



XV Congresso Brasileiro de História
Econômica & 16a Conferência
Internacional de História de Empresas
Osasco, 02 a 04 de outubro de 2023



ASSOCIAÇÃO
BRASILEIRA DE
PESQUISADORES
EM HISTÓRIA
ECONÔMICA

HISTÓRIA ECONÔMICA GERAL E ECONOMIA INTERNACIONAL

Bolhas, Queda da Taxa de Lucro e Quantitative Easing

Bubbles, Falling Rate of Profit and Quantitative Easing

Alberto Handfas, docente Universidade Federal de São Paulo (Dept Economia),
alberto.handfas@unifesp.br

RESUMO: Sob a perspectiva das teorias da acumulação e da moeda-dinheiro de Marx, procura-se avaliar em que medida a bolha de ativos financeiros das duas primeiras décadas do século XXI se articula aos ciclos de acumulação capitalista. Em seus ciclos de longo prazo, a lucratividade produtiva, tende a quedas cada vez maiores frente às recuperações, fazendo a acumulação produtiva perder dinamismo. Com isso - e ainda mais num ambiente de moeda escritural inconversível com a qual enormes expansões monetárias podem ser facilmente implementadas - novos fluxos de recursos procuram espaços à valoração na forma de capital portador de juros e sobretudo fictício. A hipótese daí sugerida é que os movimentos da taxa média de lucro empresarial produtiva, auxiliados pelo nível de entesouramento, explicam a formação de bolhas especulativas. Tais variáveis, relacionadas em modelo econométrico, são testadas e seus resultados debatidos em conjunto com contribuição à discussão histórico-teórica do tema.

Palavras-chave: Financeirização. Queda-da-taxa-de-lucro. Marx.

ABSTRACT: Under a Marxian money and accumulation standpoint, we assess to which extent the financial bubbles of the first two decades of the 21st century is linked to cycles of capitalist accumulation. In its long-term cycles, productive profitability tends to fall more and more in the face of recoveries, causing productive accumulation to lose dynamism. As a result - and in an environment of inconvertible scriptural currency with which huge monetary expansions can be easily implemented - new resource flows seek spaces for valuation in the form of interest-bearing capital and, above all, fictitious capital. The hypothesis suggested therein is that movements in the average productive corporate profit rate together with the level of hoarding, explain the formation of speculative bubbles. Such variables, listed in an econometric model, are tested and their results discussed together with a contribution to the historical-theoretical discussion of the theme.



Keywords: Financialization. Falling-rate-of-profit. Marx.

Introdução

O presente artigo procura debater teórica e empiricamente a evolução histórica da bolha de ativos especulativa formada nos mercados financeiros norte-americanos no período entre a crise de 2008 e a Pandemia sob a perspectiva da teoria da acumulação de Marx. A formação de tal bolha é apenas mais um episódio do que se costuma chamar de processo histórico de financeirização econômica, que tem marcado particularmente as últimas décadas do capitalismo mundial.

A mecanização intensificada na competição entre capitais faz o valor dos ativos fixos empresariais tornarem-se por demais pesados frente aos lucros, premidos pela competição que derruba o valor das mercadorias. Isso pressiona para baixo as taxas médias de lucro produtivo. Obviamente, antídotos são sistematicamente tomados para evitar e contrapor tais pressões. O confronto sistemático de tais forças contraditórias resultam, portanto, em ciclos de lucratividade que, ao fim e ao cabo, explicam os ciclos de acumulação. Afinal, os capitalistas decidem alocar mais ou menos em seus projetos de investimento produtivo de acordo com a lucratividade dos mesmos. Nas fases descendente e baixa do ciclo, os efeitos contrariantes – alguns dos quais são sugeridos por Marx no livro 3 do Capital (cap.14) – são colocados em marcha: tentativas de aumento da exploração do trabalhador, de expansão a mercados externos, de redução dos custos das matérias primas etc. Mas um dos efeitos pode ser também a procura por valorização financeira, como substituta momentânea (ao menos enquanto durar a baixa do ciclo) à sua contraparte produtiva – Marx menciona, o sexto tópico de sua lista de fatores contrariantes, arranjos financeiros que levem ao aumento do capital acionário.

O capitalismo já alcança três séculos de atividade propriamente industrial nos quais sucederam-se ciclos de acumulação. O espaço para recuperação lucrativa tem tendido a estreitar-se. Isso, não apenas está em linha com as sugestões de Marx, mas parece ter corroboração empírica. O que ajudaria a explicar a intensificação dos efeitos contrariantes, vários dos quais deliberada e conscientemente tomados pelas classes capitalistas através de seus representantes, os “elaboradores e operadores” de política econômica e social: a onda neoliberal e seus ataques aos custos do trabalho diretos



(salários e benefícios) e indiretos (serviços públicos historicamente conquistados pelas classes trabalhadoras e nações na forma de políticas fiscais). Mas explicaria também a onda de desregulamentação financeira, iniciada ao menos desde o fim de Bretton Woods – com a flexibilização monetária – e acelerada no Reaganomics (aprofundado por Bush e Clinton).

A escalada dos preços dos ativos financeiros – desde ações na bolsa, passando pela especulação imobiliária, a miríade de derivativos e títulos de dívida pública e privada (ambas batendo recordes históricos em tamanho relativo ao PIB) - seguem desde o pós-2008 a subir muito acima dos lucros contábeis empresariais e da atividade real da economia. É verdade que a política monetária não convencional expansionista, o Quantitative Easing (QE) ajuda a explicar tal situação, mas lembremos que ela é – em si - também consequência da temeridade provocada pela queda da lucratividade na acumulação produtiva e as pressões para governos e autoridades desregular e flexibilizarem a apropriação da mais valia por meios financeiros. É dessa investigação teórica, histórica e empírica que sugere-se aqui uma contribuição sobre o tema.

Assim, na seção 2 deste artigo, apresentaremos os dados relevantes do período estudado (segunda década do século XX) que mostram a formação de uma nova bolha rumo à crise sócio-econômica e pandêmica. Na seção 3 retomaremos as origens históricas deste e de outros movimentos especulativos do capitalismo contemporâneo em conexão com os ciclos de acumulação, procurando aí explicações no campo da Economia Política de Marx. Ao continuar tal investigação, faremos então na seção 4 uma revisão teórica sobre as interconexões entre acumulação e moeda em Marx para melhor nos posicionarmos no tratamento do tema em questão e na formulação da hipótese sugerida: a lucratividade produtiva representa uma variável fundamental para a explicação da formação de bolhas financeiras à medida em que ambas são negativamente correlacionadas. E o mesmo ocorre com outra variável auxiliar explicativa, o grau de entesouramento. Mediante a identificação de séries temporais disponíveis que representem o melhor possível tais variáveis, essa hipótese é econometricamente modelada e, assim, testada na seção 5, sendo finalmente discutida nas conclusões finais expostas na sexta e última seção.



2. A bolha financeira pós crise dos subprimes nos EUA

No pós-crise de 2008, as autoridades monetárias das economias centrais, particularmente o Federal Reserve, emitiram dezenas de trilhões em dólares, naquilo que ficou conhecido como os Quantitative Easings, QEs – a maior política de expansão de base monetária da história. Num primeiro momento, o FED almejava evitar crise de crédito sistêmica: para salvar grandes empresas e instituições financeiras, altamente alavancadas, criou moeda em massa para comprar, por valor de face, “ativos tóxicos” com valor presente quase nulo e, assim, limpá-los dos balancetes do setor privado. Evitou assim uma inaudita espiral de falências que arrastaria de gigantes a médias e pequenas empresas financeiras e não financeiras nos EUA e, mundo afora.

