

Rentismo e especulação no capitalismo determinado pelas finanças: uma abordagem pós-keynesiana *

Luiz Fernando de Paula **

Antonio José Alves Jr. ***

Resumo

Este artigo tem como objetivo discutir o que se entende por rentismo e especulação financeira e sua relação com o nível de produção e a estabilidade financeira a partir de uma abordagem pós-keynesiana. Essa discussão é realizada também no contexto de uma economia globalizada e financeirizada, enfocando, em particular, a governança corporativa das empresas capitalistas (“maximização do valor ao acionista”), mostrando que, ao contrário do que foi preconizado por Keynes na sua *Teoria geral*, que via o rentismo como uma fase transitória, desde os anos 1980 observa-se o desenvolvimento de um capitalismo rentista (“*rentier capitalism*”) ou de um capitalismo determinado pelas finanças (“*finance-led capitalism*”). Neste contexto, não se pode falar na eutanásia do rentista, mas sim na vitória do rentista na atual fase do capitalismo contemporâneo.

Palavras-chave: Rentismo; Especulação; Keynes; Pós-keynesianos.

Abstract

Rentierism and speculation in a finance-led capitalism: a post-Keynesian approach

This paper aims to discuss what is meant by rentierism and financial speculation and their relation with the level of production and financial stability, from a Post-Keynesian approach. This discussion is also developed in the context of a globalized and financialized economy, focusing particularly on the corporate governance of capitalist companies (“maximization of shareholder value”). We show that, contrary to what was advocated by Keynes in his General Theory, who saw rentierism as a transitory phase, since the 1980s the development of rentier capitalism or of finance-led capitalism has been observed. In this context, one cannot speak of the euthanasia of rentier, but rather of the victory of rentier in the current phase of contemporary capitalism.

Key-words: Rentism; Speculation; Keynes; Post-Keynesians.

JEL: E12, E44, F32.

1 Introdução

Keynes, em seu livro *Teoria geral* (TG), defende a “eutanásia do rentista”, uma vez que o rentismo é entendido como uma prática comportamental negativa que inibe a economia de atingir uma situação de pleno emprego. Nesse mesmo livro, Keynes também fez uma análise crítica do papel do especulador no funcionamento do mercado financeiro, propondo restrições à sua ação, sendo conhecida sua afirmação de que “*speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirl-pool of speculation*” (Keynes, 2007, p. 158).

* Artigo recebido em 16 de junho de 2023 e aprovado em 23 de abril de 2024.

** Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: luiz.fpaula@ie.ufrj.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9770-516X>.

*** Professor Titular de Economia da Universidade Federal Rural do Rio do Janeiro (UFFRJ), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: antoniojbr@yahoo.com.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4298-7590>.

Este artigo tem como objetivo discutir o que se entende por rentismo e especulação financeira e sua relação com o nível de produção e a estabilidade econômica, tomando como ponto de partida principalmente os trabalhos de Keynes (em especial em sua TG) e de autores pós-keynesianos. Essa discussão será atualizada para o contexto de uma economia globalizada e financeirizada, enfocando a governança corporativa das empresas capitalistas (“maximização do valor ao acionista”), mostrando que ao contrário do que foi preconizado por Keynes na TG, que via o rentismo como uma fase transitória, desde os anos 1980 observa-se o desenvolvimento de um capitalismo rentista (“*rentier capitalism*”) ou de um capitalismo determinado pelas finanças (“*finance-led capitalism*”).

Neste artigo, trabalharemos com duas concepções de rentista: (i) uma restrita, no termos de Seccareccia e Lavoie (2016, p. 207), no qual seriam principalmente “*those who own financial capital and whose incomes are derived primarily from the ownership of those low risk financial assets*”, ou segundo Keynes (2007, p. 376), uma classe de investidores cujos rendimentos resultam dos ganhos de juros sobre a escassez de capital; (ii) uma mais ampla, nos termos de Watkins (2010, p. 472), que inclui rentistas corporativos e não-corporativos, que “*receive income in the form of dividends, interests, and fees stemming from holding and originating debt, in addition to short-term speculators*”. O comportamento rentista, desta forma definido, resulta frequentemente em uma economia capitalista operando abaixo do pleno emprego e ao mesmo tempo financeiramente instável. Este comportamento é nos dias de hoje potencializado num contexto de globalização financeira e de financeirização das economias¹.

O artigo, além desta introdução, está dividido em três seções. A seção 2 analisa a atividade rentista e especulativa em Keynes, em especial na sua TG. A seção 3 por sua vez examina o processo de especulação na perspectiva pós-keynesiana. A seção 4 discute o rentismo e a especulação em uma economia financeiramente globalizada. Por fim, a seção 5 conclui o artigo.

2 Rentismo e especulação em Keynes

2.1 Rentismo e a eutanásia do rentista

Enquanto que, no seu *Tract on monetary reform*, Keynes (2023) define os rentistas como uma classe de investidores (“*investing class*”), na TG eles são uma classe desfuncional (“*functionless class*”): “*interest to-day rewards no genuine sacrifice, any more than does the rent of land. The owner of capital can obtain interest because capital is scarce, just as the owner of land can obtain rent because the land is scarce*” (Keynes, 2007, p. 376).

