

FINANCIAMENTO DO CAPITAL FIXO (1970-2012): DISSOLVENDO O PARADOXO APARENTE ENTRE FINANCEIRIZAÇÃO E AUTOFINANCIAMENTO EM CONTEXTO DE QUEDA DA TAXA DE LUCRO¹

Leandro Theodoro Guedes²
Elcemir Paço Cunha³

RESUMO

O objetivo do presente artigo é apresentar a tendência principal no padrão de financiamento dos investimentos em capital fixo entre 1970 e 2012 considerando as economias alemã, estadunidense e japonesa tendo em mira a comparação com a economia brasileira. Os dados sugerem que, embora não haja convergência da composição do financiamento dos investimentos, a tendência geral é de prevalência do autofinanciamento. O padrão observado para o período, contudo, apresenta um movimento de queda na taxa de lucros acompanhada desse autofinanciamento, diferentemente do período clássico do capitalismo e também do período do pós-guerra até a década de 1970. Procura-se dissolver o aparente paradoxo entre financeirização como financiamento externo e manutenção do autofinanciamento mesmo num contexto de queda da taxa média de lucro. Sugere-se que a estrutura de capital, composta de ampliação dos ativos financeiros e manutenção do autofinanciamento, surge como resposta do capital à queda tendencial da taxa de lucro em que os ganhos financeiros de curto prazo amortecem os efeitos sobre autofinanciamento produtivo.

Palavras-Chave: Padrão de financiamento; Capital fixo; Taxa média de lucro.

¹ Agradecemos à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (Fapemig) pelo apoio financeiro que tornou esse artigo possível e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal do Ensino Superior (CAPES) pela concessão de bolsa de doutoramento a um dos autores do texto.

² Doutorando em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Viçosa

³ Doutor pela Universidade Federal de Minas Gerais. Professor Associado da Universidade Federal de Juiz de Fora.

FINANCIACIÓN DE CAPITAL FIJO (1970-2012): DISOLUCIÓN DE LA PARADOJA APARENTE ENTRE FINANCIACIÓN Y AUTOFINANCIAMIENTO EN EL CONTEXTO DE BAJA TASA DE GANANCIA

RESUMEN

El propósito de este artículo es presentar la principal tendencia en el patrón de financiamiento de las inversiones de capital fijo entre 1970 y 2012 considerando las economías alemana, estadounidense y japonesa con el fin de compararlas con la economía brasileña. Los datos sugieren que, aunque no hay convergencia en la composición del financiamiento de inversiones, la tendencia general es hacia la prevalencia del autofinanciamiento. El patrón observado para el período, sin embargo, muestra un movimiento a la baja en la tasa de ganancia acompañado de este autofinanciamiento, a diferencia del período clásico del capitalismo y también del período de posguerra hasta la década de 1970. Buscamos disolver la aparente paradoja entre la financiación como financiación externa y el mantenimiento de la autofinanciación incluso en el contexto de una caída de la tasa media de ganancia. Se sugiere que la estructura de capital, compuesta por la expansión de los activos financieros y el mantenimiento del autofinanciamiento, aparece como una respuesta del capital a la tendencia a la baja de la tasa de ganancia en la que las ganancias financieras de corto plazo amortiguan los efectos sobre el autofinanciamiento productivo.

Palabras clave: Patrón de financiamiento; Capital fijo; Tasa de media de ganancia.

FIXED CAPITAL FINANCING (1970-2012): DISSOLVING THE SUPPOSED PARADOX BETWEEN FINANCIATION AND SELF-FINANCING IN THE CONTEXT OF FALLING RATE OF PROFIT

ABSTRACT

The goal of this paper is to determine the main tendency on fixed capital financing between 1970 and 2012 for German, American and Japanese economies comparing to Brazilian one. The data suggest that, even though there is no convergence in composition of sources of investments, the general tendency is the prevailing of self-financing. Nevertheless, the pattern observed shows a movement of fall in rate of profit as well as a steady self-financing, which differentiates this period from that of classic capitalism and that of post-war until 1970 decade. It seeks to dissolve the supposed paradox between financialization as external financing and maintenance of self-financing even in a context of falling rate of profit. One suggests that such structure of capital, composed by a growing finance asset and a steady self-financing, is a response of capital to the falling rate of profit in which short run finance gains damping the effects on productive self-financing.

Keywords: Financing pattern; Fixed capital; Average rate of profit rate.

1. INTRODUÇÃO

O objetivo do presente artigo é expor a tendência principal no padrão de financiamento dos investimentos em capital fixo, a partir dos anos de 1970, nas três principais economias de então (Alemanha, EUA e Japão) para comparação com a economia brasileira. Tomando esta última como a maior entre os países latino-americanos, sua consideração reflete certas condições significativas para toda a região.

De partida, entende-se por padrão de financiamento as repetições dos canais predominantes para o fluxo monetário, variando como proporções entre “fontes financeiras”, sendo elas externas, por meio de empréstimos bancários e capitalização (públicos ou privados), principalmente, ou internas (autofinanciamento), por meio de lucros retidos. Por seu lado, o capital fixo registra as inversões em meios de produção e serve de indicador do crescimento da massa de capital investida em tecnologias, além de expressar o processo de avanço das forças produtivas. O estudo das fontes de financiamento pode sinalizar o grau de autonomia do capital produtivo frente ao capital monetário de fontes externas e o quanto os avanços tecnológicos estão subordinados aos imperativos relacionados a essa autonomia.

Considerando o debate contemporâneo acerca da “financeirização” e das tendências anunciadas nas análises econômicas realizadas já nos anos de 1970 (a partir de Mandel), extraiu-se a hipótese de trabalho segundo a qual ocorreria, a partir daquela década, um processo de ampliação dos financiamentos externos e, portanto, a ocorrência de nova subordinação do capital produtivo ao financeiro como registrou a primeira fase do capital monopolista (até 1945).

Para uma verificação dessa hipótese de trabalho, recorreu-se a pesquisas já realizadas e a dados secundários discriminados na seção sobre metodologia, considerando três fatores fundamentais e relacionados: 1) a taxa média de lucro do capital; 2) a formação de capital fixo e 3) a delimitação dos fluxos financeiros destinados a investimentos produtivos, distinguindo a fonte externa da interna. Como será considerado adiante, a taxa média de lucro afeta a formação de capital fixo cujo aumento, por sua vez, pressiona *tendencialmente* para baixo a primeira,

produzindo efeitos gerais sobre os modos de financiamento da formação de capital, de modo que menores taxas médias de lucro poderiam implicar em menor autofinanciamento dos investimentos produtivos. Entretanto, como será visto a partir dos resultados, há circunstâncias históricas importantes que enfraquecem tanto a suposição de uma diminuição do autofinanciamento quanto a de uma nova predominância financeira sobre os investimentos produtivos. Constitui-se um aparente paradoxo, historicamente circunscrito, entre o aumento significativo do patrimônio financeiro das corporações do setor não financeiro e o autofinanciamento do investimento produtivo em contexto de queda da taxa de lucro. Tratar-se-á de dissolvê-lo.