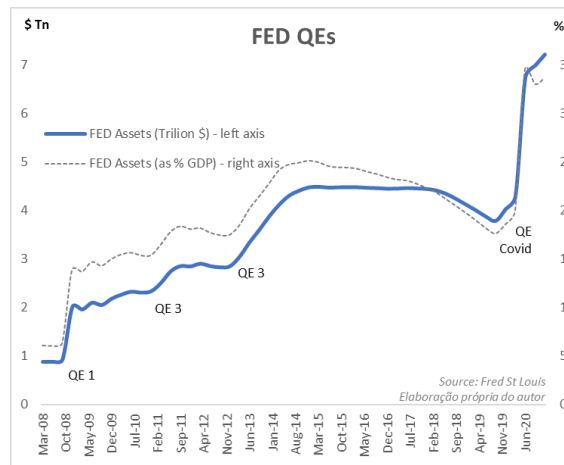


Figura 1: Ativos no Balancete do FED mais que septuplicam com os QEs

Num segundo momento, duas novas rodadas de QE foram deslançadas para adquirir títulos da dívida pública e evitar a subida das taxas longas de juros nos mercados – algo similar ao que ocorre neste início de 2021. A **Figura 1** mostra que o balancete do FED cresceu mais de US\$ 3,5 trilhões entre fins de 2008 e 2014. Reduziu um pouco no quinquênio seguinte para, diante da pandemia, crescer novos US\$ 3,5 tri em apenas um ano; ultrapassando os US\$ 7,5 trilhões (mais de 35% do PIB) em março/2021.

Essa massa enorme de moeda salvou a riqueza dos investidores financeiros ao manter artificialmente elevados os preços dos ativos: tanto porque o FED puxou para cima a demanda por tais ativos, ao compra-los “no atacado”, quanto porque, ao enxarcar os mercados de liquidez, injetou ainda mais demanda na esfera dos ativos financeiros. Numa economia que, por recuperar-se apenas fracamente da recessão 2009-11, carecia



de oportunidades de investimentos produtivos, isso fertilizou o terreno no qual germinou e cresceu a enorme bolha financeira ilustrada no gráfico da **Figura 2**.

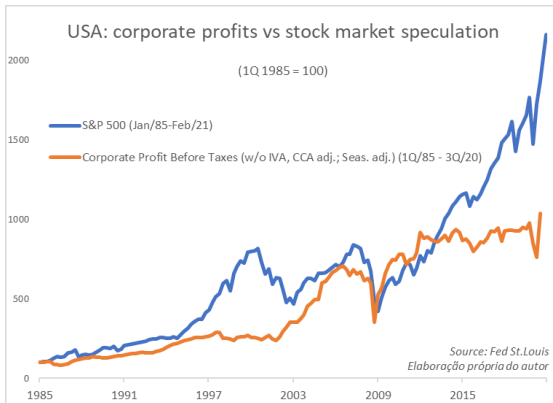


Figura 2: Bolha especulativa – lucro empresarial e bursátil

No decênio entre o terceiro trimestre de 2009 (superado o estresse inicial do crash dos sub-primés) e o terceiro de 2019 (antes das primeiras informações sobre a Covid19), enquanto o lucro produtivo empresarial elevou-se em apenas 43%, o preço médio das ações na bolsa (medido pelo S&P500) experimentou uma vertiginosa alta de 190%. Note -se aí que as curvas do lucro produtivo (dourada) e bursátil (azul) corriam parhas - por várias décadas, a despeito de distorções pontuais - até meados dos anos 1990. Uma bolha especulativa, alimentada pela febre do “ponto-com”, formara-se no final de tal década fazendo com que, entre 1996 e fins de 2000, o preço médio das ações se elevasse 122% enquanto o lucro produtivo crescia 0%. Uma diferença impressionante e, ainda assim, superada agora pela bolha 2009-19 (que segue inchando). Tal bolha (ponto-com) estourou em 2001; até que uma nova, a dos “sub-primés”, se formasse poucos anos depois. Três grandes bolhas em cerca de vinte anos.

Não que crises financeiras de grande monta inexistissem antes. Houve sim fortes turbulências nas duas últimas décadas do século passado. Contudo, exceto o crash de 1987, as crises cambiais e de “endividamento” ocorridas nos anos 1980-90 costumam ser vistas como circunstanciadas à periferia “emergente” - latino-americana, leste-asiática ou russa. Em todo o caso, parece haver uma intensificação e aceleração da frequência de bolhas financeiras nos últimos trinta anos. Afinal, se na superfície elas



são diferentes (periféricas ou centrais), parecem entretanto compartilhar algo subjacente e profundo em suas essências. Algo que as conecta na dinâmica histórica na qual elas evoluem. Afinal, qual é o fator essencial e profundo a causar tais crises recorrentes?

Se a ortodoxia econômica hegemônica – imersa em sua fé inquebrantável nos equilíbrios ótimos e apoloéticos do “livre mercado” e em modelos a-históricos, a-sociais e irrealisticamente racionais de precificação e diversificação – mal oferece respostas, no campo da heterodoxia, mais crítico e historicamente referenciado, há um rico debate teórico sobre os fundamentos subjacentes às frequentes crises financeiras (Lapavistas, pp.15-50). Suas explicações não infrequentemente acusam a desregulamentação financeira neoliberal e/ou as barbearagens de política macro-monetária (o expansionismo monetário exacerbado atual, por exemplo). Ou então descrevem atitudes comportamentais temerosas dos “agentes”: do “moral hazard” e da assimetria de informação (supostas “imperfeições” de mercado neokeynesianas) aos ciclos “hedge-ponzi” minskyanos. Não que tais fatores não sejam reais nem relevantes à compreensão das crises. Eles os são - e muito. Representam, porém, menos causa do que consequência no encadeamento de eventos que levam às crises capitalistas. São antes descrições de respostas - das classes dominantes e seus interesses rentistas - a lances prévios, sejam elas através do aparelho estatal, como nos dois primeiros casos, sejam por meio de conduta (de capitalistas/investidores) psico-socialmente disruptiva, como nos três últimos casos.

Ao invés, o presente artigo procura focar na análise da dinâmica da acumulação de capital, mais particularmente na “mais importante lei da economia política”, a queda tendencial da taxa de lucro (MARX, 1991 p. 748).

3. Acumulação de capital, moeda e a queda da lucratividade

Os ciclos financeiros, esse padrão recorrente e sequencial de formações e estouros de bolhas, guardam nítida relação – ainda que indireta e assíncrona - com os ciclos de acumulação do capital. E estes são determinados pela dinâmica de longo prazo da taxa de lucro empresarial (produtiva) média da economia. Tal dinâmica resulta de forças



contraditórias no processo de acumulação no longo prazo. De um lado, há uma tendência geral de mecanização generalizada (intra e inter ramos industriais) na composição dos investimentos – a saber, a substituição em tal composição de dispêndios com salários e benefícios por maquinários e novas tecnologias – que pressiona para baixo a lucratividade média da economia como um todo (idem, cap.13). De outro, há fatores contra-tendências operando no sentido oposto, como as tentativas de elevar a taxa de mais-valia ou de ultrapassar limites nacionais do mercado (ibidem, c.14). O resultado dinâmico de tal contradição – que dá um caráter apenas “tendencial” à Lei da Queda da Taxa de Lucro – são os ciclos de lucratividade, que determinam os ciclos da própria acumulação, algo observado empiricamente: os ciclos da taxa de lucro e as longas ondas de acumulação (com booms e depressões/recessões de tempos em tempos) e fenômenos a elas subordinados tais como a globalização, ondas especulativas etc.

Vale notar, em todo o caso, que os efeitos contrariantes apenas atrasam e reduzem o impacto no médio prazo da queda geral na lucratividade produtiva capitalista. Os impactos da mecanização generalizada são, ao fim e ao cabo, mais determinantes sobre a taxa de lucro geral da economia numa escala secular do que os dos efeitos contrariantes (KLIMAN, 2014; MOSELEY, 2017.; MAITO, 2015 in Roberts, 2016). No decorrer, não de décadas, mas de (já três) séculos, a tendência preponderante baixista na lucratividade média na produção de mercadorias leva, ao que tudo indica, a crises cada vez mais profundas e a menor espaços às recuperações econômicas. Isso limitaria gradativamente o pleno desenvolvimento das forças produtivas ao levar cada vez mais capitais a procurarem valorarem-se de formas alternativas àquela da realização de lucro produtivo: de guerras a drogas e destruição ambiental, passando é claro pelo rentismo financeiro – que ocupa papel cada vez mais preponderante.

