o continuado acréscimo da dívida pública, com a consolidação de um processo do tipo “bola de neve”<sup>6</sup>.

Os déficits comerciais são decorrentes tanto da apreciação da taxa de câmbio quanto da abertura rápida das fronteiras. O desordenamento da estrutura tarifária conduziu à destruição nada criadora e, de modo secundário, à reestruturação muito excludente da estrutura produtiva local (SALAMA, 1999). A sobrevalorização da taxa de câmbio, combinada a este processo de racionalização produtiva, ajudou a imprimir uma nova dinâmica onde uma parte da produção interna é substituída por importações. Tanto insumos quanto bens de consumo, antes produzidos internamente, passam a ser importados com circuitos comerciais vinculados aos países centrais, substituindo integral ou parcialmente as cadeias produtivas internamente constituídas ao longo do período de industrialização. Desnecessário dizer que, nesse contexto, novos produtos tecnologicamente mais avançados são também importados.

---

<sup>6</sup> As condições recentes de crise financeira na economia argentina comprovaram a afirmação de Tavares (1993), segundo a qual o ponto fraco do plano argentino estava em suas virtudes e sucessos originais: a convertibilidade da moeda a uma taxa de câmbio fixo. De fato, a adoção de políticas de estabilização monetária em economias emergentes dependentes do financiamento externo, leva inevitavelmente a uma situação de instabilidade financeira. Essa ocorre principalmente em função da diminuição dos recursos externos (superávits comerciais, investimentos estrangeiros e empréstimos) necessários para o pagamento ou refinanciamento da dívida externa. No caso argentino, observa-se uma retração significativa desses recursos.



As exportações, já bastante debilitadas em sua competitividade pela sobrevalorização cambial, seguem ainda bastante especializadas na produção de bens com baixo valor agregado e bastante dependentes dos humores do mercado mundial, o que se revela um problema maior na tentativa, por vezes desesperada, de atingir o equilíbrio comercial. Esse, quando alcançado, o é mais por força do declínio das importações, com as recessões sendo os maiores aliados nesse processo de ajuste. Paradoxalmente, as crises internas se transformam numa das únicas fontes de equilíbrio externo do sistema, demonstrando o quão instável e frágil é sua natureza.

Os elevados déficits comerciais foram suportados apenas em razão da entrada de capital externo, em sua maior parte volátil e imbuído de uma perspectiva de valorização de curto prazo. Indubitavelmente, os investimentos, tanto de *portfolio* quanto diretos, e empréstimos a curto prazo foram importantes para cobrir os déficits correntes nestes países. Tanto as elevadas taxas de juros quanto a sobrevalorização cambial criaram condições favoráveis para o ingresso massivo de capital especulativo. Entretanto, o recurso ao capital externo para o financiamento dos déficits em conta corrente apresentou limites que não se restringem à volatilidade do capital, mas que são atingidos pela própria elevação da dívida externa assim ocasionada.

A dívida interna é, por sua vez, alimentada pelo seu modo de financiamento, com a constituição de um mercado de títulos, por vezes indexados ou nominados em dólar, de modo a garantir o interesse de investidores internacionais<sup>7</sup>, mas sempre apresentando uma taxa de rentabilidade elevada. As altas taxas de juros dos bônus do Tesouro Público emitidos pelos governos favoreceram, amplamente, a valorização do capital dos administradores de fundos. O serviço da dívida interna ocupa um lugar crescente nos orçamentos do governo em detrimento das despesas de investimentos e das transferências sociais. Essa dinâmica revela a dominação do credor sobre o devedor, também no caso dos Estados já não tão soberanos<sup>8</sup>.