Para Keynes o rentista é aquele que ganha juros sobre a escassez do capital, tal como o dono da terra obtém renda da escassez das terras. No entanto, “*whilst there may be intrinsic reasons for the scarcity of land, there no intrinsic reasons for the scarcity of capital*” (Keynes, p. 376), que depende da política monetária executada pelo banco central. O rentista se aproveita da escassez do valor do capital, obtendo recompensa de juros diários sem nenhum sacrifício genuíno, sendo melhor descrito

(1) É importante destacar que globalização financeira e financeirização são processos relacionados porém distintos, pois, enquanto a financeirização é um fenômeno estrutural e mais amplo, a globalização financeira pode ser vista como a dimensão internacional (e impulsionadora) da financeirização, uma vez que a busca de obtenção de ganhos financeiros em praças financeiras desreguladas e livres acaba levando a um intenso movimento instável de capitais. Vistas de outra forma, globalização e liberalização financeira podem ser compreendidas como fatores que estimulam o processo de financeirização.

pela imagem aproximada de um parasita. Assim, o termo rentista tem claramente para o autor uma conotação negativa, sendo visto como um investidor disfuncional, cuja atividade é prejudicial a sociedade, enquanto que os investidores e detentores de títulos são termos mais neutros (Naito, 2013, p. 3).

Keynes via o rentismo como uma fase transitória que iria desaparecer na medida em que a política econômica se voltasse para restringir ao máximo a ação dos rentistas, mas promovendo a atividade empresarial: *“though the rentier would disappear, there would still be room, nevertheless, for enterprise and skill in the estimation of prospective yields about which opinions could differ”* (Keynes, 2007, p. 221).

Neste sentido, ele advogava a eutanásia do rentista, “fazendo o trabalho bem-feito”, conjugando uma política de juros baixos e estáveis com a cobrança de um imposto direto sobre as rendas dos rentistas, de modo a torná-los funcionais para o desenvolvimento da economia, além de colocar em prática uma forma ampla uma política de “socialização de investimentos”:

The State will have to exercise a guiding influence on the propensity to consume partly through its scheme of taxation, partly by fixing the rate of interest, and partly, perhaps, in other ways. Furthermore, it seems unlikely that the influence of banking policy on the rate of interest will be sufficient by itself to determine an optimum rate of investment. I conceive, therefore, that a somewhat comprehensive socialization of investment will prove the only means of securing an approximation to full employment (...) But beyond this no obvious case is made out for a system of State Socialism which would embrace most of the economic life of the community (Keynes, 2007, p. 378).

Na nova maré, segundo Keynes, em que os rentistas iriam desaparecer lenta e progressivamente, não apenas a economia se aproximaria do pleno emprego, como seria preservado o espaço para o individualismo.

Um dos meios para alcançar o pleno emprego seria aumentar o investimento, reduzindo a taxa de juros, mesmo diante da oposição dos rentistas a tal política: *“it is to our best advantage to reduce the rate of interest to that point relatively to the schedule of the marginal efficiency of capital at which there is full employment”* (Keynes, 2007, p. 375).

Evidentemente, em uma economia aberta, um limite para a redução da taxa de juros seria o seu impacto sobre o balanço de pagamentos, especialmente no caso de países cujas moedas se encontram em níveis mais baixos da hierarquia de moedas, pois não encontram boa aceitação internacional. Neste sentido, Naito (2013, p. 13) destaca que Keynes, em um discurso no “House of Lords”, em 1943, defendia adoção de controle sobre o movimento de capitais, sem o qual a política monetária perderia graus de liberdade na determinação da taxa de juros para objetivos domésticos.

O economista britânico percebia que manter a taxa de juros suficientemente baixa não apenas era consistente com uma elevada demanda efetiva agregada, como asseguraria uma redistribuição da renda dos rentistas para o restante da sociedade². Essa seria uma condição essencial para o

(2) A queda dos juros contribuiria para o aumento dos investimentos produtivos, ao permitir que projetos com menor eficiência marginal do capital sejam viabilizados. Além disso, a redistribuição de renda dos rentistas para o restante da sociedade contribuiria para o aumento da propensão média a consumir, elevando o efeito multiplicador de renda.

crescimento sustentado de longo prazo, especialmente se complementado com uma forte política de investimento público de longo prazo, o que pode ser entendido como política de “socialização de investimentos” nos termos acima³. Alternativamente, uma política pró-rentista, de altas taxas de juros, abortaria uma recuperação e impediria um crescimento de longo prazo sustentável, além de redistribuir a renda em favor dos rentistas, o que também contribuiria para a redução do consumo e da demanda efetiva (Seccareccia e Lavoie, 2016, p.209). Nas palavras de Keynes:

What will be the effect of this redistribution on the propensity to consume for the community as a whole? The transfer from wage-earners to other factors is likely to diminish the propensity to consume. The effect of the transfer from entrepreneurs to rentiers is more open to doubt. But, if rentiers represent on the whole the richer section of the community and those standard of life is least flexible, then the effect of this also will be unfavourable (2007, p. 62).

2.2 Atividade especulativa sob incerteza radical

A especulação, em Keynes, existe como função de um ambiente em que agentes tomam decisões em condições de incerteza não probabilística⁴. É por causa da incerteza que as avaliações futuras de mercado não são previsíveis nem calculáveis por probabilidade, pois a base informacional das decisões econômicas mais importantes é incompleta. Além do mais, os compromissos de longo prazo são irreversíveis, pois tais decisões que uma vez tomadas alteram irrevogavelmente as condições iniciais nas quais as mesmas foram tomadas. É neste contexto que as expectativas formuladas nos mercados financeiros não têm como se apoiar nos fundamentos do mercado, devido a falta de uma base objetiva de julgamento a respeito desses fundamentos, sob condições de incerteza intratável.