Como também ficará à mostra, as análises dos dados referentes aos três fatores acima têm fundamento na crítica da economia política como alternativa às abordagens predominantes que enfatizam a racionalidade dos agentes econômicos, em contexto de competição e assimetria de informação, frente a opções preferenciais que, em última instância, explicariam, ao nível da firma, a escolha por fontes internas ou externas por critério subjetivo de risco. Abordagens diferentes no interior da economia das organizações⁴, como teoria da agência, custos de transação, *flow of funds*, *Trade-off Theory*, *Pecking Order Theory* etc., compartilham desses elementos mais ou menos em comum quando o assunto é a estrutura de capital, a exemplo das pesquisas sobre financiamento nos principais países da América Latina (BASTOS; NAKAMURA, 2009; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013). Particularmente a *Pecking Order Theory* admite, segundo Myers (1984), seu clássico propositor, a existência de uma hierarquia entre as opções de financiamento da operação das empresas, de acordo com a qual o autofinanciamento é a primeira opção, seguida pelos títulos de dívida e, por fim, ações (nos dois últimos casos, quando os fluxos de caixa são menores que o esperado). Tal hierarquização se dá porque existiria um

⁴ A economia das organizações consiste em um agregado de correntes com aproximações e diferenças. Entre as mais recorrentes, estão a teoria dos custos de transação, teoria da agência e teoria da gestão estratégica, conforme sublinharam Barney e Hesterly (2006). Os autores também consideraram por aproximação de interesse, correntes como o institucionalismo e a teoria da dependência de recursos. O institucionalismo também convidaria a atenção para a sociologia econômica e a teoria da dependência de recursos teve originalmente abertura para a análise marxista das organizações. Esse ensejo possibilitou a identificação de uma economia política das organizações e sua crítica (TÜRK, 1999), crítica esta à qual se filia a análise marxista das organizações. O próprio desenvolvimento da análise dessas correntes cabe a uma pesquisa dedicada.

aspecto de assimetria de informação, ou seja, os gestores da empresa possuem mais informações que os investidores externos e optam pela modalidade menos arriscada. Na abordagem alternativa apresentada adiante, entretanto, o enfoque recai sobre o movimento objetivo dos canais de financiamento no agregado e que refletem condições que contingencialmente podem contrariar a vontade daqueles agentes, como a própria variação das taxas médias de lucro que termina por moldar a estrutura de capital do setor não financeiro a despeito dos interesses envolvidos. Nessa direção, altera-se o nível de análise e, ao mesmo tempo, desloca-se a atenção para a dinâmica objetiva a qual os gestores particulares não controlam.

Além de permitir, portanto, uma avaliação no agregado histórico da variação daquele padrão de investimento, a discussão suscita aspecto contributivo em pelo menos duas direções.

Na primeira, e também em referência às abordagens dominantes na economia das organizações, o presente artigo é um esforço de aproximação entre a crítica da economia política e a administração (e nela, os estudos organizacionais), particularmente com respeito a interesses científicos presentes na administração política (SANTOS *et al.*, 2017) e nos estudos marxistas das organizações (FARIA, 2014; PAÇO CUNHA; FERRAZ, 2015; FERRAZ; FERRAZ, 2018), constituindo uma contribuição no terreno de uma crítica da economia política das organizações. Tanto no Brasil (FLORES; MISOCZKY, 2015; JUSTEN *et al.*, 2017; JORGE, ALMEIDA, CASTRO, 2018; FERRAZ, CHAVES, FERRAZ, 2018; PAÇO CUNHA, 2018; GUEDES; PAÇO CUNHA, 2018; CAMARA; MISOCZKY, 2019; JORGE, 2020) quanto no exterior (MARENS, 2009; VIDAL, ADLER; DELBRIDGE, 2015; VIDAL, 2019), é marcante o interesse pela crítica da economia política como alternativa de fundamentação para o estudo das organizações em conexão com a dinâmica econômica que aciona aspectos sociais, políticos e ambientais. Não se trata, portanto, de uma redução das organizações à economia, mas uma apreensão do movimento imanente do sistema econômico no qual as organizações (sobretudo a grande empresa, o Estado e associações de interesse) não são apenas constituídas, mas em que seus gestores econômicos e políticos também dão respostas com eficácia variada e que afetam, por sua vez, a própria dinâmica do sistema (PAÇO CUNHA; JORGE, 2018). Sem a fundamentação na crítica da economia política, essa própria dinâmica não é revelada e, igualmente, as organizações surgem mistificadas, sem explicação essencial de sua existência e transformação (MARENS, 2009).

Em uma segunda linha contributiva, coloca-se em primeiro plano e comparativamente a economia brasileira de acumulação dependente (FRANK, 1978) e de subordinação tecnológica (ALBUQUERQUE, 1990). É preciso dizer, no entanto, que o reconhecimento da subordinação econômica não é exclusividade de uma Teoria Marxista da Dependência. Isto posto, assume-se as existentes reciprocidades entre as economias que formam o capitalismo global, em uma dinâmica de desenvolvimento desigual e combinado, constituem um sistema hierarquizado que tende a congelar e intensificar as “diferenças internacionais na composição orgânica de capital” (MANDEL, 1982, p.57), conforme retomado adiante. Considerando, pois, o caráter subordinado, resta saber como isto se reflete no padrão de financiamento do setor corporativo não financeiro no Brasil, demarcando assim sua particularidade.

Com efeito, o restante do artigo está dividido em cinco partes além da presente introdução. Na parte imediata, consideram-se os aspectos metodológicos da pesquisa. Adiante, recupera-se a discussão sobre o padrão financiamento do capital fixo, procurando delimitar a relação entre as mudanças históricas nas duas primeiras fases do capitalismo monopolista e as tendências da taxa média de lucro como elemento fundamental explicativo (embora não único). Na terceira parte, apresentam-se os resultados da pesquisa que atualizam aproximadamente e de modo comparado as tendências que se marcaram de 1970 em diante. Na quarta parte, procura-se abordar de modo explicativo as condições que contradizem a hipótese de trabalho inicial. Por fim, seguem-se as considerações finais do artigo.

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Alguns aspectos de ordem metodológica são relevantes e precisam ser explicitados. O primeiro deles diz respeito aos fundamentos onto-epistêmicos ligeiramente anunciados antes, na introdução. A tradição teórico-metodológica a que o presente trabalho se vincula recorre à análise econômica a partir de dados como médio para se alcançar os nexos mais fundamentais da realidade a qual funciona independentemente da consciência do pesquisador. Ao lançar-se sobre a realidade, o pesquisador opera cognitivamente e em termos práticos inúmeras idas e vindas de aproximação do objeto de pesquisa, procurando especificar seus elementos constitutivos e sua transformação. Aqui sustenta-se que dialética é

o movimento da própria realidade que o pensamento procura reproduzir, explicitando suas grandes tendências (CHASIN, 2009; FARIA, 2015; PAÇO CUNHA, 2015; FERRAZ; CHAVES; FERRAZ, 2018).