A crise financeira mostra o fracasso das políticas macroeconômicas de estabilização monetária implementadas na América latina, sustentadas por moedas apreciadas e liberalizações comerciais abruptas e desordenadas. A implementação dessas políticas, em

---

<sup>7</sup> No México, a participação dos investidores estrangeiros na aquisição de títulos públicos no período anterior a crise do peso mexicano foi extremamente importante. Entre 1990-1994, 55% dos fluxos financeiros privados ingressos no México foram sobre a modalidade de aquisição de títulos do governo (Griffith-Jones, 1996). No Brasil, os títulos públicos constituem-se a principal fonte de receita dos bancos estrangeiros. Em 1994, quando o Plano Real entrou em vigor, os ganhos adquiridos na obtenção de papéis públicos pelos bancos estrangeiros respondiam por 4,2%. Em 2000, exatos 48,9% são obtidos na aplicação em títulos do governo (Andima, 2000)

<sup>8</sup> A promessa recente do governo argentino de implementar uma política de déficit fiscal zero através da redução de salários e do combate a sonegação fiscal, assim como da manutenção de uma política de taxa de juros reais elevada revela, no caso argentino, essa dinâmica de dominação do credor sobre o devedor.

economias fortemente dependentes do capital externo com horizonte de curto prazo ou natureza especulativa, conduz a situações frequentes de instabilidade financeira.

Essa instabilidade leva a uma retração da liquidez internacional, levando os administradores nativos a ficarem na dependência do “retorno da confiança”. Se ela não voltar, esses países vão ter que amargar, “o recrudescimento da inflação — promovido pelas ondas de desvalorização cambial — e suportar os superávits primários e os juros elevados. Nessas condições, “o Banco Central não recupera, portanto, a almejada liberdade para mover a taxa de juros que permita a economia nacional evoluir num ambiente favorável à expansão do crédito, ao investimento, ao endividamento - em moeda local - das famílias e das empresas” (BELLUZZO, 2002).

## **8 NO CONTEXTO DE CRISE DO REGIME DE ACUMULAÇÃO, TRAJETÓRIAS DIFERENCIADAS PARA O BRASIL E A ARGENTINA**

Os problemas recentes na Argentina não foram suficientes para desencadear um processo de contágio financeiro. Esse contágio se define como um aumento do grau de correlação das variações de preços dos ativos financeiros, ou da taxa de câmbio que não se explica pelos “fundamentos” da economia contaminada. Em outras palavras, a crise financeira se propaga de uma economia a outra sem que as condições objetivas da economia atingida pelo contágio justifiquem tal crise financeira. Como decorrência, o principal argumento para explicar a continuação da imunidade financeira do Brasil, refere-se à boa performance dos fundamentos que garantem a estabilidade monetária. De fato, um paralelo entre o Brasil e Argentina mostra diferenças importantes entre as duas economias.

A primeira diferença está relacionada ao desempenho das contas públicas. A Argentina foi abandonada pelos investidores porque já fazia dois anos que tinha entrado num círculo vicioso: uma política de despesas com efeitos recessivos consideráveis, produzindo uma queda acentuada das receitas fiscais e ampliando ainda mais o déficit público, o que exige novos cortes de gastos. Enfim, um círculo vicioso causado por um dogmatismo econômico que se abstrai de qualquer consideração política ou social.

Enquanto a Argentina não consegue resolver seus problemas de déficit orçamentário, que são agravados pela recessão, o Brasil obteve, nesses últimos anos, superávits primários de suas finanças públicas. Além disso, o saldo da balança comercial vem apresentado superávit nos últimos dois anos e o déficit em conta corrente vem se reduzindo,

alem de ser financiado em boa parte por investimentos diretos estrangeiros não geradores de endividamento.

A explicação para a inexistência de contágio financeiro deve ser buscada também na especificidade da crise Argentina. Contrariamente a crise asiática, russa e brasileira, a argentina foi amplamente antecipada pelos mercados financeiros, desde a desvalorização do real em 1999. Nessas condições, as autoridades buscaram de todas as formas manter a paridade do peso no contexto da lei de conversibilidade. Com isso, os capitais especulativos puderam se desfazer dos títulos em peso antes mesmo da desvalorização. Como decorrência disso tiveram os efeitos do contágio financeiro por compensação de perdas minimizados.