Acumulação e moeda escritural

As complexidades da acumulação do capital, para Marx (como a Keynes) só podem contudo ser compreendidas à luz de sua teoria monetária. A moeda evolui historicamente assumindo formas diferenciadas adequadas ao cumprimento de funções necessárias ao desenvolvimento econômico. Com o avanço da acumulação capitalista



em larga escala, a moeda escritural conversível – e mesmo, mais tarde, inconvertível e regulada pelo estado - guarda relações orgânicas com a acumulação do capital via o sistema de crédito. Os bancos (ainda que regulados pelo Banco Central) as criam para financiar investimentos empresariais; sua quantidade na circulação é assim também intermediada endogenamente pelos ciclos de acumulação e, indiretamente regradas pela atividade de entesouramento, mesmo que de um modo diverso do ouro. Por isso, ainda que com certas deficiências, a moeda escritural, mesmo sendo inconvertível, pode existir dentro e fora da esfera de circulação e é capaz de sobreviver perenemente como moeda.

Obviamente o mesmo não vale à moeda meramente fiduciária. Marx a menciona em exemplos históricos, como o “continental” ou o “assignat” - adotados respectivamente nas Revoluções Americana e Francesa (MARX, 1993a, pp. 158-9). Nem tanto por não ter lastro no ouro, mas sobretudo por carecer de qualquer conexão com o sistema de crédito e de financiamento da produção. Embora sobreviva por algum tempo na esfera da circulação, não pode existir fora dela -sendo inútil à acumulação. Terá, por isso, vida curta assim que o estado, ao elevar sistematicamente sua emissão, gere hiper-inflação.

Moeda como Dinheiro

Numa economia capitalista plenamente industrializada, portanto, além de medida de valor e meio de circulação, a moeda precisa exercer a função de “dinheiro em si”. Sendo já o equivalente geral amplamente aceito, ela se torna uma forma independente de valor. Embora deva sua existência inicial ao mundo das trocas entre mercadorias, de onde surgiu, a moeda deixa de delas depender. Sua existência passa a ser algo ensimesmada pois visa agora primordialmente preservar riqueza – que precisará ser usada nos investimentos do período seguinte. Assim, parte das moedas saem da esfera circulação de mercadorias (mantendo-se como moeda-dinheiro em formas de ativos financeiros líquidos) justamente para servirem como reservas de valor. As complexidades da acumulação criam tal imperativo. O capitalista realiza transações com a meta de lucrar, mas não se limita à esfera da circulação, tornando-se agora especialista em acumular com produção de mais valia.



Assim, a meta do proprietário privado do dinheiro-capital é ampliar seu valor mediante acumulação de capital industrial, possível com a exploração (a troca desigual entre trabalho e força de trabalho). Mas há defasagens temporais em cada nó do circuito que percorre o capital; defasagens necessárias à reprodução. O dinheiro, que permite separar os atos de compra e de venda, aqui se torna mais crítico pois funciona não apenas ao mover-se mas também ao estancar-se. Como se vê, a função da moeda como “dinheiro em si”, revela um papel social abstruso da moeda nas entranhas da acumulação capitalista. Para melhor compreendê-lo, Marx divide-o em três dimensões: entesouramento, meio de pagamento e dinheiro mundial.

O *entesouramento* regula a quantidade de moeda necessários à circulação das mercadorias (MARX, 1990; p. 134). Ademais, por precaução, negociantes retêm montantes de dinheiro para lidar com flutuações inesperadas de preços de mercadorias que pretendem comprar ou vender mais adiante. Capitalistas necessitam manter consideráveis recursos em caixa na preparação aos projetos de investimentos em capital fixo – que exigem enormes somas a serem empenhadas de uma só vez, com largos intervalos entre um projeto e outro. Empresas precisam adiantar reservas já no início de um período que garantam o capital de giro (gastos correntes) enquanto as vendas não se realizam e a receita delas decorrente não é efetivada. Assim retém-se partes da mais valia de sucessivas rodadas (giros) de acumulação – evitando distribuição de dividendos aos capitalistas e postergando outros investimentos menores e de mais curto prazo – para constituir o fundo necessário à aquisição do capital fixo de grande monta. Mas nos circuitos do capital, durante a acumulação, emergem contradições dialéticas entre as funções meio-circulante e reserva-de-valor. Se a moeda garante o fluxo dos valores no circuito, ela (ou parte dela), ao ser entesourada, simultaneamente retarda e até interrompe tal fluxo. E, no entanto, ambas funções são igualmente essenciais à reprodução do capital (MARX, 1992 cap. 2).

Como *meio de pagamento*, a moeda garante a fluidez de atos separados das transações comerciais. A generalização destas gera a necessidade do crédito comercial entre capitalistas (empresário e seu fornecedor e assim por diante), que passa a ser então uma das dimensões da função dinheiro (meio de pagamento) da moeda. Como



desdobramento imperativo, surgem instituições que garantam a compensação de tais meios de pagamento (notas comerciais) bem como de outros instrumentos similares: debêntures, comercial papers, letras de câmbio – que já seriam formas rudimentares de moeda-crédito à medida em que passam a circular entre capitalistas como meio de troca (além de pagamento) de mercadorias. Bancos, assim, descontam tais letras, incluindo-as em suas carteiras de títulos de seus balancetes (como ativos), através de pagamento com notas bancárias (moeda escritural) por eles emitidas, registradas no lado do passivo. Similarmente, depósitos de correntistas, também registrados como uma rubrica do Passivo bancário, passam a ser usados como meio de pagamento pelos bancos, bem como pelo público em geral por intermédio de cheques ou transferências. Desnecessário acrescentar, os bancos usam parcelas de tais depósitos para comprar letras, títulos etc; ou seja usam os depósitos dos correntistas para emprestar a firmas necessitadas de recursos para investir/acumular, ou mesmo a financiamento de consumo das famílias. Tudo isso exige a institucionalização de um sistema monetário nacional com caixa de compensação interbancário e autoridades reguladoras.

E esse montante crescente de moeda-crédito/escritural é lastreado pelos ativos bancários inclusos nos balancetes dos bancos privados. Embora haja neles ouro (hoje bem menos que à época de Marx) e notas dos grandes bancos nacionais (do Banco Central hoje em dia), a parte mais dinâmica e relevante de tal ativo refere-se à carteira de títulos privados (letras e empréstimos a firmas) compensados com emissão de moeda escritural (e criação de depósitos). Conforme tais empréstimos vencem, os devedores (firmas) os amortizam com notas bancárias ou com transferências de seus depósitos, retornando moeda escritural ao banco. E isso é crítico para Marx pois revela que a criação/destruição de moeda escritural acompanha os e é determinada pelos ciclos de acumulação de capital, i.e. de investimentos empresariais.

3. Moeda-crédito, acumulação e financeirização

Assim, mais uma vez, Marx expõe a dialética da reprodução capitalista em sua relação com a moeda, neste caso, sua função como dinheiro (1992, p.396). Por um lado, na sua dimensão *entesouramento*, tal função pode interromper o circuito do capital e atrasar acumulação ao retirar dinheiro dos circuitos de valoração, prorrogando ou mesmo



impedindo a realização das vendas. Por outro lado, na dimensão *meio de pagamento* (moeda-crédito), o capital-dinheiro pode compensar tal interrupção: “O capital-dinheiro que o capitalista ainda não pode empregar em seu próprio negócio é empregado por outros que lhe pagam juros pelo uso do capital. Este lhe serve como capital-dinheiro em sentido específico, como uma espécie distinta do capital produtivo. Mas serve como capital [produtivo] nas mãos de outros.” (idem, p.396). E isso pode acontecer com empréstimos direto entre empresários quanto através de depósitos bancários (também mais valia entesourada por terceiros) realocados pelos bancos. Isso não significa de modo algum que Marx sugira igualdade entre poupança e investimento, algo como na lei de Say (com a qual discordava).