Fundado na crítica da economia política inaugurada por Marx (2013), o materialismo aqui desenvolvido orienta a análise para as linhas de continuidade e descontinuidade históricas de tendências do sistema econômico. Investigar a manutenção ou mudança dos padrões de investimento é, nesse sentido, reflexo do ímpeto analítico que se debruça sobre os dados da realidade histórica em perspectiva longitudinal necessária à captura das mudanças, quando ocorrem. A delimitação da mudança dos investimentos em capital fixo tem uma conotação também importante. A massa de capital fixo permite apreender o grau de desenvolvimento das forças produtivas e, portanto, capturar também o processo de exploração econômica do trabalho que forma sua base no atual sistema econômico. Esse último elemento raramente é revelado pelas análises tradicionais que deitam olhos aos processos mais superficiais, como a oscilação dos preços das condições de produção.

A análise econômica aqui sugerida, nessa direção, resulta do propósito de se avaliar as tendências históricas não inteiramente discutidas pela literatura para o período após 1970 ou não explicitadas por agências internacionais. É assim que mudanças nas fontes dos investimentos em capital fixo ajudam a colocar em primeiro plano grandes tendências históricas do sistema econômico. Trata-se de análise com dados já disponíveis, promovendo certo escrutínio, quando for o caso, procurando avançar as análises existentes e que dão conta de certo comportamento dessa relação entre investimentos e capital fixo até a referida década.

Ainda é necessário considerar o caráter comparativo do estudo por envolver países diferentes (Alemanha, Brasil, Estados Unidos e Japão). Tendo longa tradição também na administração (cf. ETZIONI, 1974, a escola estruturalista da administração e a análise comparativa que a caracteriza) – sobretudo com respeito às organizações –, os estudos comparados permitem apreciar as igualdades e desigualdades entre países, no caso, com respeito às tendências históricas delimitadas. Não seria muito forçado considerar essa

tradição comparativa extraída da área da administração para considerar que as próprias economias nacionais possuem, por assim dizer, uma organização, tornando válido um processo comparativo. É um recurso importante que, dada a relação comparada, permite dar mais sentido às tendências internas de cada padrão nacional identificado. Isso ressoa com a tradição, já de longa data, dos estudos comparados de economia política (PONTUSSON, 2007)

O presente trabalho, portanto, pode ser especificado como um estudo descritivo e explicativo que operou sobre grandes tendências do sistema econômico, procurando identificar e apresentar tais tendências e suas alterações com vistas a especificar resultados históricos e apontar as razões operantes a eles. Trata-se de apreender o movimento da própria realidade e colocar em evidência os condicionantes principais. O impulso é, ainda que em medida muitíssimo menor, contribuir para “desvelar a lei econômica do movimento da sociedade moderna” (MARX, 2013, p.79).

Há, no entanto, pelo menos uma limitação aguda. Uma vez que os dados históricos são bastante difíceis de se obter, não foi possível aplicar técnicas de análise procurando estabelecer métrica de correlação de variáveis, por exemplo, ou técnicas ainda mais sofisticadas. O fato de a condição dos dados não ser perfeita para essa aplicação não impede, porém, que uma aproximação da realidade possa ser feita. A pesquisa se fundamenta no próprio estágio de aproximação da realidade objetiva e no próprio grau de desenvolvimento que a disponibilidade de dados, no caso, representa.

O trabalho contou com diferentes bases de dados sobre os quais se dedicou a análise. Os dados de taxa de lucro foram reunidos a partir da base disponibilizada em Maito (2014a) que estimou as taxas de lucro de diversos países (dentre os quais, aqueles analisados neste trabalho) em médias de cinco anos. Em seu cálculo, o autor considerou somente a razão entre lucros e capital fixo (que pode ser obtido pela soma de imóveis, instalações, maquinaria, veículos e outros fatores empregados diretamente na atividade produtiva), justificando-se que isso não necessariamente desvirtua a tendência geral. Cabe ressaltar que embora haja 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). Procurou-se nesses dados compreender como se comportou a taxa de lucratividade historicamente para Alemanha, Brasil, Estados Unidos e Japão.

Os dados de capital fixo foram extraídos da base de dados do Banco Mundial. 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, n.p). Evidentemente, o levantamento extrapola os meios de produção propriamente ditos, isto é, os equipamentos que entram diretamente na produção e que contam como capital fixo, contudo ressalta-se que este trabalho tem o escopo voltado para a apreensão de tendências, o que diminui o peso dessa imprecisão nos dados. Avaliou-se a medida do investimento em valores totais (em dólares de 2010) e como percentual do PIB nos países em análise.

Os dados sobre as fontes de financiamento foram retirados de artigos que se debruçaram sobre os países separadamente. Compreende-se que o autofinanciamento se dá com o financiamento do investimento com recursos próprios. Recolheu-se informações com respeito a patamares de autofinanciamento até 1970 a partir de Mandel (1968; 1982). Corbett e Jenkinson (1997) apresentam os dados de 1970 até 1994 em médias de cinco anos, em porcentagem para cada fonte de financiamento para Alemanha, Estados Unidos e Japão. Os dados de 1995 até 2012 para cada um desses países foram encontrados em artigos que investigaram cada país separadamente, por isso nesse intervalo a periodicidade não é a mesma. No caso do Brasil, os dados começam em 1987 e a partir de 2000 são fornecidos pelo Centro de Estudos de Mercados de Capitais do Instituto IBMEC (CEMEC). Contudo, em todas as fontes é possível ver claramente a diferença entre a porcentagem dos investimentos financiada por recursos próprios e a quantidade financiada por recursos de terceiros (especialmente crédito bancário).

Com relação às fontes de dados, é preciso fazer uma ressalva a respeito de suas limitações. Tanto o levantamento sobre formação bruta de capital fixo quando sobre o padrão de financiamento levam em consideração não somente o capital fixo (maquinaria e

instrumento de produção), mas todo o “investimento físico”, ou seja, todo o capital constante. Isso faz com que a análise sofra alguma imprecisão, mas na medida em que se trabalha aqui com as fontes centrais de dados acerca dessas categorias, entende-se ser possível entender os valores encontrados como uma aproximação do capital fixo. Essa alternativa evita uma capitulação da análise por não ter havido o acesso aos dados de capital fixo precisamente, mas não elimina a suposição de que o componente fixo tende a drenar maior parte dos recursos destinados ao capital constante.

3. CAPITAL FIXO, TAXA DE LUCRO E PADRÕES DO FINANCIAMENTO ATÉ 1970

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, p.582). Por sua vez, 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, p.298) escreveu, a “taxa de lucro” é “estímulo da produção capitalista, condição e força motriz da acumulação”.

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 histórico. Mais do que isso, e tendo o

Brasil em mente, tal comportamento 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.

Retomando o ponto, é possível dizer que a crítica da economia política não dispensa o papel do crédito para o processo de acumulação⁵. Em verdade, o crédito surge como uma de suas principais alavancas (MARX, 2013, p.702 e 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, p.656), isto é, parte dos lucros entram novamente no mesmo processo de onde foram retirados.