A especulação é sustentada, em última análise, pelo fato de que nenhum dos participantes do mercado, sejam eles especuladores e investidores, tem como conhecer o futuro. Nesse sentido, a formação de expectativas que orientam a aquisição ou venda de ativos financeiros não repousa completamente em conhecimento objetivo. Ela pode ser estimulada pela expectativa de que os preços dos ativos podem aumentar (ou diminuir) em função tanto de razões mais fundamentais (uma súbita escassez de colheitas, acidentes com instalações industriais, guerras, aumento da demanda de componentes) como também em função dos elementos subjetivos que influenciam as expectativas sobre os preços dos títulos. Num ambiente de incerteza, o especulador não é aquele que tem melhores informações sobre o comportamento dos fundamentos econômicos, mas aquele que busca obter ganhos de curto prazo contra a maré dominante, ou seja, a partir de suas avaliações acerca do comportamento dos demais investidores. Assim, ela/ele não mira as estimativas de retorno de longo

(3) Kregel (1986), a partir de manuscritos de Keynes com proposições para o período pós-2ª Guerra Mundial para o Reino Unido, sustenta que ele sugeria que dois-terços ou três-quartos do total de investimentos dever ser sustentado ou influenciado por órgãos públicos ou semipúblicos, para dar sustentação a um programa de investimentos de longo prazo, capaz de reduzir as flutuações da economia.

(4) Em diferentes trabalhos, Keynes distinguiu incerteza de eventos prováveis, especialmente em relação a decisões envolvendo a acumulação de riqueza e preferência pela liquidez. Por incerteza, ele entendia que “*human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on the strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist*” (Keynes, 2007 p. 162-163), o que significa que “*there is no scientific basis in which to form any calculable probability whatever. We simply do not know*” (Keynes, 1973, p. 114).

prazo de um investimento ao longo de sua vida útil, mas as mudanças na base convencional de *valuation* no curto prazo do público em geral.

Segundo Keynes (2007), o conhecimento dos agentes acerca dos fatos que governarão o retorno futuro de um investimento é tanto mais precário quanto maior o período a ser considerado. O cenário futuro, sob o qual se tem que tomar decisões, é inferido a partir de uma convenção, cuja essência é admitir que

the existing state of affairs will continue indefinitely ... [However] we know from the extensive experience that this is most unlikely. The actual results of an investment over a long term of years very seldom agree with the initial expectation (Keynes, 2007, p. 152).

Sendo assim, o valor de mercado dos ativos de longo prazo se alterará em função das mudanças nesse conhecimento, levando-se em conta que

philosophically speaking, it cannot be uniquely correct, since our existing knowledge does not provide sufficient basis for a calculated mathematical expectation. In point of fact, all sorts of consideration enter into the market valuation which are no way relevant to the prospective yield (Keynes, 2007, p. 152).

É por isso que, além das informações e prognósticos sobre o futuro incerto, importa, na atividade de acumulação de ativos, o estado de confiança, que exprime o grau de crença e o compromisso que se tem nos cálculos realizados. Portanto, os mercados financeiros não podem ser considerados tendencialmente eficientes, no sentido de que, “filosoficamente falando”, não há futuro a ser descoberto. Como o futuro é incerto e o estado de confiança dos agentes é subjetivo, existe espaço para a diversidade de opiniões sobre o futuro e oscilações bruscas nos prognósticos. E se existe diversidade de opiniões e mercados organizados para fornecer liquidez aos ativos, abre-se, então, a possibilidade para emergir as atividades especulativas.

Keynes explorou no Capítulo 12 de sua TG a concepção de que as expectativas dos investidores não são governadas pelos fundamentos reais no longo prazo relacionados ao rendimento prospectivo de um ativo ao longo de vários anos, uma vez que tais informações necessárias à formação das expectativas simplesmente não existem. Em suas próprias palavras,

for most of these persons are, in fact, largely concerned, not with making superior long-term forecast of the probable yield of an investment over its whole life, but with foreseeing changes in the conventional basis of valuation a short time ahead of the general public. They are concerned, not with what an investment is worth to a man who buys it 'for keeps', but with what the market will value it all, under the influence of mass psychology, three months or a year hence (Keynes, 2007, p. 154-155).

Assim, a especulação – para Keynes – é essencialmente uma atividade de antecipar a psicologia do mundo, já que a chave do sucesso da aplicação em ativos financeiros não é descobrir os fundamentos futuros dos ativos, mas, sobretudo, antecipar o movimento dos outros investidores.

Em sua discussão sobre a função da organização dos mercados financeiros, medida pela facilidade com que se pode negociar ativos em volumes consideráveis de forma contínua no tempo, Keynes vai apontar para uma contradição envolvendo a ação dos especuladores. Por um lado,

mercados financeiros organizados, podem estimular o desenvolvimento da atividade produtiva, ao tornarem os ativos mais líquidos, liberando o investidor em atividades empresariais da irreversibilidade do investimento em capital fixo. De outro, é o estabelecimento de um ambiente de reavaliação permanente das atividades empresariais e de maior facilidade na negociação dos títulos representativos dos investimentos produtivos que aumenta as oportunidades para o ganho especulativo, ampliando as possibilidades de obtenção de lucros sobre a variação do valor da riqueza.

Assim, uma vez que a atividade especulativa tem um impacto ambíguo sobre os mercados financeiros, porque, embora a liquidez dos mercados financeiros frequentemente facilite o curso de novos investimentos, eventualmente os impedem, precisamente pela instabilidade das cotações dos títulos de dívida e das ações em momentos de maior incerteza, que podem eventualmente se transformar em pânico. Essa é uma das razões pelas quais Keynes e pós-keynesianos sustentam que há fortes conexões entre os setores financeiro e real da economia. Uma das conexões é o impacto da atividade especulativa sobre a atividade produtiva, especialmente sobre o investimento. É bem conhecida a passagem da TG em que Keynes (Keynes, 2007, p. 159) diz que *“the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done”*.