Ao contrário, ele explica que “a quantidade total de dinheiro é sempre igual à soma do dinheiro entesourado ao dinheiro em circulação”, significando que há sempre parte dos recursos monetários ociosos – origem portanto do problema da realização na reprodução do capital. Ademais ele nota (profeticamente) que a própria atividade creditícia, com a profusão dos instrumentos financeiros, tem efeitos contraditórios à reprodução do capital. Ela compensa as dificuldades de realização, esticando a acumulação; mas também “ajuda a manter muito mais separados os atos de comprar e vender e, portanto, serve como base para a especulação” (MARX, 1991, p. 567)¹.

Fica claro aqui, em todo o caso, que a moeda escritural não é um mero véu, e nem tampouco é neutra. Ela surge por fora da esfera da circulação e interfere tanto na produção quanto na realização das mercadorias e de valor. Por seu profundo enraizamento na acumulação capitalista, ela – mesmo não sendo lastreada por metal precioso – é capaz de exercer de forma relativamente eficiente várias funções requeridas a uma moeda. Como vimos até agora, ela exerce bem o papel de moeda como dinheiro - tanto de entesouramento como, é claro, de meio de pagamento. É também facilmente aceitável como meio de troca. Já quanto a ser medida de valor, problemas de tipo inflacionários podem surgir se ela não for lastreada – mas mesmo neste caso, isso depende da maneira com a qual ela é administrada pelas autoridades e

¹ Em algumas passagens do volume III (e.g. início do capítulo 30), Marx discute um pouco mais em detalhes tal aspecto especulativo gerado pela parafernália creditícia, na qual o capital-dinheiro arranja meios de valorizar-se sem converter-se em produtivo (capital-mercadoria), antevendo a financeirização parasitária.



pelo sistema de crédito. Durante o século XIX e até 1971, a moeda escritural era usada em concomitância com a metálica em quase todo o mundo. Como o ouro ainda era usado como dinheiro (ainda que representado pelas moedas nacionais a um câmbio fixo), uma parcela dos ativos (reservas) dos balancetes bancários eram metálicos, sendo a outra composta de carteiras de papéis creditícios. Assim, se os depósitos e notas bancárias são moeda, esta é lastreada tanto pelo ouro quanto pela dinâmica entre entesouramento e acumulação que determinaria em última instância o valor da parte creditícia do lastro.

Seguindo o raciocínio de Marx, o valor de troca de tal moeda deveria seguir o ciclo da acumulação, ou o ciclo dos negócios (ITOH, 50). Grosso modo, para um dado valor do ouro, o valor da moeda-crédito cai com a elevação da quantidade de crédito criado e, inversamente sobe com a destruição de tal crédito. E os preços das mercadorias sobem (caem) com a queda (alta) do valor da moeda. Na fase ascendente, os bancos elevam sua atividade creditícia para atender as necessidades de financiamento da acumulação; criando assim mais moeda escritural, cujo valor portanto tende a cair – gerando pressão inflacionária. Com a crise após o boom, há aumento de demanda por dinheiro como meio de pagamento, expressa pela aceleração de destruição de depósitos à vista, para quitação de dívidas. Os bancos, ao defender suas reservas, evitam realizar novos empréstimos (elevando a taxa de juros). Com isso reduz-se a quantidade de moeda-crédito, o que permite recuperar seu valor da troca – gerando pressões deflacionárias sobre preços. Mas tais pressões inflacionárias e deflacionárias tendem a ser amortecidas pela âncora do ouro. Por isso os episódios de alta e baixa nos preços eram sempre limitados, à medida em que a moeda segue tendo vínculo direto com o valor do ouro.

Moeda contemporânea, escritural e inconvertível

Com o abandono do sistema Bretton Woods, decretado finalmente por Nixon em 1971, o dólar e – por conseguinte – as demais moedas nacionais perderam por completo sua âncora metálica. A moeda-mercadoria (ouro) ao deixar de ter qualquer relevância nas reservas e no lastro das emissões de depósitos e notas bancárias, perde seu papel no processo de acumulação. A conexão entre o valor de troca da moeda-crédito e o do



ouro deixa de existir, exceto talvez como lembrança atávica. Com isso, tal moeda enfraquece sua capacidade de exercer com mais maestria a função medida de valor, reduzindo assim capacidade de manter estabilidade de preços sobretudo quando poder de compra (crédito/liquidez) em excesso é injetado à demanda agregada em ambientes de baixa acumulação e rigidez de oferta (SHAIKH, 2015, cap 15). Resta, portanto, uma questão absolutamente crítica: ela pode ainda exercer sua função de reserva de valor?

Marx não elaborou o suficiente sobre o tema – nem se poderia esperar que o fizesse; adivinhações aleatórias com mais de um século de antecedência não faziam parte de seu método científico, nem tampouco de seu objetivo político. Há interpretações e suposições divergentes de autores marxistas a respeito. Alguns consideram que sua teoria trataria o dólar atual como uma mera moeda fiduciária, cujo valor (ou inversamente, a expressão monetária do tempo de trabalho) seria determinado(a) simplesmente por sua quantidade emitida vis-à-vis o valor total das mercadorias em circulação, como numa equação de troca da Teoria Quantitativa da Moeda (Moesley, 2011; s2016). Outros autores são menos assertivos quanto a isso; aceitando portanto algo mais intermediário (SHAIKH, 2015; SAAD-FILHO2002). A experiência inflacionária dos 1960-70 parecia dar razão aos primeiros; o que ocorreu nos últimos vinte anos (particularmente as emissões à la vontade e não-inflacionárias dos QEs), contudo, mostram algo diferente.

A teoria marxiana oferece ferramentas à elaboração de novos desafios. Embora fiduciária, as moedas contemporâneas, seguem tendo uma relação essencial com o processo de acumulação produtiva. São ainda essencialmente moeda-crédito. Portanto, a despeito de distorções institucionais derivadas de seu caráter fiduciário, sua expressão monetária (do valor trabalho) é ainda, ao menos em parte, consideravelmente determinada pelo processo de acumulação. Veremos mais sobre isso adiante.

Moeda, imperialismo e instabilidade financeira

Nos últimos cem anos, a forma da moeda Dinheiro Mundial foi sendo alterada com o desenvolvimento de um complexo sistema internacional de crédito, calcado em grandes centros financeiros localizados nos países capitalistas mais poderosos. Assim o ouro foi substituído por moedas-escriturais conversíveis de países centrais (imperialistas) até



estas serem quase que substituídas por aquela do país militar, político, econômico e financeiramente mais poderoso que emergiu do pós-IIGM: o dólar dos EUA.

Mesmo abandonando, com Nixon, a convertibilidade e mesmo tendo seu país reduzido sua posição relativa na produção mundial, o dólar segue sendo de longe a principal moeda internacional e de alguma forma cumprindo com seu papel de Dinheiro Mundial. Como vimos, contudo, uma moeda mundial escritural, inconvertível e nacional pode trazer instabilidades - tanto em termos de pressão sobre preços de mercadorias (a estagflação dos 1960-70) ou de ativos financeiros (bolhas das últimas décadas) quanto a impulsão de hiperatividade parasitária daquilo que Marx chamava capital fictício. As motivações de fundo à adoção de tal moeda são debatíveis mas em nossa opinião tem a ver com a própria queda de lucratividade na acumulação produtiva.

Acumulação produtiva, capital fictício e financeirização

A reprodução ampliada não apenas não impede como de fato induz as funções de capitalmercadoria e capital-dinheiro a se autonomizem em relação ao capital produtivo. Isso fica claro quando Marx, ao detalhar o circuito do capital, revela as transmutações do dinheirocapital no volume 2 (capítulos 9 e 12 a 14) do Capital.