Abrem-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 da economia liberal, é a atenção dedicada à acumulação de capital progressivamente maior na forma de maquinaria como indício das tendências da reprodução ampliada do capital. A acumulação aqui é delimitada 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

⁵ Existe literatura com variadas outras inclinações e que destacou também o papel do crédito na economia capitalista (e.g. ROBINSON, 1969; KEYNES, 1973; SCHUMPETER, 1982; MINSKY, 2008). Além de ignorar o problema do valor (Robinson, por exemplo, deixa essa questão de lado conscientemente), a problemática do padrão de financiamento não é posta em todos os seus relevos nesta literatura.

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, p.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. Essas modalidades são afetadas, portanto, pela formação de capital e pela taxa média de lucro.

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, como indicado na hipótese de trabalho.

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, continua o autor:

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. 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, p.411-512).

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, p.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 sobreacumulação” (MANDEL, 1968, p.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 dividendos e, dessa forma, incentivaram um volume superior de lucros retidos destinados, na sequência, a

investimentos produtivos (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, p.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, p.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, p.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 desenharia. 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, p.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, p.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, p.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 (cf. nota de rodapé 3), 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, p.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 uma ampliação 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 economia decididamente 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 financista, 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 (BRENNER, 2003), conforme será discutido adiante.

Com efeito, diante das questões aludidas e que sugerem mudança no padrão de financiamento durante as diferentes fases do capitalismo monopolista, pode-se estabelecer a linha geral de desenvolvimento a seguir:

A primeira fase clássica do capitalismo monopolista testemunhou 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 financiariam, no entanto, a formação de capital produtivo, mas o crescimento do patrimônio financeiro das próprias corporações não financeiras. Nesse quadro geral após 1970, surgiria uma nova

predominância do capital financeiro à semelhança do ocorrido na primeira fase do capital monopolista, guardando suas idiossincrasias.

Mas qual é de fato o padrão das economias centrais e da economia subordinada brasileira após 1970 e em que medida há uma nova predominância financeira, como se argumenta?

4. ANÁLISE COMPARADA ENTRE OS PAÍSES SELECIONADOS A PARTIR DE 1970

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 tratados adiante, sendo suficiente para reconhecer as tendências que mais interessam pelo menos até 2012 como limite superior da disponibilidade dos dados.

4.1 TAXA MÉDIA DE LUCRO

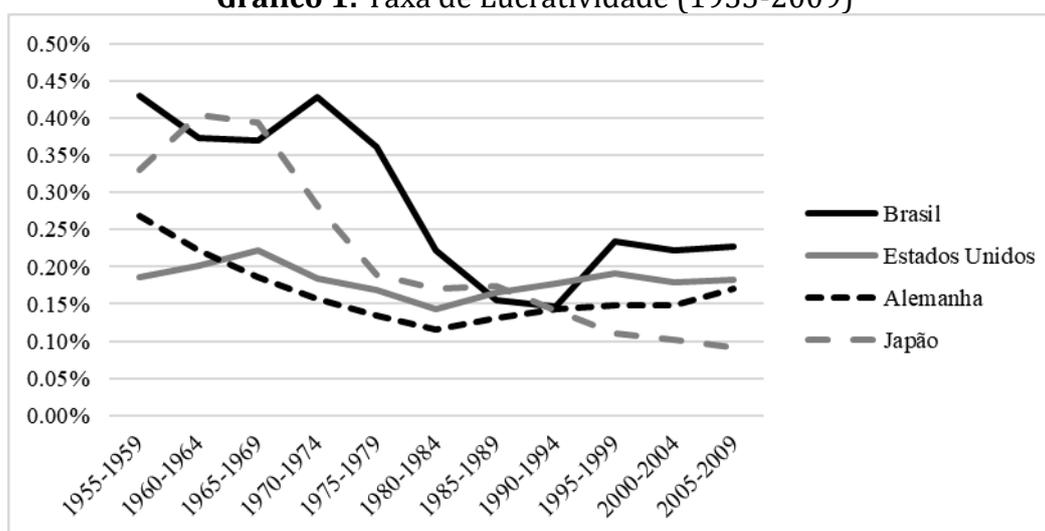
A taxa de lucratividade é um elemento central na reprodução do modo de produção capitalista. Sendo o resultado do ciclo produtivo do capital, tem implicações na acumulação de capital e também pode regular o pêndulo do financiamento dos investimentos (basta recordar a impulsão do autofinanciamento no período posterior à crise de 1929, em que houve aumento das taxas de lucros nas principais economias). Este aspecto 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 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, 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 (MAITO, 2014a, p.3).

Na medida em que se aumenta a proporção de capital constante em detrimento do capital variável, em condições de diminuição, manutenção ou baixa velocidade de crescimento da taxa de mais-valor, o valor contido nas mercadorias tende a baixar enquanto o capital fixo aumenta exponencialmente. Este movimento pressiona, por fim, a taxa de lucratividade para baixo. Mas, como alerta Albuquerque (1990), fala-se em queda tendencial porque existem aspectos que fazem 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, tem-se o seguinte movimento:

Gráfico 1: Taxa de Lucratividade (1955-2009)



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de Maito (2014a)

Pode-se destacar, como tendência geral, a queda desde a década de 1970. Mesmo com alguma recuperação em meados da década de 1990, a taxa de lucratividade não retomou aos patamares mais altos atingidos em meados do século XX. Tratando do Japão em primeiro lugar, conforme 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 aumento do mais-valor. 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 seguido de uma leve retomada no período dos anos de 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 intenso avanço tecnológico que, ao fazer com que haja um aumento na composição orgânica e na massa de capital, exerce pressão negativa sobre a taxa de lucro.

O caso do Brasil é mais detalhadamente explicado por Marquetti *et al.* (2010) que mostra 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 (em grande parte, importados), que não foi evitada nem mesmo pelas reformas que ocasionaram a redução os salários. Ainda assim, a aludida subordinação tecnológica, propriamente, pode ser um fator explicativo para o fato de o Brasil apresentar a taxa de lucratividade superior à das potências desenvolvidas.

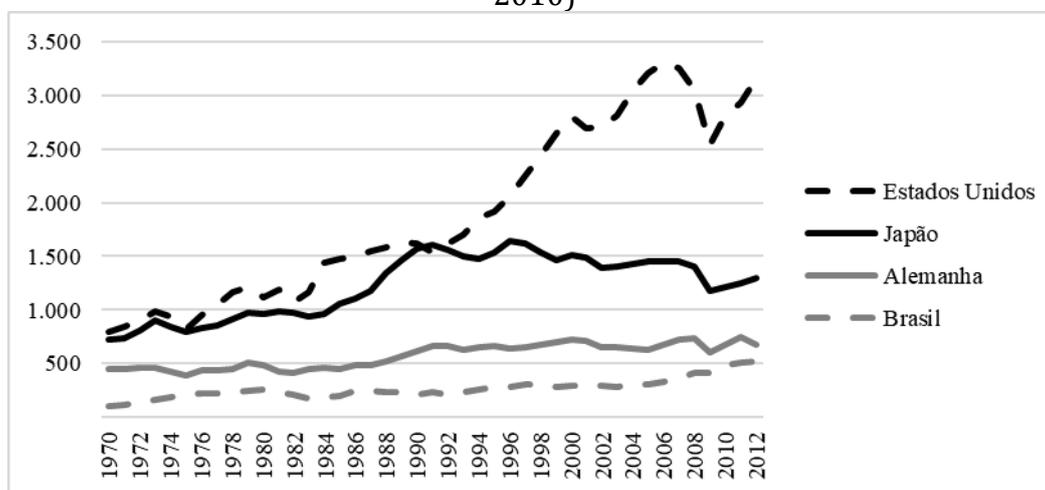
4.2 FORMAÇÃO DE CAPITAL FIXO

É desnecessário se delongar nas explicações sobre a importância do capital fixo na composição da economia de um país, haja visto 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.