Finalmente, deve ser levada em consideração a nova estratégia do Fundo Monetário Internacional (FMI) para evitar a propagação de crises financeiras. O FMI abriu uma linha de crédito de 15 bilhões de dólares para o Brasil. Ao invés de tentar evitar a desvalorização da moeda sobre ataque dos especuladores — estratégia adotada nas últimas crises financeiras — o FMI busca bloquear a propagação da crise, protegendo os países ameaçados de contágio. Entretanto, os fatores que diferenciam o Brasil da Argentina (financiamento através de investimentos das empresas estrangeiras e desempenho das contas públicas) constituem, na verdade, mecanismos de estabilização que têm efeitos extremamente recessivos no país.

No que se refere ao Investimento Direto Estrangeiro, a adoção de políticas de liberalização/ desregulamentação e de estabilização econômica, desde o final dos anos 80 no Brasil, foi acompanhada de transformações importantes no modo de organização e nas estratégias de produção das multinacionais. A consolidação neste país, no contexto de globalização da economia, de um regime de acumulação de dominância financeira foi acompanhada de transformações no processo de internacionalização do capital industrial (MOREIRA, 2000; 2001).

Com relação a estratégia de produção, observa-se que a abertura comercial e a liberalização financeira modificam profundamente o modo de operação das filiais multidomésticas das multinacionais implantadas no Brasil. A nova configuração mundial exerce uma restrição de produtividade para esses grupos industriais. Isso surge por dois motivos: a concorrência oligopolista global se realiza entre concorrentes que possuem mais ou menos o mesmo potencial e devido as exigências dos acionistas (corporate governance). Neste contexto, as firmas são obrigadas a implementar programas de reestruturação produtiva, que se caracterizam por movimentos de desverticalização/ especialização que implicam numa redução substancial do tamanho das filiais multinacionais (*downsizing*) (LAPLANE e SARTI, 1997;1999).

As pressões, nesse sentido, reforçaram-se com o controle crescente exercido pelos investidores institucionais sobre esses grupos.

A abertura comercial e a desregulamentação das medidas internas de controle dos investimentos, ao liberalizar os grupos multinacionais das restrições que circunscreviam anteriormente suas escolhas de gestão, redesenham a configuração das atividades de suas filiais e do fornecimento de produtos intermediários. Estimulam as filiais das multinacionais a suprimir certas atividades secundárias consideradas não competitivas, tais como as que produzem bens intermediários e bens de capital de alto valor agregado. A intensificação da concorrência internacional explica o abandono destas atividades e sua substituição pelas importações. As filiais multidomésticas de produção assumem cada vez mais a função de filiais de comercialização, tendo essa transformação provocado um aumento importante na produtividade e uma baixa do emprego nestas filiais, contribuindo igualmente para a desintegração do aparelho produtivo local.

Essa dinâmica faz parte, também, das estratégias das multinacionais recém chegadas à economia brasileira. Essas firmas já são integradas a uma lógica global, onde elas se beneficiam das diferenças existentes em cada país. Neste sentido, especializam-se em atividades como montagem, que pouco contribuem na reconstituição dos elementos que compõem a cadeia industrial.

Engajada numa lógica de produção mínima e de importação máxima, as filiais antigas e novas acentuam seus mecanismos de transferência interna de fundos e de lucros em direção a outras firmas do mesmo grupo que exercem as funções principais em termos de criação de riqueza, como a pesquisa e desenvolvimento. Na realidade, a valorização do capital produtivo das firmas multinacionais traduz-se em operações de reestruturação que implicam numa redução das operações produtivas, combinadas a um crescimento das operações puramente comerciais.

No que se refere às modalidades de implantação, o investimento direto visando a criação de uma nova unidade de produção (greenfield) , cede o lugar às operações de fusão, de aquisição e participação minoritária. Mais adaptadas ao contexto de baixo crescimento, que caracteriza o período do plano de estabilização brasileiro, essas operações não visam o aumento do capital produtivo, mas são associadas, essencialmente, a operações de racionalização produtiva, que produzem frequentemente perdas de emprego e aumentos das importações com a finalidade de modernizar as empresas adquiridas.