O fluxo de desembolsos de capital-dinheiro que ocorre com o investimento produtivo é transmutado em capital-mercadoria, subdividido em capitais constante, c , e variável, v . Estes são arranjados à produção de novas mercadorias, o que toma tempo (ao giro do capital produtivo). Aí, tal valor fica estocado ainda como capital-mercadoria (máquinas, insumos, semi-prontos, finais etc). Ao sair das fábricas/empresas, as mercadorias, já prontas, têm seu valor adicionado ainda não realizado. Esse fluxo de valor, ao entrar nas lojas, “descansa” por um tempo (de giro comercial) na forma de estoque de capital comercial até que as mercadorias, vendidas, finalmente realizem seu valor. Este, agora novamente na forma capital-dinheiro, segue assim seu fluxo. Uma parte dele já sai comprometida a repor as instalações produtivas e gastos (inclusive com folha) correntes pré-existentes, $c + v$. A outra parte é a mais valia distribuída entre capitalistas. Do que dela não virar consumo de luxo, será reinvestido (recapitalizado). Para tanto, o fluxo de capital-dinheiro será alocado na forma de estoque de capital



financeiro até que possa retornar à produção de maneira a reproduzi-la e amplia-la em novas rodadas do circuito.

Uma parte deste fluxo de dinheiro-capital, a depender das frações de capital de onde é oriundo e aonde será destinado, ficará congelado no estoque de capital financeiro por pouquíssimo tempo (tempo de giro financeiro muito curto), digamos apenas uma ou duas noites parado no caixa da empresa ou num depósito à vista de um banco (que, por sua vez, fará com ele aplicação no overnight) para já ser reconduzido como investimento produtivo nos dias ou semanas seguintes. Mas outra boa parte (capitais relativos à indústria pesada, por exemplo) se manterá entesourado por muito mais tempo, sendo alocado em formas diversas de meio-de-pagamento, tais como notas/títulos, ações, dentre outros ativos financeiros. Estes tendem a se tornar cada vez mais inextricáveis com o desenvolvimento ulterior do capitalismo e da subjacente complexidade do processo de acumulação e de produção, conforme explicado acima. Obviamente fatores conjunturais – a fase do ciclo – também influenciam no prolongamento do tempo de giro e na profusão instrumentos financeiros a entreter o entesouramento (MARX, 1991; pt.5, cap. 21 e 25). Num período de forte crescimento, em que a lucratividade produtiva mostra sinais de recuperação, o tempo de giro financeiro bem como o comprometimento dos capitais a manterem-se estocados financeiramente, tende a ser menor: mesmo que haja uma forte alocação de valores por alguns capitalistas na forma de títulos e ações, tais valores tendem a ser mais prontamente realocados (pelos emissores/tomadores de empréstimo) em investimentos produtivos. E na fase da baixa da taxa de lucro produtiva, de um modo geral, o oposto tende a ocorrer.

Independente da fase do ciclo, em qualquer caso, boa parte do capital-dinheiro entesourado como capital financeiro se metamorfosea no que Marx chama genericamente de *capital portador de juros*. Tal parte, não fica em caixa, mas é emprestada (via de regra por bancos, mediante criação de mais meio-de-pagamento, moeda escritural) a outros capitalistas usarem-no na produção. Tal dinheiro-crédito dá direito ao credor sobre parte da mais-valia do capitalista devedor a ser por este extraída no período seguinte sob título de juro (MARX, 1991, p.464-5).



A procura pela valorização sistemática das unidades de capital engajadas nas transações de capital-dinheiro (mercado financeiro) alastrou-se com o desenvolvimento do capitalismo e consigo veio gerando uma miríade de papéis e instrumentos representantes do direito de propriedade sobre um fluxo futuro de rendimentos, derivados ou não de um capital real, como por exemplo títulos públicos, ativos bursáteis – sobretudo os negociados nos mercados secundários, altamente especulativos -, derivativos (contratos futuros de ações/títulos/câmbio, de opções, de swaps) etc. São esses ativos financeiros, ligados ou não a capitais reais, aquilo que Marx denomina **capital fictício** “*papéis [que] representam de fato apenas direitos acumulados, títulos jurídicos sobre produção futura, cujo valor monetário ou valor-capital não representa valor algum*” (idem, p. 469).

Portanto, embora o capital fictício seja um desdobramento do capital portador de juros, dele se diferencia-se crucialmente do segundo à medida em que ganha características muito particulares que lhe permite romper por completo sua relação com a reprodução do capital. O capital portador de juro é um capital-dinheiro que cumpre função no processo de reprodução do capital (produtivo) e, assim, tem sua valorização diretamente dependente da dinâmica de extração da mais-valia. Já o capital fictício, em geral não tem relação com a reprodução e atividade industrial, sendo muito frequentemente puramente parasitário, especulativo por excelência. E seu valor é definido de maneira até certo ponto autônoma à acumulação e à atividade econômica: “[S]eu valor de mercado flutua com o montante e a segurança dos rendimentos sobre os quais dão título legal. [...] O valor de mercado desses papéis é em parte especulativo, pois não é determinado apenas pela receita real, mas também pela esperada, calculada por antecipação”. (ibidem, p. 645). É isso, enfim, o que permite que a valoração (e o preço) do capital fictício possa se descolar tão abruptamente da dinâmica real da acumulação do capital (e da produção real). É exatamente o que se pode inferir das variáveis macro-financeiras ilustradas nas Figuras 2, 4, 6 e 8 nas quais destacam-se as bolhas dos últimos anos.

Nos cerca de 150 anos que decorreram de tal elaboração feita por Marx - e aqui muito simplificada -, o capital fictício tornou-se cada vez mais relevante nas



intermediações do próprio processo de acumulação. Um exemplo disso, ilustrado na *Figura 4*, é o dramático descolamento dos preços de ativos financeiros, que crescem por pura especulação, vis-à-vis a atividade real da economia. Mas é claro que tal descolamento é limitado no tempo, até a bolha estourar e a “correção de preços” (e suas consequências desastrosas à maioria da humanidade) se impor.

4. Baixa lucratividade explica “fuga” às bolhas financeiras: evidências empíricas

A revisão da teoria marxista acima resumida permite-nos, para além de ampla reflexão, formular uma hipótese chave: a dinâmica da lucratividade produtiva representa uma variável fundamental (embora, obviamente, não única) para a explicação da formação de bolhas financeiras. As quedas da taxa de lucro parecem coincidir com – e, por suposto, engatilhar – ondas especulativas nas quais os preços, rentabilidades e volumes transacionados de ativos financeiros crescem muito mais do que os dos ativos produtivos. Para testar tal hipótese, primeiro discutiremos a evolução de algumas variáveis macro-financeiras disponíveis da economia norte-americana (e mundo afora). Em seguida, com base nisso, construiremos modelos a serem testados econometricamente.

Lucratividade geral e produtiva

A taxa de lucro média nos EUA tem apresentado inequivocamente uma tendência de queda no longuíssimo prazo – intermeada obviamente pelos altos e baixos do ciclo. A *Figura 3* mostra duas curvas, ambas representando a taxa de lucro de toda economia (empresas privadas em geral, financeiras e não financeiras). A curva vermelha grossa é obtida pela divisão da massa de mais valia (o excedente operacional bruto do sistema de contas nacionais – NIPA, BEA) pelo capital fixo privado (não-residencial). A curva preta fina divide o mesmo excedente operacional pelo valor total dos ativos privados (não residenciais); não apenas os ativos fixos mas também, somados a eles, o valor de papéis financeiros detidos pelas tesourarias de empresas (financeiras e não-financeiras) – “Loans and Securities, Total Assets”, conforme dados disponibilizados pelo FED St. Louis, apenas desde 1948.