3 Mercado financeiro e especulação numa abordagem pós-keynesiana

A visão convencional tem como *benchmark* de sua análise sobre o funcionamento dos mercados a hipótese dos mercados eficientes, que de acordo com Fama (1980) significa que os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos. Ao adicionar-se à esta teoria a hipótese de expectativas racionais, está se pressupondo que os agentes econômicos fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos. Deste modo, os sinais de mercado provêm informações suficientes para a previsão dos eventos futuros, permitindo, assim, que os agentes formem suas expectativas racionais como base para as decisões maximizadoras das funções utilidades. Portanto, os agentes baseiam suas posições de mercado no processamento eficiente de toda informação disponível que incide na presente rentabilidade do ativo.

Em tal contexto, o tomador de decisões acredita que uma distribuição de probabilidade objetiva governa os resultados presentes e futuros de mercado. Logo, toda informação relevante sobre os “fundamentos econômicos” existe e está disponível aos participantes do mercado, sendo tais fundamentos o guia primário quando estes formam suas expectativas. Esta informação, por sua vez, é incorporada na base histórica de dados e nos sinais de preços do mercado presente. O preço formado no mercado agrega instantaneamente todas as informações disponíveis existentes, assim como as expectativas dos operadores.

Assim sendo, os agentes, bem informados e agindo em seu próprio interesse, sempre perceberão o futuro sem incorrer em erros persistentes. Segundo esta concepção teórica, a rigor, apenas choques aleatórios imprevisíveis e não-correlacionados serialmente podem impedir a previsão perfeita dos eventos. Portanto, os fundamentos do mercado são imutáveis, no sentido de que não podem ser alterados por ações humanas, e determinam as probabilidades condicionais dos resultados futuros do mercado (Alves Jr. et al., 1999/2000).

Em oposição a esta visão, pós-keynesianos rejeitam a hipótese dos mercados eficientes e de expectativas racionais para explicar o comportamento dos mercados financeiros (Davidson, 1999; Dimsky, 1998; Glickman, 1994). Em um mundo incerto, em que fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma vez que a base informacional sobre a qual as decisões humanas sobre acumulação de riqueza se apoiam é incompleta, as avaliações futuras do mercado são sempre sujeitas a desapontamentos. Como a informação acerca do futuro é limitada, e a relação entre eventos e respostas dos especuladores depende das suas interpretações sob incerteza, cada um agindo de acordo com suas crenças a respeito do significado que a generalidade dos participantes do mercado atribui ao evento em questão, os agentes avaliam os dados disponíveis de forma heterogênea e formulam hipóteses divergentes. Neste sentido, se suas expectativas são baseadas em conhecimentos frágeis, os preços nos mercados financeiros podem flutuar fortemente ou temporariamente repousar em qualquer valor. Isto porque o grau de confiança com que os agentes veem o futuro podem variar a longo do tempo, em resposta às mudanças nas expectativas formuladas por eles (Alves Jr. et al., 2000).

Se os especuladores dominam os mercados financeiros, as práticas de curto prazo determinam a evolução dos preços dos ativos. A avaliação do mercado de um ativo em qualquer ponto do tempo é definida simplesmente pelo balanço momentâneo altista ou baixista do investidor, sendo possível que o grau de confiança com que os agentes veem o futuro flutue no tempo. Em outras palavras, as avaliações no mercado financeiro não têm relação com o valor intrínseco do ativo. Na visão pós-keynesiana tal valor intrínseco não existe ou não é, de qualquer forma, passível de conhecimento. Quando os investidores operam sob incerteza, nenhuma linha simples divisória entre comportamento racional ou irracional pode ser estabelecida (Glickman, 1994).

O especulador atualmente compra e vende títulos, aumentando a liquidez nos mercados financeiros. Keynes (2007) chama a atenção para esse papel relevante que desempenham os especuladores, que pode ser benéfico ao investimento produtivo. Se o peso da iliquidez dos ativos de capital for mitigado pela liquidez dos mercados, é possível que mais projetos de investimento sejam realizados. Não obstante, como a opinião dos especuladores depende de conhecimento limitado e de sua subjetividade sobre o comportamento do mercado, eventualmente as ordens de compra e venda de títulos podem ser contaminados pelo pânico, o que leva a derrocada dos valores dos títulos e consequente evaporação da liquidez. Portanto, o resultado da ação dos especuladores é ambíguo, porque ao mesmo tempo em que pode ter efeitos reais devastadores sobre a economia, ao criar redemoinhos especulativos, provê liquidez aos ativos financeiros, que é um papel essencial para o funcionamento dos mercados financeiros, ao permitir o desenvolvimento dos mercados primários de títulos de dívida.

4 Rentismo e a especulação em uma economia financeiramente globalizada

4.1 Especulação em contexto de globalização financeira na abordagem pós-keynesiana

Como resultado da maior instabilidade macroeconômica que resultou do fim do sistema de Bretton Woods a partir do início dos anos 1970, da liberalização dos mercados financeiros, e das inovações tecnológicas na área de informática e telecomunicações, observou-se ao longo das décadas de 1970 e 1980 um aumento no volume e na velocidade de recursos no mercado financeiro internacional, e uma maior integração entre os mercados financeiros a nível global, no contexto do

que ficou conhecido como processo de *globalização financeira*. Uma das consequências desse processo tem sido uma certa tendência à criação de um único mercado mundial de dinheiro e de crédito.