Em primeiro lugar, é possível acompanhar como se deu esse movimento em termos absolutos, em dólares a preços de 2010 no Gráfico 2:

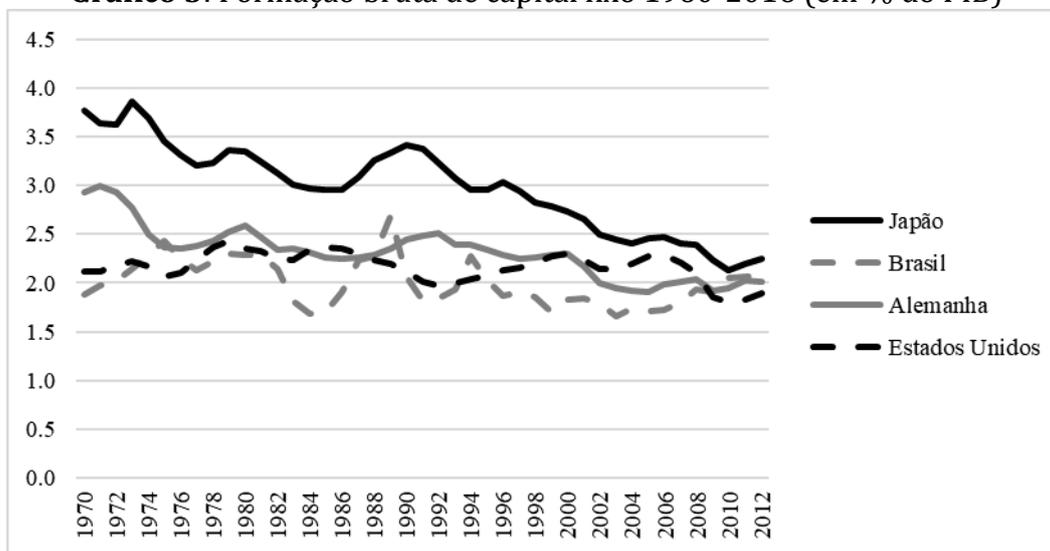
Gráfico 2: Formação bruta de capital fixo 1960-2016 (em bilhões de dólares a preços de 2010)



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de World Bank (2018a).

As informações contidas no Gráfico 2 são impressionantes e, embora mostrem um padrão de evolução diverso entre as potências desenvolvidas, evidenciam períodos de queda não muito longos, não ameaçando 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. Ao mesmo tempo, como apontou Maito (2014a), o fato de os países desenvolvidos terem investimentos maiores que o Brasil, reflete na taxa de lucratividade (mais alta justamente no Brasil). Esses dados 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)



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de World Bank (2018b)

Aqui, existe uma aproximação do Brasil com os países desenvolvidos, mas num contexto de menor participação percentual da formação de capital no PIB dos países desenvolvidos. No Brasil, não há manutenção de crescimento, que se dá em períodos episódicos sucedidos por quedas abruptas e mais duradouras que os períodos de alta, mesmo que o país tenha experimentado período de alto crescimento econômico nos primeiros anos da década de 2000. A tendência de queda (especialmente no Japão) da participação dos investimentos no PIB nas potências desenvolvidas pode mostrar que os setores produtivos têm apresentado menor importância nestas economias.

Esta diferença de patamar entre o Brasil e as potências pode ser decantada com ainda mais acuidade se adicionados 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 se manteve 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 considerado por autores como Albuquerque (1990) quando este afirmou, analisando a década de 1980,

que a queda da taxa de utilização se relacionava com a baixa consistência dos investimentos e isto também implicava o envelhecimento do maquinário utilizado.

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

Nesta fase da análise, é possível destacar que há, desde os anos 1970, a tendência de queda na taxa de lucro e também uma tendência de queda na participação dos investimentos em formação bruta de capital fixo no PIB dos países. Para o caso brasileiro, ainda, viu-se que nem mesmo as taxas de lucro mais altas puderam ser fortes o suficiente para impulsionar os investimentos no país.

Uma das explicações possíveis para este quadro geral 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 desenvolvidos, por outro lado, o patamar de acumulação de capital fixo faz com que a queda dos lucros não ameace aparentemente seu porte produtivo, além de receberem influxos dos capitais exportados pelas economias subordinadas.

4.3 PADRÃO DO FINANCIAMENTO

Viu-se que, por um lado, parece claro o distanciamento do Brasil dos países mais desenvolvidos quanto à taxa de lucro ou nos valores de formação bruta de capital fixo, embora o movimento tendencial ao longo do período estudado seja coincidente. Ao mesmo tempo, viu-se que uma taxa média de lucro maior não fez com que o Brasil chegasse ao nível de investimento dos países desenvolvidos em formação bruta de capital fixo. Agora, pode-se ver como é o padrão no financiamento desse capital fixo.

A literatura que se debruça sobre a análise deste aspecto se atém 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, toca-se nas teses contemporâneas mais importantes que se debruçam sobre o problema da financeirização, por exemplo, como tendência ressonante nos últimos trinta anos. Ver-se-á, assim, o movimento ocorrido nos países em análise neste trabalho.

Alemanha

Vê-se que há, para este país, uma progressiva tendência em direção ao autofinanciamento, que contrasta com a 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) (%)

Período	Autofinanciamento	Financiamento bancário	Outros
1970-1974	68,6	15,7	15,9
1975-1979	82,8	8,4	11,2
1980-1984	79,7	11,2	9,1
1985-1989	89,3	7,9	2,7
1990-1994	71,8	16,9	7,7
1996-2000	74	22	4
2001-2005	98	-15	17
2006-2010	105	-6	1

Fonte: De 1970 a 1994, Corbett e Jenkinson (1997, p.77). De 1996 a 2010, Detzer (*et al.* 2013, p.197). A coluna "Outros" representa fontes como ações, transferências de capital e títulos

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 os 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)⁶

Período	Autofinanciamento	Financiamento bancário	Outros
1970-1974	59,1	42,7	18
1975-1979	70,8	33,9	19,7
1980-1984	74,6	31,7	14,7
1985-1989	70,5	23	20,5
1990-1994	71,2	19,5	9,4
1994-1997	105,2	-12,5	8,4
1998-2001	106,1	-17,3	3,85
2002-2005	87,8	-14,2	5,3
2006-2009	94	4,4	-1,1
2009-2012	77,2	0,3	6,1