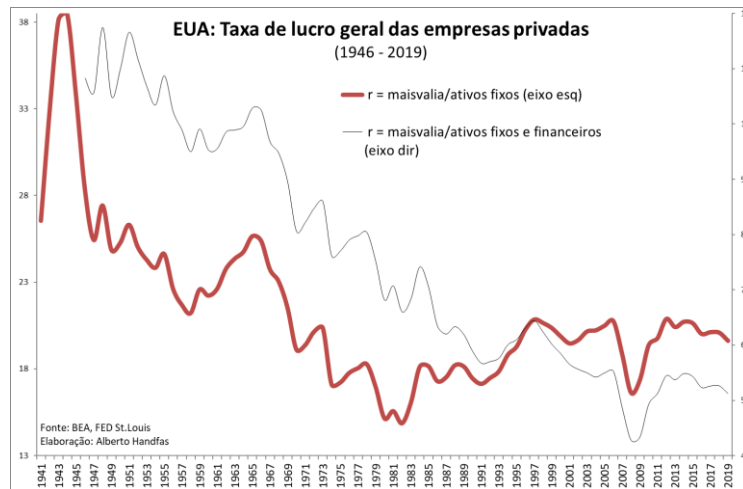


Figura 3: Queda da taxa de lucro média nos EUA

A curva vermelha escura mostra uma tendência de queda, ainda que não muito acentuada, ao menos desde a 2ª Guerra Mundial, após a recuperação da Grande Depressão dos anos 1930: a média de tal taxa era de 25,1%, 17,6% e 19,6% nos respectivos períodos de 1944-1969, 1970-1989 e 1990-2019. Ou seja, uma queda seguida por uma recuperação insuficiente. Já a curva fina preta mostra que a queda foi mais acentuada, sem apresentar a recuperação dos anos 1990.

Isso significa que, ao menos em parte, a recuperação da taxa nos anos 1990 foi devido a papéis financeiros – que, se são ativos contábeis de algumas empresas (garantindo-lhes rentabilidade), são igualmente passivo de outras (Freeman, 2013). Quando não as incluímos no denominador da taxa de lucro geral de todo o setor privado, como na curva vermelha grossa, tal taxa parece se recuperar após a queda dos 1970-80. Mas isso significa também que a partir dos anos 1990 – quando a curva vermelha recupera-se, distanciando-se pela primeira vez da trajetória de queda quase-constante da curva preta fina – a quantidade de ativos financeiros vis-a-vis físicos começa a crescer significativamente. O que é um indício de uma tentativa, dos anos 1990 em diante, de compensar com financeirização a queda na lucratividade empresarial (produtiva) das duas décadas e meia anteriores.

Medidas do grau de formação de bolhas

Uma análise da dinâmica expressa nas figuras 1 e 3 nos sugere a construção de duas variáveis que meçam a “intensidade da especulação” financeira (ou o grau de formação



de bolhas) da economia dos EUA. A primeira delas mediria a formação de bolhas no mercado de títulos e dívida. A segunda, aquelas no mercado de ações na bolsa NYSE.

A primeira variável, que chamaremos de Bolha de Títulos (BT), é expressa pela divisão do total dos títulos e dívidas nos EUA (série temporal do FED TCMDO) dividido pelo PIB do país. Já a segunda variável, aqui chamada de Bolha Bursátil (BB), pode ser calculada dividindo os índices S&P-500 pelo de lucro líquido empresarial (número índice construído da variação anual do “Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments” – NIPA, BEA); ou seja a valoração financeiro-especulativa dos papéis na bolsa dividido pelo lucro obtido na produção. As variáveis BB e BT podem ser contempladas na Figura 4.

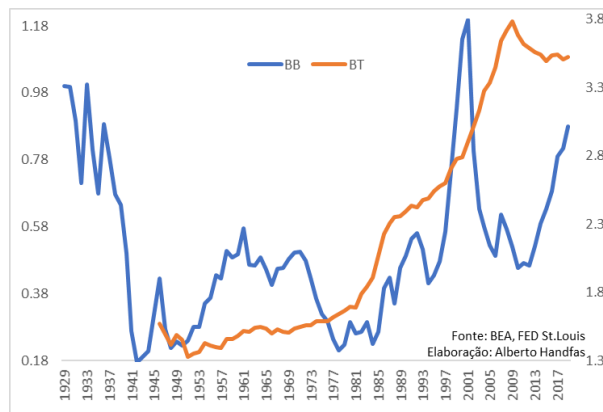


Figura 4: indicadores de grau de especulação BB (bolha bursátil) e BT (bolha de títulos) – variáveis explicadas

Para testar nossa hipótese, então, devemos checar se cada um destes dois indicadores “de formação de bolhas” poderiam ser significativamente explicados - numa relação inversamente proporcional - pela taxa de lucro das empresas não-financeiras. Ou, de outra maneira, testar se se pode rejeitar a hipótese nula de que o coeficiente da taxa de lucro produtiva é não-negativo. Tal variável da taxa de lucro, RoP, é calculada dividindo o lucro das empresas não-financeiras (linha 4 da tabela 6.16 Corporate Profits by Industries) pelo capital fixo (valor presente dos ativos físicos) dessas mesmas empresas (linha 4 da tabela 6.1 da NIPA-BEA (Table 6.1. Current-Cost Net Stock of Prvt FxdAss)).

A teoria marxista da acumulação na ótica monetária acima apresentada sugere também que tais episódios especulativos devem ocorrer mais provavelmente na presença de



maior entesouramento de moeda. Assim, além da taxa de lucro, BT e BB podem ser impactadas também pelo grau de entesouramento da economia. Este pode ser medido por algumas variáveis diferentes como, por exemplo, a velocidade da moeda, a taxa de juros de mercado, ou o multiplicador monetário. As duas primeiras caem com o aumento do entesouramento; já a última, (M/B) pode crescer ou não a depender da composição do que se considera meio-circulante M.

A primeira de tais variáveis medidas de entesouramento, chamaremos de VZ, é a velocidade da moeda MZM (Money Zero Maturity) - que engloba a moeda manual, os depósitos a vista e papéis de altíssima liquidez (que são moeda-equivalentes, os Money Market Funds), ou seja, é o M2 menos depósitos a prazo. O VZ é, portanto, a divisão do estoque de MZM (tabela disponível pelo FED St. Louis) pelo PIB nominal (NIPA, BEA). Já a variável taxa de juros, i , é representada aqui pela série mais longa disponibilizada pelo FED St Louis (Moody's Seasoned AAA Corporate Bond Yield).

Já a segunda variável, a do multiplicador monetário, aqui chamada de “az” é obtida através da divisão do MZM pela Base monetária (cuja série temporal foi obtida em Friedman, Table B-3, p. 799 para o período anterior a 1958 e, daí em diante, tabela do FED St Louis). Utiliza-se aqui o MZM, ao invés do M1 (moeda manual + depósitos à vista), por ter uma série temporal muito mais longa. Tal variável, $az = MZM/B$, pode sofrer movimentos em sentidos opostos com a elevação do entesouramento, a depender de seu tipo. Isso porque contabiliza instrumentos usados na especulação tanto em seu numerador quanto no denominador. O MZM inclui em sua composição ativos financeiros (Money Market Funds) que, embora moeda-crédito de altíssima liquidez, podem por vezes serem usados como instrumentos de especulação. A base monetária, B, também – encaixes bancários são formas de entesouramento. A figura 5 mostra as variáveis que representam o entesouramento negativo (tanto VZ quanto i) e indeterminado (az).