Keynes, em sua TG, fazendo referência a um dos maiores mercados financeiros do mundo, New York, disse que “*as the organisation of investment markets improves, the risk of predominance of speculation does, however, increase*” (Keynes, 2007, p. 158). Este parece ser o caso do aumento, nos dias de hoje, da globalização financeira, pois sob a ação dos *global players* (grandes gerenciadores de fundos), em um mercado mais liberalizado e integrado, a forma de operação dos mercados financeiros converte-se numa espécie de grande cassino global. A alta mobilidade dos capitais na economia globalizada tem aumentado as transações especulativas em moeda estrangeira por parte de investidores globais. Como assinala Davidson,

even in the absence of reliable information, rapid evaluations of the potentials effects of any event on exchange rates and hence on portfolio value are essential as rival market participants can move funds from one country to another in nanoseconds with a few clicks on the computer keyboard or a quick telephone call to some international market at any time of day or night (1997, p. 671).

Desta maneira, em contraste com os fluxos de capitais restritos do passado, os fluxos do presente podem ter uma ação disruptiva sobre países e setores econômicos e, ainda, comprometer a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Como observam Eichengreen et al. (1995, p. 164), “*volatility in exchange rates and interest rates induced by speculation and capital flows could have real economic consequences devastating for particular sectors and whole economies*”. Aqui emerge o “dilema da globalização”, qual seja: enquanto a globalização dos mercados financeiros aumenta as oportunidades de financiamento do investimento, com a diversificação dos instrumentos financeiros, ao mesmo tempo esta tendência pode ocasionar efeitos econômicos negativos, na medida em que estimula as atividades especulativas e, eventualmente, gera instabilidade financeira, que pode levar a um colapso nas decisões de investimento.

Em tal mundo, ataques especulativos alimentados por profecias auto-realizáveis podem derrotar as tentativas de governos em sustentar suas taxas de câmbio, arremessando seus países em quadros de crises cambiais. Nas palavras de Davidson,

In today's global economy any news event that fund managers even suspect that others will interpret as a whiff of currency weakness can quickly become a conflagration spread along the information highway. This results in lemming-like behavior that can be self-reinforcing and self-justifying (1997, p. 671-672).

Em um mundo cada vez mais globalizado, a crise pode ainda vir pelo contágio (i.e., quando a queda nos preços dos ativos em determinado mercado provoca a venda de ativos em outro). Isso ocorre tanto pela contaminação de expectativas ou como fruto da manobra de gestores globais de compensar as perdas no portfólio com a venda de ativos valorizados, o que pode acabar causando sucessivos ciclos de venda de ativos em vários países.

A taxa de câmbio de cada país passa a ser cada vez mais determinada pelas decisões de curto prazo dos investidores internacionais sobre seus portfólios. Assim, fluxos de capitais passam a ter

uma forte influência sobre os mercados cambiais, tornando as taxas de câmbio bem mais voláteis do que seriam se seus movimentos fossem explicados pelo comportamento dos fluxos de comércio e serviços produtivos. As decisões de portfólio, predominantemente especulativas, são dependentes das expectativas sobre as mudanças nos sentimentos de mercado. Tais expectativas são “modeladas” usando uma combinação de instrumentos convencionais pós-keynesianos – como a convenção de que os agentes consideram a opinião média quando formam suas expectativas frente a um futuro incerto – e de outros fatores de natureza psicológica. De acordo com Harvey,

the picture that emerges is not of one of a market characterized by stability, efficiency and optimality (all benevolently guided by the invisible hand of the fundamentals), but of an institution where agents' imperfectly considered actions create currency prices. Those actions may be marked by stability for long periods of time (...) as agents rely on convention to anchor [their expectations] to stable levels or rates of change; but because they are subject to availability and bandwagon effects they are apt to rapid revision in the face of salient events (1997, p. 671-672).

Assim, o comportamento dos especuladores pode ser associado a algum tipo de “comportamento de manada”, já que sob incerteza um investidor tem incentivo a imitar o comportamento médio dos demais agentes, uma vez que esses podem ter informações que ele não tem e, na pior das hipóteses, é melhor perder conjuntamente do que perder sozinho. Em outras palavras, o comportamento de “seguir a maioria” pode ser uma convenção adequada para superar a incerteza sobre o futuro, sobretudo em condições quando a incerteza aumenta o desconhecimento das ações de outros agentes. Este tipo de comportamento pode gerar “profecias autorrealizadas”, o que faz com que as expectativas determinem as trajetórias de preços nos mercados financeiros e cambiais.

4.2 Financeirização no contexto do capitalismo determinado pelas finanças ou de capitalismo rentista

A globalização financeira – definida como a interpenetração dos mercados financeiros nacionais, bem como sua integração no mercado financeiro internacional – é vista como um dos principais impulsionadores do capitalismo determinado pelas finanças e do processo da financeirização. Palley (2013) destaca que a financeirização tem sua origem nas mudanças ocorridas no processo de acumulação de capital desde o fim do acordo de Bretton Woods e com a adoção de políticas neoliberais nos anos 1980, quando se observa que os investimentos passaram a ser crescentemente transferidos para o capital especulativo em detrimento do produtivo⁵.

A financeirização é entendida como um processo histórico que consiste em um possível crescimento da influência do setor financeiro na dinâmica produtiva, ou seja, no qual a tomada de decisões dos agentes econômicos orbita em torno da lógica financeira. De acordo com Seccareccia e Lavoie (2016, p. 216), “*since the 1980s, we have seen how rentier capitalism, especially its most virulent ‘financialized’ form, has been devastating advanced industrial societies and has brought some of these economies, especially in the Eurozone, to the verge of social collapse*”.

(5) No caso das economias emergentes, busca-se entender a forma de inserção desses países no sistema financeiro internacional no contexto da globalização financeira e seus efeitos sobre essas economias e/ou analisar os efeitos provocados pela ampla liberalização da conta de capitais sobre a autonomia de política econômica das economias emergentes. Essa discussão, entretanto, extrapola os objetivos deste artigo. Ver, a respeito, numa perspectiva pós-keynesiana, Bonizzi (2017) e Bortz e Kaltenbrunner (2018).