Fonte: De 1970 a 1994, Corbett e Jenkinson (1997, p.81). De 1994 a 2012, Shabani e Toporowski (2015, p.29). A coluna "Outros" representa fontes como ações, transferências de capital e títulos

O financiamento bancário tem reduzido sua participação exponencialmente, muito embora tenha sido mais importante que em outros países, pelo menos até 1994 (CORBETT; JENKINSON, 1997). Vê-se que as outras formas de financiamento externo, ao contrário, não são muito importantes. De modo mais exacerbado que a Alemanha, o Japão tem uma queda

⁶ Os dados correspondentes ao período de 1998 a 2012, obtidos do trabalho de Shabani e Toporowski (2015) estão em porcentagem, mas percebe-se que a soma das porcentagens para este período não chega a 100%, isto ocorre porque os autores fazem ajustes estatísticos que reduzem erros de arredondamento. Entre 1998 e 2001 os ajustes correspondem a 7,28%; de 2002 a 2005, 21,25%; de 2006 a 2009, 2,76% e de 2010 a 2012, 17,02%.

flagrante na acumulação de capital fixo e na taxa de lucratividade, como visto antes, 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 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)

Período	Autofinanciamento	Financiamento bancário	Outros
1970-1974	74,5	26,6	-1
1975-1979	91,5	14,1	-5,4
1980-1984	89,6	12,9	-2,6
1985-1989	103,7	23	-18,8
1990-1994	109,8	19,5	-5,3

Fonte: Corbett e Jenkinson (1997, p.84). A coluna "Outros" representa fontes como ações, transferências de capital e títulos.

Em adição, é possível encontrar dados no levantamento de Pollin e Heintz (2013, p.136) para a década de 1990 em diante, embora os autores realizem seu cálculo utilizando uma medida distinta: para indicar as fontes internas de financiamento do investimento, os autores realizaram a relação entre fundos internos e investimento em capital fixo. De 1990 a 2000 essa relação foi de 101,5; de 2001 a 2007, 107,3 e de 2007 a 2012, 128,2. Por outro lado, para indicar as fontes externas por meio de empréstimos os autores estabeleceram a relação entre o aumento do passivo e o investimento em capital fixo. De 1990 a 2000 a relação foi de 66; de 2001 a 2007, de 56, e de 2007 a 2012, de 36,2. Embora as bases dos dados possam ser

distintas pelas fontes, é possível dizer que a tendência pende cada vez mais para o lado do financiamento interno.

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. Em linhas gerais, está ausente, entretanto, um padrão idêntico definido entre as grandes potências no que se refere à composição dos investimentos. O que prevalece é a linha convergente no caso da dominância do autofinanciamento com alguma tendência geral de aumento nas últimas décadas, contrariando relativamente às expectativas de Mandel quanto ao comportamento do financiamento na terceira fase do capital monopolista e mesmo contradizendo também relativamente o declínio da taxa média de lucro, embora seja também destacável a diminuição da parcela do PIB dos países convertida em investimento em capital fixo.

Em grande medida, este é um ponto a ser destacado, o nível de autofinanciamento contraria as expectativas quanto ao seu comportamento na terceira fase do capital monopolista. Contraria igualmente a hipótese de trabalho sublinhada na introdução deste trabalho e, portanto, demanda explicação. Este problema será retomado em instantes. 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, p.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 (1987-2012)

	Autofinanciamento	Endividamento	BNDES	Outros
1987-1989	62,67	30	-	7,33
1990-1994	68	25,4	-	6,6
1995-1996	61	34	-	5
2000-2004	58,36	-	8,78	32,86
2005-2009	58,12	-	11,28	31,6
2010-2012	41,23	-	13,67	45,1

Fonte: De 1987 até 1996, Rodrigues Júnior; Melo (1999, p.31). De 2000 até 2017 CEMEC (2011, p.8; 2017, p.17). A coluna "Outros" representa fontes como mercado de capitais e investimento estrangeiro direto.

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 (de 2010 a 2012 a rubrica "outros" supera o autofinanciamento, mas aquela comporta uma série de formas de financiamento juntas). 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, contudo isso não modifica o padrão de financiamento no país sul-americano. As outras formas de financiamento se apresentam uma proporção pouco significativa até 2000. Desde então, verifica-se que têm algum aumento. Delas, destacam-se os valores de investimento estrangeiro direto (que podem não representar uma fonte externa, dada a possibilidade de serem recursos invertidos por matrizes das multinacionais). 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 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, p.185).

Em que pese a destinação de lucros para países menos desenvolvidos ou para ativos financeiros, ainda assim, predomina o autofinanciamento. Tendência que persiste em países com crescente aumento no investimento em capital fixo, como os Estados Unidos; ou com a participação dos investimentos em capital fixo no PIB cada vez menor, como no Japão, mas também se confirma para países com um histórico mais regular, como a Alemanha ou mesmo menos desenvolvidos como o Brasil. 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, mesmo com a queda das taxas de lucro. Contudo, algumas características se apresentam mais fortemente no país de economia subordinada do que nos países desenvolvidos, como a marcante presença de financiamento através de banco público no Brasil e isto evidencia a importância da participação estatal neste particular. Esta importância já foi evidenciada em outros materiais, como Santos (2017).

5. ESTRUTURA DE CAPITAL COMO RESPOSTA À QUEDA TENDENCIAL DA TAXA MÉDIA DE LUCRO

Neste tópico do artigo, procura-se oferecer uma explicação para a aparente dificuldade quanto às tendências de alta no autofinanciamento do capital em contexto de queda da taxa média de lucro. Ao mesmo tempo, a explicação esboçada auxilia na suspensão da tese de que as finanças sugam investimentos produtivos. Nesse quadro, é possível situar a economia

brasileira e sua integração subordinada, cujo dinamismo em certos períodos após 1970 serviu de fluxo de capitais para as economias centrais.

Nessa direção, para o conjunto dos países centrais considerados, a análise não pode abstrair da “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. A despeito 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, p.15-18; 48-89 a DUMÉNIL; LÉVY, 2014, p.89-91). Não obstante, para o movimento estadunidense, pode-se 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.*, 2013, p.197), brasileira (SOARES, 2017, p.185) e japonesa (SHABANI; TOPOROWSKI, 2015, p.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 não teriam função no financiamento dos investimentos em capital fixo. 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. Mas ao mesmo tempo, essa

tendência não interdita a indicação da prevalência dos investimentos sendo financiados por recursos próprios ou mesmo seria suficiente para comprovar uma nova predominância financeira.

Evidentemente essa adição abre uma discussão acerca do investimento em ativos financeiros que não é o foco direto do presente trabalho e não será detidamente tratado, mas é um fato importante, pois pode ser inclusive explicado pela tendência de baixa das taxas médias de lucro, levando “gestores do capital” (PAÇO CUNHA; JORGE, 2018) 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 tal ampliação aparece como efeito do rebaixamento das taxas médias de lucro que animam os investimentos.