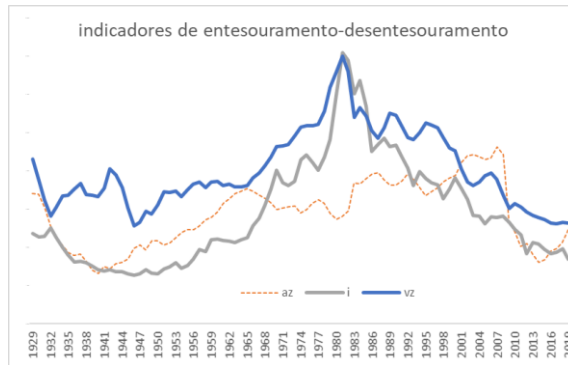
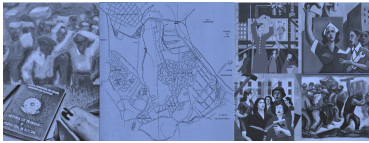


Figura 5: indicadores de grau de entesouramento (variável explicativa)

Os coeficientes das duas equações, (1) e (2) poderão ser testados.

$$BB = \beta_0 + \beta_1 RoP + \beta_2 \text{ entesouramento (VZ, i, az)} \quad (1)$$

$$BT = \beta_0 + \beta_1 RoP + \beta_2 \text{ entesouramento (VZ, i, az)} \quad (2)$$

A Tabela 1 mostra os resultados obtidos apenas aos modelos resultantes em co-integração (I(1)), garantindo portanto processos estacionários e, assim, estimadores não-viesados. Os modelos 1 (A, B, C e D) e 2 (A, B e C) têm respectivamente BT e BB como variáveis explicadas.

Modelo	coeficiente	t	n obs	R2 Ajust
Modelo 1				
var dependente: ΔBT 73 60%				
1.A	constante	-0.12	6,6	
	ΔRoP	-0.02	-4,6	
	az	0.02	8,3	
	Δi	-0.02	-3,3	
Engle-Granger teste garante cointegração I(1) a 1%				
var dependente: ΔBT 73 61%				
1.B	constante	-0.11	-5,2	
	ΔRoP	-0.02	-4,6	
	az	0.02	7,6	
	Δi	-0.19	-3,0	
	RGL	-0.11	-1,7	
var dependente: BT 74 51%				
1.C	constante	6.31	14,1	
	RoP	-0.27	-10,4	
	VZ	-1.15	-9,2	
	az	0.10	2,5	
Engle-Granger teste garante cointegração I(1) a 5%				
var dependente: BT 74 89%				
1.D	constante	5.12	18,4	
	RoP	-0.08	-3,6	
	VZ	-0.97	-13,0	
	az	0.05	2,4	
	RGL	-1.21	-11,8	
Modelo 2				
var dependente: BB 91 49%				
2.A	constante	1.01	5,0	
	RoP	-0.10	-8,5	
	VZ	-0.45	-6,5	
Engle-Granger teste garante cointegração I(1) a 10%				
var dependente: BB 91 54%				
2.B	constante	0.81	3,96	
	RoP	-0.08	-5,46	
	VZ	-0.39	-5,57	
	RGL	-0.24	-2,99	
var dependente: BT 91 67%				
2.C	constante	0.80	4,4	
	RoP	-0.08	-6,6	
	VZ	-0.37	-5,9	
	RGL	-0.23	-3,3	
	oil	-0.31	-2,4	
	depr	0.51	4,2	
	ge	-0.39	-3,0	

Tabela 1 - Resultados simplificados dos modelos econométricos: $BT = f(RoP, az, i, VZ)$; $BB = f(RoP, VZ)$

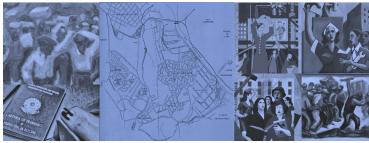
Os modelos 1 (A, B, C e D), que explicam a bolha de títulos (BT), trabalham com dados anuais de 1946 a 2019. Os modelos 1.A e 1.B usam a diferença das variáveis



BT, RoP e i e o nível da série na variável az . Os modelos 1.C e 1.D, também anuais, usam o nível da série de todas as variáveis, tendo como as explicativas, além da lucratividade (RoP) e do multiplicador (az), a velocidade (VZ). Os modelos 1.B e 1.D incluem também uma variável dummy, “RGL”, que representa a regulação dos mercados financeiros – até 1985 = 1, daí em diante = 0 (Sherman, 2009). Os coeficientes β_1 de todos os modelos foram negativos e bastante significativos, como teoricamente previsto (taxa de lucro guarda relação inversa à formação de bolhas). Já o β_2 foi também negativo e significativo para taxa de juros, i , e para velocidade VZ, também como esperado (i , e VZ têm correlação negativa com entesouramento e, portanto, com a formação de bolhas). Se o multiplicador az representa a variável entesouramento, o β_1 é positivo. No caso aqui ele indica que criação de MZM acima da base, B , é em parte usada para acumular títulos – elevando assim a especulação na forma de dívida, BT. O mesmo não ocorre à bolha bursátil BB.

Os modelos 2 (A, B e C), que explicam a bolha de ações na bolsa (BB), adotam (todos eles) variáveis em seus níveis de série. O modelo 2.C inclui, além da dummy “RGL” (relativa aos anos com regulação financeira: entre 1935 até fim dos anos 1980, RGL = 1; e RGL = 0 para demais anos) outras três dummies: “oil” (choques do petróleo: entre 1974 a 79, oil=1, demais anos oil=0), depr (depressão entre 1930 a 38: depr=1, depr=0 para os demais anos) e “qe” (qe=1 de 2009 a 2013; qe=0 aos demais anos). As dummies melhoram a precisão mas não alteram os resultados obtidos pelos modelos sem dummies. Em nenhum dos modelos, o coeficiente β_2 , seja para a série do multiplicador az , seja para a da taxa de juros i , foi significativa, sendo ele portanto excluído.

Os testes trazem um indício factual de que a taxa de lucro (RoP) e o entesouramento (representado particularmente pela velocidade, VZ) têm correlação inversa com o movimento especulativo, tanto o de alavancagem/endividamento (BT), quanto o de super-valorização de ações da bolsa (BB).



5. Considerações e conclusões

As bolhas financeiras formadas nas últimas décadas podem ser explicadas como uma decorrência de crises cíclicas do processo de acumulação e realização de valor no capitalismo contemporâneo, que segue sendo capitaneado pelos EUA. Tal apreciação está em linha com a interpretação crítica apresentada por Marx. O crescimento vertiginoso da atividade especulativa financeira forma várias bolhas em vários mercados. Nos EUA, a bolha bursátil é co-irmã da bolha das dívidas. Mas elas são primas de outras bolhas que se espalham mundo afora - subprodutos da queda secular da taxa de lucro empresarial. Mediante episódios de queda da lucratividade produtiva, capitais procuram valoração em operações especulativas na forma de capital fictício na bolsa, em títulos, em mercados de derivativos, de sub-prime hipotecários ou em fluxos a emergentes.

Testamos empiricamente tal hipótese para as bolhas bursátil e de títulos/dívidas (bonds & securities) com dados dos últimos 91 e 73 anos respectivamente. Seus resultados ajudam a jogar mais luz sobre elementos já alinhavados pela investigação histórica do capitalismo. Os dados permitem notar correlação entre quedas (altas) na taxa de lucro e elevações (quedas) nos movimentos especulativos, seja na forma de alavancagem-endividamento, BT; seja na de inflação de preços de ações, BB. A taxa de lucro segue forte candidata a ser a variável mais relevante a explicar as bolhas e a própria financeirização. O grau de desentesouramento, medido pela velocidade VZ (ou também, ainda que menos evidente, pelo inverso do multiplicador da base monetária, MZM/B) também se move inversamente à especulação. Essa dinâmica em direções opostas de tais variáveis pode ser visualizada genericamente nos gráficos da Figura 6.