Capitalismo determinado pelas finanças, em contraste com o regime de acumulação fordista que vigorou até os anos 1970, é um conceito desenvolvido inicialmente pelos economistas regulacionistas⁶, mas que tem sido amplamente entendido com um regime de acumulação que tem como uma das suas características centrais o processo de financeirização da economia. Em particular, este novo regime de acumulação – também denominado de regime de acumulação dominado pelas finanças (“*finance-dominated accumulation regime*”) – tem se disseminado no mundo em função da adoção de políticas neoliberais a partir dos anos 1980 nas economias avançadas e a partir dos anos 1990 nas economias em desenvolvimento, respondendo a um conjunto de fatores que incluem: desregulação dos setores financeiros domésticos; proliferação de novos instrumentos financeiros (como securitização); liberalização dos fluxos de capitais internacionais; proliferação de investidores institucionais globais; e, ainda, o gerenciamento corporativo das firmas num comportamento conhecido como maximização do valor ao acionista (“*maximization of shareholder value*”) (Stockhammer, 2008).

A financeirização pode ser definida de forma ampla como na conhecida definição de Epstein (2005, p. 3) como, “*the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*”, e de Krippner (2005, p. 174): “*a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production*”.

Outras definições da financeirização colocam esse processo dentro de uma perspectiva histórica no qual como resultado da liberalização e globalização financeira, mais intensa a partir dos anos 1980, há uma crescente subordinação da lógica produtiva à lógica financeira no contexto de uma nova fase do capitalismo⁷.

Para Lavapitsas (2011), a financeirização representa uma transformação sistêmica das economias capitalistas maduras com três características inter-relacionadas: as grandes corporações dependem menos dos bancos e adquiriram capacidades financeiras próprias; os bancos mudaram suas atividades para a intermediação em mercados financeiros abertos e transações com as famílias; por fim, as famílias se envolveram cada vez mais nas operações financeiras.

Já para Gutman (2008) a financeirização é vista como integrante do regime de acumulação dominado pelas finanças, que tem como características principais o aumento da importância do setor financeiro em relação ao setor real (produtivo), gerando um descolamento entre o capital financeiro e o capital industrial; a transformação nas finanças, com diversificação das atividades bancárias, crescimento de investidores institucionais e existência de novos instrumentos financeiros; uma tendência de piora dos níveis de concentração de renda (funcional e pessoal), com declínio na parcela de lucros retidos para reinvestimento e aumento na parcela de lucros pagos aos acionistas, o que obriga os industriais a gerarem lucros às custas da compressão salarial; e, ainda, um aumento dos episódios de crises financeiras, pela criação de “bolhas” especulativas, impelidas por inovações financeiras e aumento de alavancagem dos investidores com financiamento bancário e derivativos.

(6) Ver Boyer (2010) e Gutmann (2016), entre outros.

(7) Cabe destacar o caráter pioneiro no estudo do processo de financeirização por parte de economistas brasileiros. Ver, entre outros, Braga (1997).

Powell (2013) ressalta que a teoria pós-keynesiana interpreta a financeirização ao nível da firma não-financeira como um fenômeno em que a busca por lucros financeiros se sobrepõe ao investimento em ativos físicos. Ademais, neste processo ocorrem mudanças na estrutura de governança corporativa das empresas (maximização do valor ao acionista), em que os lucros deixam de ser primordialmente reinvestidos na produção para serem distribuídos aos acionistas através de pagamentos de dividendos e participações. Para satisfazer os investidores das firmas e analistas de negócios, gerentes são impelidos a buscar maximizar o valor para o acionista, paralisando segmentos de retorno imediato baixo, realizando fusões e aquisições e compras hostis assim como terceirizando atividades produtivas. A financeirização tem beneficiado em particular gerentes das grandes corporações, cujas remunerações estão relacionadas ao desempenho a curto prazo da firma na forma de opções de compra de ações. Nos EUA, em particular, o enriquecimento de acionistas e executivos das firmas tem sido realizado em detrimento dos salários dos trabalhadores.

Orhangazi (2008), ao analisar o impacto da financeirização sobre a acumulação de capital real nos EUA com base em dados das firmas não-financeiras no período de 1973-2003, encontra uma relação negativa entre o investimento real e a financeirização. Assim, uma das razões pela qual se diz que as corporações não financeiras são financeirizadas é que elas estão cada vez mais envolvidas na acumulação financeira, da qual obtêm uma proporção crescente de renda financeira⁸. Segundo o autor, esta relação pode ser explicada por dois canais: primeiro, o aumento do investimento financeiro e das oportunidades de lucro financeiro podem ter afastado o investimento real, alterando os incentivos dos gerentes das empresas e direcionando os fundos para longe do investimento real; segundo, o aumento dos pagamentos aos mercados financeiros pode ter impedido o investimento real ao diminuir os fundos internos disponíveis, encurtando os horizontes de planejamento da administração da empresa e aumentando a incerteza.

Portanto, fica claro um comportamento rentista das empresas, no contexto de financeirização da economia, na busca de retornos imediatos de curto prazo para serem distribuídos aos acionistas, feito às expensas do investimento produtivo. Segundo Crotty (2003) a financeirização no sentido da maximização do valor ao acionista gera um “paradoxo neoliberal”: as empresas não-financeiras se deparam com uma concorrência crescente nos mercados de produtos e ao mesmo tempo forte pressão dos acionistas por maiores retornos imediatos, de forma que os gestores ficam submetidos a pressões internas e externas por resultados de curto prazo.