Para o quadro esboçado ficar mais completo, restam certos elementos. Como visto, há uma tendência geral de aumento do autofinanciamento nas economias centrais em condições de queda da taxa média de lucro a partir da crise dos anos de 1970. Esse achado contraria a hipótese de trabalho lançada na introdução deste trabalho.

No sentido de encaminhar o esboço de explicação, é preciso, por um lado, 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, encontrando-se em estágio intermediário. Por outro lado, e ainda mais significativamente, é preciso considerar que a simultaneidade da queda das taxas médias de lucro, aumento do autofinanciamento e ampliação dos empréstimos para aquisição de ativos financeiros sugere que as taxas de lucro em queda são compensadas pelos lucros financeiros extraídos no curto prazo, garantindo distribuição de dividendos a ponto de não derrubar drasticamente os investimentos por meio fontes internas ainda que as taxas médias de lucro estejam comprimidas.

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. Há evidências de que a afirmação de uma predominância financeira na terceira fase possa ser um exagero teórico e, por isso, não condicionou (como causa) os decréscimos nos investimentos produtivos, uma vez que, como dito, o aumento do patrimônio financeiro se configura como uma resposta à queda da taxa média de lucro do setor corporativo não financeiro, cujas compras de ações tem se dado, pelo menos comprovadamente para o caso dos Estados Unidos, por meio de empréstimos (KLIMAN, 2011). Assim, a estrutura de capital obtida (autofinanciamento do capital fixo e aquisição de ativos financeiros por meios externos para resultados de curto prazo) é, antes, resultante da materialização histórica da lógica do capital cujos gestores econômicos não controlam. Trata-se de uma resposta global dos agentes econômicos e políticos de efetividade e duração a serem verificadas por outras investigações.

Essa análise de conjunto pode ser reforçada 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, p.23) 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”. 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” (DURAND; GUEUDER, 2016, p.24).

Vê-se que a composição da estrutura de capital não corresponde diretamente à expectativa de Mandel de uma baixa acelerada do autofinanciamento do capital fixo ou à linha dos autores da “financeirização”. Também não corresponde aos modelos que enfatizam a preferência dos agentes em razão da assimetria de informações e cálculos de risco. O

autofinanciamento do capital fixo no contexto atual, como ponto intermediário entre a primeira e segunda fase do capital monopolista, compõe-se às aquisições de ativos financeiros por compensação à queda nas taxas médias de lucro, procurando manter a distribuição dos dividendos e a formação de capital fixo em que, como sugerem Durand e Gueuder (2016) acima, as economias integradas na modalidade subordinada à dinâmica global possibilitam ganhos externos às economias mais desenvolvidas. O Brasil aparece como um desses elos.

6. 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, mesmo com taxas de lucro maiores. Destaca-se sobretudo o Brasil, como economia subordinada, tendo um nível mais baixo de autofinanciamento somado ao aumento da importância do Banco Nacional de Desenvolvimento como fonte de financiamento. Isso reforça o caráter de integração subordinada do Brasil no processo global, o que se evidencia também pelos diferenciais na formação de capital fixo. Sendo a principal economia da América do Sul, essa integração subordinada é uma legalidade facilmente generalizável para todos os países da região.

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 ou terceira fase do capital monopolista, como provisoriamente denominado. Esse ponto merece destaque justamente por mostrar como as tendências verificadas pela literatura para os ciclos

anteriores (predominância do financiamento externo antes de 1945 e predominância do autofinanciamento – com a subida das taxas de lucro – até 1970) não seguem a mesma linha no ciclo contemporâneo na medida em que existe a predominância do autofinanciamento do capital fixo simultaneamente à queda das taxas médias de lucro. Assim, a hipótese de trabalho investigada não foi completamente suportada pelos dados analisados em razão das circunstâncias históricas consideradas em que uma estrutura de capital se acomoda ao nível das taxas médias de lucro. Como sugerido, as fontes externas de captura de recursos parecem alimentar o crescimento dos ativos financeiros cujos resultados de curto prazo ajudam a sustentar os próprios efeitos da queda tendencial da taxa média de lucro e a garantir a manutenção da distribuição de dividendos. O quadro geral se mostra, no entanto, ameaçador por elevar consideravelmente a pressão sobre o endividamento das empresas. Os efeitos disso para um processo de aprofundamento das contradições do capital estão anunciados, como possibilidades de novas crises e condicionantes sobre o volume e a direção do avanço das forças produtivas.

O tipo de investigação realizada para o presente artigo é elucidativo das possibilidades inscritas no que se considerou, em sua introdução, por crítica da economia política das organizações. Apesar de as considerações presentes procurarem sempre atingir as tendências mais globais, nada impede que sejam realizadas pesquisas ao nível da firma. Da mesma forma, o fato de o presente trabalho fazer abstração em grande medida da atuação direta dos Estados nacionais de modo algum impossibilita esse caminho de pesquisa – antes, é exigido. Como alternativa no interior da economia das organizações, têm-se muito a ganhar em uma virada para a economia política das organizações e sua crítica, pois permite inclusive ultrapassar, como sugere Marens (2009), os limites das perspectivas econômicas predominantes na teoria das organizações.

REFERÊNCIAS

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

BARNEY, J. B; HESTERLY, W. Organizational economics: Understanding the relationship between organizations and economic analysis. In: CLEGG, Stewart R; HARDY, C; NORD, Walter R. (Org.). **The SAGE handbook of organization studies**. London: SAGE, 2006, p. 111-148.

BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, Aug. 2009.

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

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

CAMARA, Guilherme D; MISOCZKY, Maria C. A. A Produção Teórica sobre a Pobreza na Administração. **Administração Pública e Gestão Social**, p. 45-56, 2019.

CEMEC. Financiamentos dos investimentos no Brasil - Análise preliminar para relatório trimestral. **Trabalho de Discussão Interna - TDI CEMEC** No. 8. IBMEC, set., 2011. Disponível em: <<http://codemec.org.br/instituto/wp-content/uploads/2014/09/TDI-CEMEC-08-FINANCIAMENTO-DOS-INVESTIMENTOS-NO-BRASIL-AN%3%81LISE-PRELIMINAR-PARA-RELAT%3%93RIO-TRIMESTRAL.pdf>>. Acesso em 18 de mar. de 2018.

CEMEC. Relatório trimestral de financiamento dos investimentos no Brasil. **Nota CEMEC** no. 5. IBMEC, jun., 2017. Disponível em: <http://codemec.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.

CHASIN, José. **Marx - Estatuto Ontológico e Resolução Metodológica**. São Paulo; Boitempo. 2009

CHESNAIS, F. **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.

CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshio. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de Pecking Order e trade-off, usando panel data. **RAM, Rev. Adm. Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 4, p. 106-133, Aug. 2013.