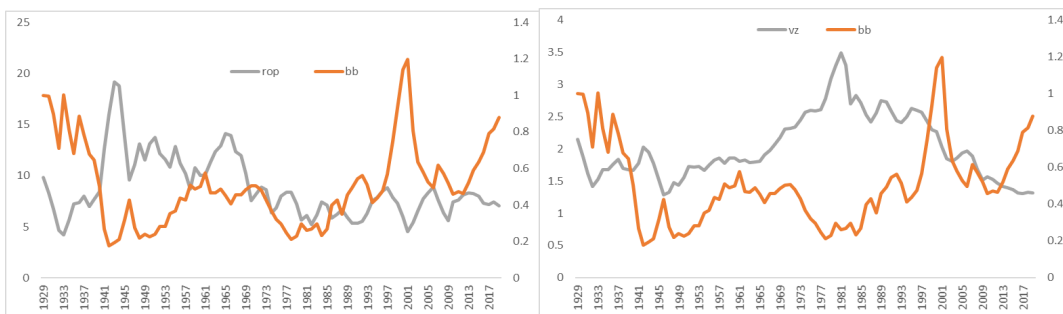


Figura 6: formação de bolhas, BB, explicada inversamente pela taxa de lucro, RoP, e desentesouramento, VZ



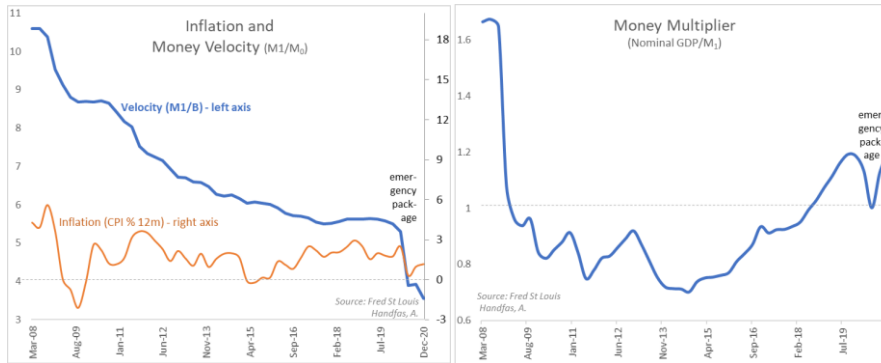
Há uma importante diferença entre os desdobramentos dos estouros das bolhas de 1929 e da de 2008 (e eventualmente a atual...). A depressão dos anos 1930 que se seguiu àquele estouro se deu em meio a ameaças de radicalização do movimento sindical e de agitação pró-URSS e, assim, obrigou o grande capital a entregar alguns anéis para preservar os dedos: foi aceito a adoção do expansionismo fiscal e distributivo do New Deal - além dos gigantescos gastos e investimentos de guerra. Ao contrário, os QEs do pós-2008 - sem tais ameaças - não foram destinados ao “Main Street” (ao povo nas ruas), mas essencialmente a Wall Street. Assim, o grosso dessa liquidez gerou proporcionalmente muito pouca injeção de demanda agregada. Não produziu inflação nos preços de bens produzidos pela indústria, mas criou bolhas especulativas sem precedentes históricos. Ou seja, tais QEs facilitaram e aceleraram uma decorrência já esperada da queda da lucratividade produtiva: o aumento do entesouramento monetário e, com ele, da especulação. Mesmo o dólar sendo inconversível (e fiduciariamente jorrado pelo FED), por manter-se ainda conectado ao crédito e à acumulação – além de seguir sendo hierarquicamente a mais poderosa moeda internacional -, ele (o dólar) segue sendo meio de pagamento e moeda-dinheiro e, como tal, usado como reserva de valor no entesouramento; nos EUA e em todo o mundo.

Por isso, como se vê no primeiro gráfico da *Figura 7*, a cada rodada de QE, a velocidade da moeda era fortemente reduzida: praticamente toda moeda criada a mais do que o requerido pelas necessidades de acumulação produtiva (muito enfraquecida com a crise), é retirada de circulação e reservada financeiramente, sem provocar pressões sobre preços ao consumidor. Com o PIB nominal pouco ou nada afetado pela avalanche monetária, a velocidade (PY/M) despencava. E no segundo gráfico, o multiplicador monetário (M1/B) caiu para baixo de um entre fins de 2008 e 2018, algo jamais ocorrido na história². Os trilhões de dólares emitidos pelo FED e trocados por ativos tóxicos ou títulos públicos com instituições financeiras e especuladores foram por estas mantidas nas reservas (remuneradas) e/ou encaixes na forma de moeda (ou de quase-moeda), fazendo com que a base monetária se tornasse maior que o estoque de

² Note que o multiplicador do segundo gráfico da Figura 9 é bem diferente daquele usado nos testes econométricos, (Figura 7). O numerador deste (Figura 9) é o M1 = moeda manual + Depósito à vista. O daquele (az) é MZM, que inclui também títulos de alta liquidez, os Money Market Funds. Eles têm comportamentos diferentes em determinados períodos, particularmente durante os QEs. Têm portanto significados muito diferentes aos movimentos de entesouramento.



M1. A pressão inflacionária foi transferida da esfera da circulação de mercadorias produzidas para esfera de ativos financeiros, na qual as bolhas foram inchadas nos anos



seguintes.

Figura 7: entesouramento – queda da velocidade e do multiplicador monetários – evita inflação

Já no QE pandêmico, a situação se altera um pouco. Aí, embora a expansão monetária tenha sido maior do que a de 2008-14, houve sim em 2020 uma significativa expansão fiscal emergencial (ainda que bem aquém do necessário, sobretudo se comparado ao New Deal/IIGM) forçada pela calamidade social e de saúde pública e pela proximidade das eleições presidenciais. A expansão fiscal permitiu uma reversão da queda do multiplicador M1/B, com bancos comerciais voltando a criar moeda. Mesmo assim, a inflação ao consumidor manteve-se em níveis baixíssimos até meados de 2021 (quando os desarranjos nas cadeias produtivas e o início da guerra na Ucrânia provocaram choques de oferta). Os EUA, por serem o emissor de moeda internacional (mundial), não têm restrição externa o que ajuda a evitar pressões inflacionárias por via cambial. E, a despeito disso tudo, a pressão dos capitais especulativos seguiu sendo pela elevação das taxas de juros, aumentando riscos de estouro de bolhas e de inadimplência de empresas e famílias, excessivamente endividadas. O ciclo da acumulação e das bolhas parece tornar-se cada vez mais deletério.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS



CHESNAIS, F. “Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump”. Brill, London. 2016. Federal Reserve of Saint Louis Economic Research.

FREEMAN, A. The profit rate in the presence of financial markets: A necessary correction. *Journal of Australian Political Economy*, 70. January 2013.

FRIEDMAN, M., SCHWARTZ, A. “A Monetary History of the United States: 1867 – 1960”. NBER, Studies in Business Cycles, 1971. Princeton University Press.

ITOH, M., LAPAVITSAS, C. “Political Economy of Money and Finance”. Palgrave, London. 1999.

KLIMAN, A. “Reclaiming Marx’s Capital” Lexinton Books, New York 2005.

LAPAVITSAS, C. “The Banking School and the monetary thought of Karl Marx” in *Cambridge Journal of Economics*, n18, pp. 447-61. 1994.

MARX, K. “Contribuição à Crítica da Economia Política”. Martins Fontes, São Paulo. 1993a.

MARX, K. “Capital” - I. London: Penguin Classics, 1990.

MARX, K. “Capital” - II. London: Penguin Classics, 1992.

MARX, K. “Capital” - III. London: Penguin Classics, 1991.

MARX, K. “Grundrisse”. London: Penguin Classics, 1993b.

MOSELEY, F. “The Determination of the ‘Monetary Expression of Labor Time’ in the Case of Non-Commodity Money”. *Review of Radical Political Economics*, vol. 43, issue 1, 95-105, 2011.

MOSELEY, F. “Money and Totality: A Macro-Monetary Interpretation of Marx’s Logic and the End of the ‘Transformation Problem’”, Brill, Boston, 2016.

Roberts, Michael. (2016). The Long Depression. Haymarket Books. Chicago, IL.

SAAD-FILHO, J. “Value of Marx: Political Economy for Contemporary Capitalism”. Routledge, London, 2002.

SHAIKH, A. “Capitalism: Competition, Conflict, Crises”, Oxford University Press, New York, 2016.

Sherman, M. “A Short History of Financial Deregulation in the United States”. A Short History of Financial Deregulation in the United States. W.P., July 2009.

U.S. Bureau of Economics Analysis (BEA), Nipa & Fixed Assets database.