Neste processo, os grupos adquirentes são beneficiados na medida em que eles se apropriam de uma parte ou da totalidade do mercado das firmas que são objetos de fusão ou

aquisição. No caso específico das privatizações, além do mercado importante, os adquirentes se beneficiam de operações de reestruturação efetuadas pelo governo antes da privatização, visando reforçar os ativos e reduzir os passivos dessas empresas.

Além do mais, a consolidação de um regime de acumulação de dominância financeira no Brasil estimula as firmas multinacionais a procurar formas de valorização puramente financeiras. A apropriação de lucros financeiros a partir de operações diversas (câmbio, opções), confirma a tendência das filiais implantadas no Brasil de não ficarem restritas às atividades produtivas.

Este movimento de financeirização das firmas multinacionais, que assumiu uma dimensão importante nos anos 80, no momento da crise do modelo de substituição de importações, acentuou-se no contexto de desregulamentação financeira.

Com relação ao desempenho das contas públicas, a obtenção de superávits primários crescentes enfraquece cada vez mais a capacidade dos estados de enfrentar os efeitos recessivos da estabilização monetária através de uma política de expansão dos gastos públicos. A política de taxas de juros reais elevadas aumenta substancialmente o peso do serviço da dívida financeira. Com isso, o Estado brasileiro se vê obrigado a implementar cortes para honrar os compromissos com os credores, sob pena de ser sancionado pelo FMI. Esse corte de gastos provoca um declínio da renda e, com ele, da lucratividade e do investimento. Isto pode acabar comprometendo a geração de superávits primários. Se isto acontecer, o FMI certamente passará a sancionar o País por não cumprir suas obrigações. Entretanto, como afirma Joseph Stiglitz (2002) “é o FMI que deveria ser castigado pela imposição de uma teoria econômica há muito rejeitada”.

O risco do Brasil se encontrar futuramente nas mesmas condições da Argentina é real, a não ser que o governo abandone a dependência financeira e reinvente um novo modelo desenvolvimentista que seja imune aos humores dos credores externos.

## **9 CONCLUSÃO**

O regime de acumulação de dominância financeira designa um modo de funcionamento do capitalismo moldado pela liberalização e a desregulamentação do comércio, dos investimentos, das finanças e da relação salarial. Este regime é marcado notadamente pelos elementos que serão descritas a seguir.

O primeiro é a reaparição, ao lado do lucro e do salário e superpostos a eles, de excedentes que resultam da propriedade de ações e obrigações. Estes excedentes, que parecem se valorizar na esfera financeira, tem na verdade sua origem na esfera produtiva.

O segundo refere-se a forte influência dos mercados financeiros na determinação do investimento, da produção e do emprego, e pode ser exercida de varias maneiras. Primeiro, a política da alta taxa de juros, oferecendo rendimentos elevados aos investidores estrangeiros, enfraquece consideravelmente o investimento produtivo, implicando num investimento de fraco dinamismo e altamente seletivo no plano espacial. Segundo, os investimentos são de agora em diante subordinados aos princípios da liquidez financeira. Em consequência, as empresas preferem distribuir os dividendos para os seus acionários do que investir na criação de novas capacidades de produção. Essa subordinação acabou gerando mecanismos de financiamento especulativos, que foram os grandes responsáveis pela crise do regime de acumulação.

Finalmente, as políticas de taxas de juros positivas, ao aumentar o peso orçamentário do serviço da dívida, enfraquecem consideravelmente a capacidade de intervenção do Estado através de uma política de gastos públicos. Esta dinâmica, conjugada a implementação de políticas neoliberais, conduz a aceleração das privatizações.

No contexto do regime de acumulação, os países periféricos emergentes aparecem como circuitos de valorização patrimonial e financeiro, notadamente através dos mecanismos de fusão/aquisição/ privatização e das taxas de juros elevadas.