DETZER, D.; DODIG, N.; EVANS, T; HEIN, E.; HERR, H. The German financial system and the financial and economic crisis. Studies in Financial Systems No. 3, **Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project**. 2013. Disponível em: <<http://fessud.eu/wp-content/uploads/PDF/German%20Financial%20System%20-%20Final%2015.05.2013.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

DOBB, M. **Economia Política e Capitalismo**. Rio de Janeiro: Edições Graal. 1978.

DUMÉNIL, G; LÉVY, D. **A crise do neoliberalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.

DURAND, C.; GUEUDER, M. 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.

ETZIONI, A. **Análise comparativa de organizações complexas**. Rio de Janeiro: Zahar; São Paulo: Editora da USP, 1974.

FARIA, J. H. Economia política do poder em estudos organizacionais. **Farol – Revista de Estudos Organizacionais e Sociedade**, Belo Horizonte, v. 1, n. 1, p. 65-112, jun. 2014.

FARIA, J. H. de. Epistemologia Crítica do Concreto e Momentos da Pesquisa: uma proposição para os Estudos Organizacionais. **RAM. Revista de Administração Mackenzie (Online)**, v. 16, p. 1-36, 2015.

FERRAZ, J. de M.; FERRAZ, D. L. da S. O materialismo histórico e dialético: porque ser contra-hegemônico não é necessariamente ser contra o capital. In: PAÇO CUNHA, E; FERRAZ, Deise L. da S. (Org.). **Crítica Marxista da Administração**. 1ed. Rio de Janeiro: Rizoma, 2018.

FERRAZ, D. L. S.; CHAVES, R. H; FERRAZ, J.M. Para além da epistemologia: reflexões necessárias para o desenvolvimento do conhecimento. **READ. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre. Online)**, v. 24, p. 1-30, 2018.

FLORES, R. K; MISOCZKY, M. C. Dos Antagonismos na apropriação capitalista da água à sua concepção como bem comum. **Organizações & Sociedade (Online)**, v. 22, p. 237-250, 2015.

FRANK, A. 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.

GUEDES, L. T.; PAÇO-CUNHA, E. A função das finanças no avanço técnico brasileiro (2005-2014). In: **Seminário Crítica da Economia Política e do Direito**, 2018, Belo Horizonte. Anais do I Seminário Crítica da Economia Política e do Direito, 2018.

HILFERDING, R. **O capital financeiro**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

JORGE, T. M.; ALMEIDA, V. C; CASTRO, V. S. Novos gestores orientados para as finanças ou velhos gestores orientados para o lucro?. In: **Congresso Brasileiro de Estudos Organizacionais**, 2018, Curitiba. V Congresso Brasileiro de Estudos Organizacionais, 2018.

JORGE, T. M. Ações e reações dos gestores do capital no Brasil (2004–2017). **Revista Brasileira de Estudos Organizacionais**, 7(3), 327-373, 2020.

JUSTEN, A.; GURGEL, C. R. M.; FERRAZ, D. L. S.; & PAÇO-CUNHA, E. Administração política: por uma agenda de pesquisa marxista. **Farol** – Revista de Estudos Organizacionais e Sociedade, 4(10), 663-759, 2017.

LENIN, V.I. **Imperialismo**: estágio superior do capitalismo. São Paulo: Expressão Popular, 2012.

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 Defense and Development, 1973.

KLIMAN, A. **The Failure of Capitalist Production**: underlying causes of the great recession. Pluto Press, 2011.

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.

MARENS, R. It's not just for communists any more: Marxian political economy and organizational theory. In: ADLER, P. **The Oxford handbook of sociology and organization studies**. Oxford University Press, 2009.

MARQUETTI, A.; MALDONADO FILHO, E.; LAUERT, V. The Profit Rate in Brazil, 1953-2003. **The Review of Radical Political Economics**, v. 42, p. 485-504, 2010.

MARX, K. **O Capital**. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2017.

MARX, K. **Grundrisse**. São Paulo: Boitempo, 2011.

MARX, K. **O Capital**. Livro I. São Paulo: Boitempo, 2013.

MINELLA, A. 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.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, July 1984

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.

PAÇO-CUNHA, E. Chasin e Mészáros: a propósito da assim chamada crise estrutural. **Anuário Lukács**, v. 2018, p. 155-185, 2018.

PAÇO-CUNHA, E. Engels, marxólogo: dialética e política. **Verinotio** (Belo Horizonte), v. 20, p. 151-162, 2015.

PAÇO CUNHA, E.; FERRAZ, Deise Luiza da Silva. Marxismo, Estudos Organizacionais e a luta contra o irracionalismo. **Organizações & Sociedade**, Salvador, v. 22, n. 73, p. 193-198, June 2015.

PAÇO-CUNHA, E.; JORGE, T. M. Personificações do Capital e Longa Depressão nos Estados Unidos: Contribuições de Robert Brenner para o Estudo dos Gestores do Capital no Contexto de Crise. In: **Enanpad**, 2018, Curitiba. Enanpad, 2018.

POLLIN, R.; HEINTZ, J. 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.

PONTUSSON, J. Methods in Comparative Political Economy. In: MJØSET, L.; CLAUSEN, T.H. (Ed.). **Capitalisms Compared**. (Comparative Social Research, Vol. 24), Emerald Group Publishing Limited, Bingley, 2007, pp. 325-333. [https://doi.org/10.1016/S0195-6310\(06\)24008-0](https://doi.org/10.1016/S0195-6310(06)24008-0)

ROBERTS, M. **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>. Acesso em 18 de mar. de 2018.

SANTOS, R. S. A integração do plano analítico: os estudos no campo da administração política. **Farol** – Revista de Estudos Organizacionais e Sociedade. V 4. N 10. Belo Horizonte. 2017

SANTOS, Reginaldo Souza *et al.* Administração política e políticas públicas: em busca de uma nova abordagem teórico-metodológica para a (re)interpretação das relações sociais de produção, circulação e distribuição. **Cadernos EBAPE.BR**, Rio de Janeiro, p. 939-959, dez. 2017.

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

SHABANI, M.; TOPOROWSKI, J. 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. Disponível em: <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/FESSUD_studies-in-financial-systems_Japan_final_study-28.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2018.

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.

TÜRK, Klaus. The critique of the political economy of organization. **International Journal of Political Economy**, v. 29, n. 3, 1999, p. 6-32. Doi: <https://doi.org/10.1080/08911916.1999.11643993>

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

VIDAL, M. Work and Exploitation in Capitalism: The Labor Process and the Valorization Process. In: Vidal, M., Smith, T., Rotta, T., & Prew, P. (Ed.). **The Oxford Handbook of Karl Marx**: Oxford University Press. Retrieved 27 Jan. 2019

VIDAL, M.; ADLER, P.; DELBRIDGE, R. When Organization Studies Turns to Societal Problems: The Contribution of Marxist Grand Theory. **Organization Studies**, v. 36, n. 4, p. 405-422, Apr 2015. ISSN 0170-8406.

WORLD BANK. **Gross fixed capital formation (constant 2010 US\$)**. 2018a. Disponível em: <https://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NE.GDI.FTOT.KD&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.

Submetido em 27/09/2020
Aprovado em 03/02/2021