A financeirização aumenta o poder de firmas e instituições que derivam suas rendas de transações financeiras, representando assim a vitória dos “rentistas”. Os assalariados e as famílias, que em contrapartida testemunham a estagnação dos seus salários reais, têm aumentado seu grau de endividamento para sustentar seu poder de consumo. Nas palavras de Guttman (2008),

creditors get their interest payments, and financial intermediaries their fees and commissions. Add in capital gains, and you can begin to see that financial income has risen steadily as a share

(8) Entretanto, Rabinovich (2019) mostra evidências contrárias ao que ele denomina de hipótese da virada financeira da acumulação (“*financial turn of accumulation hypothesis*”), segundo o qual a razão pela qual as empresas não financeiras (NFCs) são financeirizadas é o fato de estarem cada vez mais envolvidas na acumulação financeira, da qual obtêm uma proporção crescente de renda financeira. Contrariando essa hipótese, o autor encontra que as receitas financeiras das empresas norte-americanas representam, em média, apenas 2,5% da receita total das NFCs desde 1980, oscilando desde o início da década de 1990 até 2005 e declinando a partir de então.

of the total, forcing industrialists to push for higher profits at the expense of stagnant, often even falling wage shares. This redistribution of functional income shares from wages via industrial profit to financial income is tied to a parallel shift in personal income distribution in favor of the richest among whom most of the financial assets are concentrated, as well as even more unequal distribution of wealth – a general trend among most industrial nations.

Por fim, Coutinho e Belluzzo (2004) destacam que não só o investimento, mas também o consumo das famílias, detentoras de ativos financeiros, estão subordinados à lógica financeira em economias com sistemas financeiros desenvolvidos. Dada a peculiaridade das economias contemporâneas – onde a finança direta e securitizada é dominante – de alta sensibilidade das decisões de gasto das famílias e empresas a flutuações nos preços dos ativos financeiros, observa-se uma intensa e continuada valorização da riqueza financeira privada, que resulta tanto num aumento das decisões de consumo e de investimento dos agentes com graus crescentes de alavancagem no boom cíclico quanto em bolhas de ativos que podem no limite provocar graves colapsos financeiros e crises de difícil digestão.

Portanto, em momentos de euforia, em que o preço dos ativos cresce, as empresas podem utilizar seu maior valor de mercado para tomar crédito e investir mais, ao mesmo tempo em que as famílias – detentoras de títulos e com acesso ampliado ao crédito – podem, a partir do efeito-riqueza, obter mais empréstimos e financiar o seu consumo, estimulando a demanda efetiva da economia. Contudo, quando o preço dos ativos financeiros cai, esses efeitos se tornam negativos, o que leva à redução do investimento e do consumo e conseqüente desaceleração econômica.

Neste contexto, surge uma classe rentista expressiva em riqueza e poder político que representa uma camada da sociedade cujos interesses e rendimentos estão concentrados na acumulação financeira. Segundo Bresser-Pereira (2018, p. 27), desde o final dos anos 1980 vem sendo criado um novo tipo de organização social que denomina de “capitalismo financeiro-rentista”, “uma sociedade em que os capitalistas são predominantemente rentistas, enquanto os altos tecnoburocratas são ou os mais altos executivos das companhias, ou os financistas”. Em tal organização social, os rentistas, em sua maioria herdeiros, substituíram os empresários na propriedade das grandes firmas, deixaram a administração das grandes empresas a cargo dos altos executivos profissionais ou tecnoburocratas, e contrataram outra categoria de profissionais, a dos financistas, originados da alta classe média e formados nos principais mestrados em administração de empresas, para gerir sua riqueza.

5 Conclusão

Este artigo analisou o rentismo e especulação financeira em Keynes e autores pós-keynesianos, buscando também analisar a temática tratada no contexto de uma economia globalizada e financeirizada. Em particular, o desejo do Keynes de uma gradual extinção do rentismo e um controle da atividade especulativa no mercado financeiro – tida como necessária para dar liquidez ao mercado secundário de títulos, mas que deveria ser limitada/regulada para evitar que movimentos excessivos de especulação produzissem crises – como condição necessária para que um crescimento sustentado que lograsse pleno emprego e financeiramente estável, acabou não acontecendo.

De fato, o que se observa no contexto de um “*rentier capitalism*” ou “*finance-led capitalism*” é exacerbação de comportamentos rentistas e especulativos num mercado financeiro cada vez mais global, que acaba gerando frequentemente instabilidade econômica, potencializando a possibilidade de ocorrência de crises financeiras no contexto de um cassino financeiro globalizado. Firms são administradas para gerar lucros imediatos para seus acionistas e executivos, abrindo caminho para uma classe emergente de rentistas e financista. A financeirização aumenta poder de firmas e famílias que derivam suas rendas de transações financeiras, representando a ascensão do rentismo às custas dos trabalhadores assalariados, que enfrentam a estagnação dos salários reais com o aumento de dívida para atenuar a queda no consumo. Neste contexto, não se pode falar na eutanásia do rentista, mas sim na vitória do rentista na atual fase do capitalismo contemporâneo.

Há evidência de que a financeirização reduz, significativamente, a autonomia dos Estados nacionais, seja para formular as políticas econômicas autônomas independentemente das condições internacionais, seja no que concerne a implementação de uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo consistente com as condições de produção e os interesses dos setores não-financeiros (Becker et al., 2010). Em sua dimensão internacional, os constrangimentos a uma política econômica mais autônoma se relacionam à prerrogativa de investidores e rentistas – residentes e não-residentes – para movimentar livremente seus investimentos por todo um mundo financeiramente desregulamentado, que pune ou recompensa governos em função da adesão dos mesmos à agenda comumente conhecida como “neoliberal”. Nesse sentido, Palley (2013, p. 1) considera que

simple alternative definition is that financialization corresponds to financial neoliberalism which is characterized by domination of the macro economy and economic policy by financial sector interests. According to this definition, financialization is a particular form of neoliberalism.