#### **THE SPECULATIVE FINANCING OF THE MAJOR ECONOMIC GROUPS IN THE ORIGIN OF THE CRISIS OF THE REGIME OF ACCUMULATION WITH FINANCIAL PREVALING**

##### **ABSTRACT**

This article wants to show that speculative financing of the major economic groups is in the origin of the crisis of the regime of accumulation with financial prevailing. A basic premise of the presented analysis is that major economic groups seek by any means to offer an expressive revenues to shareholder. In order to maintain shares' level, managements were stimulated to use many mechanisms that range from buy-back their own shares to implementation of fraudly operations. Thus, they look for maintaining their own enterprise value, condition to continue obtaining ney financings. The same logic is valid to peripheric countries that seek through their stabilization policies to show up as locus of financial and patrimonial valorization, mainly through mechanisms of merge/ acquisition and higher interest rates.

Keywords: Regime of Accumulation. Major Economic Groups. Merge/Acquisition. Stabilization Policies.

## REFERÊNCIAS

- ALTERNATIVES ECONOMIQUES., Enron, ou les leçons d'un desastre, (Maio/2002).
- AGLIETTA, M. Macroéconomie financière. Paris, La Découverte: Coli Repères, 1995.
- AGLIETTA, M. Régulation et crise du capitalisme. Paris: CalmannLevy, Postface à la 3<sup>e</sup> édition, 1997.
- \_\_\_\_\_. Le salarié participe de plus en plus à l'insécurité du capitalisme. Alternatives Economiques, n. 162, set. 1998.
- ALBERT, M. L'irruption du corporate governance. Revue d'Economie Financière, Paris, n. 31, Editions Le Monde, 1994.
- AMÉRICO, Moreira C. Les transformations de l'Investissement direct étranger et leurs conséquences sur le secteur manufacturier au Brésil, Tese. Doutorado, Paris, Université de Paris XIII, 2000.
- Uma reflexão sobre a dinâmica do investimento direto estrangeiro no Brasil num contexto de liberalização comercial e desregulamentação financeira. Artigo apresentado no XIV Congresso Brasileiro de Economistas. Recife, 10-14 de setembro de 2001.
- MOREIRA, Américo C. e FORTI Sherer A. L. Mercados emergentes e novas formas de dependência na América Latina. Porto Alegre, Indicadores Econômicos FEE, v. 30, n. 1, jun. 2002, p. 31-48.
- BELUZZO, L. G. e Coutinho, L. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. Economia e Sociedade, Campinas, (7), dez., 1996, p. 129-54
- BELUZZO, L. G. Dinheiro e as transformações da riqueza. In Tavares M. C. e Fiori J. L., Poder e Dinheiro. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- A fabula das finanças. Carta Capital 02/07/2002.
- BILLAUDOT, B. Dynamiques macroéconomiques à court terme e à long terme. In Théorie de la Régulation L'État de Savoirs. Paris: La Découverte, 1995.
- BOURGUINAT, H. Investissement direct étranger et globalisation financière. Revue d'Economie Financière, n. 15, maio 1990.
- BOURQUINAT, H. La tyrannie des marchés: essai sur l'économie virtuelle. Paris: Economica, 1995.
- Bourguinat H. Finance internationale. Paris: PUF, 1997.
- BOYER, R. La théorie de la régulation: une analyse critique, Paris: La Découverte, 1985.
- Du fordisme canonique à une variété des modes de développement. In Boyer: R. et Saillard Y. Théorie de la régulation: l'état des savoirs. Paris: La Découverte.