Uma forma contemporânea de lidar com a exacerbação do rentismo no contexto do capitalismo determinado pelas finanças seria a adoção de políticas voltadas para a desfinancerização da economia. Neste sentido, Sawyer (2016) sugere tornar o sistema financeiro mais funcional ao desenvolvimento econômico e social através de uma política articulada entre bancos de desenvolvimento, bancos regionais, cooperativas financeiras locais, instituições de microcrédito, entre outras. Karwowski (2019), por sua vez, sugere que é necessário realizar mais pesquisas sobre a teoria e a prática da desfinanceirização se quisermos uma desfinanceirização mais profunda e generalizada, sendo de particular importância entender por que as instituições estatais seguem políticas predominantemente financeirizadas. Por enquanto, contudo, a certeza é que os desafios hoje enfrentados para domar o rentismo e os excessos das atividades especulativas parecem ainda maiores do que Keynes podia supor. De certo, “o trabalho não foi bem feito”.

Referências bibliográficas

ALVES JR., A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000.

ALVES JR., A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. The post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary system. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 22, n. 2, p. 207-225, 1999/2000.

BECKER, J.; JAGER, J.; LEUBOLT, B.; WEISSENBACHER, R. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. *Competition and Change*, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.

BONIZZI, B. An alternative Post-Keynesian framework for understanding capital flows to emerging markets. *Journal of Economic Issues*, v. 51, n. 1, p. 137-162, 2017.

BORTZ, P. G.; KALTENBRUNNER, A. The international dimension of financialization in developing and emerging economies. *Development and Change*, v. 49, n. 2, p. 375-393, 2018.

BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 11-145, 2010.

BRAGA, J. C. S. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza do capitalismo. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. São Paulo: Vozes, 1997.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Capitalismo financeiro-rentista. *Estudos Avançados*, v. 32, n. 92, p. 17-29, 2018.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (Org.). *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004.

CROTTY, J. The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Review of Radical Political Economics*, v. 5, n. 3, p. 271-279, 2003.

DAVIDSON, P. Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required? *Economic Journal*, v. 107, n. 442, p. 671-686, 1997.

DAVIDSON, P. Thoughts on speculation and open markets. In: DAVIDSON, P.; KREGEL, P. (Ed.). *Full employment and price stability*. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

DYMSKI, G. 'Economia de bolha' e crise financeira no leste asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. *Economia e Sociedade*, v. 7, n. 2, p. 73-136, 1998.

EICHENGREEN, B.; TOBIN, J.; WYPLOSZ, C. Two cases for sand in the wheels of international finance. *Economic Journal*, v. 105, n. 428, p. 162-172, 1995.

EPSTEIN, G. (Ed.). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-423, 1980.

GLICKMAN, M. The concept of information, intractable uncertainty, and the current state of 'efficient markets' theory: a Post Keynesian view. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 16, n. 3, p. 325-349, 1994.

GUTMANN, R. A primer on finance-led capitalism and its crisis. *Revue de la Régulation*, n. 2/4, Autumn, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.4000/regulation.5843>.

GUTMANN, R. *Finance-led capitalism: shadow banking, re-regulation and the future of global markets*. Houndmills: Palgrave Macmillan, 2016.

HARVEY, J. T. Exchange rates. In: KING, J. E. (Ed.). *The Elgar companion to Post Keynesian economics*. 2. ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2013.

KEYNES, J. M. *A tract on monetary reform*. London: Macmillan, 1923.

KEYNES, J. M. *The general theory and after: defence and development*. Edited by D. Moggridge. London: Macmillan, 1973. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 14).

KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Houndmills: Palgrave Macmillan, 2007.

KREGEL, J. Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's post-war policy proposals. In: VICARELLI, F. (Ed.). *Keynes's relevance today*. London: Palgrave Macmillan, 1986.

KRIPPNER, G. The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LAPAVITSAS, C. Theorizing financialization. *Work, Employment and Society*, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

NAITO, A. Return of the rentier: Keynes's view on "the euthanasia of the rentier" revisited. 2013. Disponível em: <https://researchmap.jp/wysiwyg/file/download/177032/81078>. Acesso em: 13 mar. 2023.

ORHANGAZI, O. Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation of the US economy, 1973–2004. *Cambridge Journal of Economics*, v. 32, n. 6, p. 863-886, 2008.

PALLEY, T. *Financialization: the economics of finance capital domination*. London: Palgrave Macmillan, 2013.

POWELL, J. *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations*. 2013. Tese (Doutorado em Economia)–School of Oriental and African Studies (SOAS), Universidade de Londres, Londres, 2013.

RABINOVICH, J. The financialization of the non-financial corporation: A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, v. 70, n. 4, p. 738-775, 2019.

SECCARECCIA, M.; LAVOIE, M. Income distribution, rentiers and their role in a capitalist economy. *International Journal of Political Economy*, v. 45, n. 3, p. 200-223, 2016.

STOCKHAMMER, E. Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition and Change*, v. 12, n. 2, p. 184-202, 2008.

WATKINS, J. P. Rescuing the rentier – Neoliberalism, social imbalance, and the current economic crisis: a synthesis of Keynes, Galbraith, and Minsky. *Journal of Economic Issues*, v. 44, n. 2, p. 471-478, 2010.

EDITOR RESPONSÁVEL PELA AVALIAÇÃO

Carolina Troncoso Baltar