- BOYER, R. Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches régulationnistes. L'année de la régulation : Etat et politique économique, v. 3, 1999.
- CACHEUX, J. Des défaillances financières au risque systémique: quelques enseignements des accidents financiers. Crise mondiale et marchés financiers. Paris, Cahiers Français, 1999.
- CHESNAIS, F. (Org.). La mondialisation financière. Paris: Syros, 1996.
- \_\_\_\_\_. La physiologie des crises dans le régime d'accumulation à dominante financière et les mécanismes de propagation de crise économique à l'échelle mondiale. In: Journée d'étude de l'appel des économistes pour sortir de la pensée unique, 1997.
- \_\_\_\_\_. La mondialisation du capital. Paris: Syros, 1997.
- \_\_\_\_\_. Tobin or not Tobin? Paris: éd. L'esprit frappeur, 1999.
- \_\_\_\_\_. Mondialisation: le capital rentier aux commandes. Temps Modernes, n. 607, Paris, jan/fev.2000.
- DUFOUR, J.-F. Les marchés émergents. Paris: Armand Colin, 1999.
- FANELLI, J. M. e Machinea, J. L. O movimento de capitais na Argentina. In: French-Davis, Ricardo e Griffith-Jones, Stéphany (Org.) Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso. São Paulo, Paz e Terra, 1997.
- FORTI, Scherer A., Américo Moreira C., Castilhos C. A concorrência pela localização de Investimentos Estrangeiros no Brasil: as razões da escolha da Ford pela Bahia. In Reis, C. N. (Org.) América Latina crescimento no comércio mundial e exclusão social. Porto Alegre: Dacasa Editora /Palmarinca, 2001.
- FREITAS, M. C. P. e Prates D. M. Abertura Financeira na América Latina: As experiências da Argentina, Brasil e México. Economia e Sociedade, Campinas, n. 11, 1998.
- FURTADO, J. La transformation des conditions d'insertion des économies à Industrialisation tardive dans l'économie mondiale. Thèse de doctorat, Paris, 1997.
- GOODHART, C. et al. Financial regulation: why, how and where now? London: Routledge, 1998.
- GRIFFITH-JONES, S. (1996), La Crisis del Peso Mexicano. Revista de la Cepal, Chiii, n. 60, 1996.
- GRIFFITH-JONES, S. e Cailioux J. Nuevos fluxos de capitales europeos hacia América Latina. Ciclos, v. 7, n. 13, 1997.
- GUTMANN, R. (1996), "Les mutations du capital financier", in Chesnais F. (Org.), La mondialisation financière, Paris, Syros.
- HALLARY, I. (1998). La globalisation des marchés financiers: incidence sur les stratégies des firmes américaines. Colloque de l'appel des économistes pour sortir de la pensée unique, 1998.



LAPLANE, M. e Sarti F. O investimento direto no Brasil nos anos go: determinantes e estratégias, NEIT/UNICAMP, São Paulo, 1997.

LAPLANE, M. e Sai-ti F. Investimento direto estrangeiro e o Impacto na balança comercial. Brasília: IPEA, TD 629, 1999.

LORDON, F. Fonds de pensions, piège à cons? mirage de La démocratie actionnariale. Paris: Raison d'Agir, 2000.

MIOTTI, L. e Plihon D. Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires. In: Convergence des systèmes financiers et dynamique finance-industrie. Paris: Colloque CREI-CEDI, 1999.

ORLÉAN, A. Le pouvoir de la finance. Paris: Odile Jacob, 1999.

PLIHON, O. Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques néolibérales. In: Chesnais F. La mondialisation du capital. Paris: Syros, 1996.

PLIHON, D. (1999) "Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale", in Cahiers français, Paris, La Documentation Française, n° 289.

SALAMA P. L'origine interne de la crise financière, Disponível em: <www http: www.webcom.com> Acesso em: (1996), "La financiarisation excluante, les leçons des économies latino-américaines". In: Chesnais F. (Org.), La mondialisation financière, Paris, Syros.

\_\_\_\_ Du productif au financier et du financier au productif en Asie et en Amérique latine. In: Convergence des systèmes financiers et dynamique finance-industrie. Paris: Colloque CREI-CEDI, 1999.

SERFATI'I, C. Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie. In: Chesnais F. (Org.), La mondialisation financière. Paris: Syros, 1996.

STIGLITZ, J. (2002), Morreu a economia keynesiana? Valor Econômico, 10,1 1e12/05/2002.

STIGLITZ, J. (2002), A globalização e seus malefícios: a promessa não-cumprida de benefícios globais. São Paulo: Editora Futura, 2002.

STRANGE, S. (1986), Casino Capitalism. Oxford: Blackwell, 1986.

Tavares, M. C. e Fiori, J. L. Desajuste global e modernização conservadora. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

TAVARES, M. C. e Melin L. E. A reafirmação da hegemonia norteamericana. In: Tavares M. C. e Fiori J. L., Poder e dinheiro. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.