

**Resumo:** A crise econômica global de 2008 suscitou inúmeros debates sobre suas causas, sendo a lei da queda tendencial da taxa de lucro apresentada como uma delas. Vários exercícios empíricos foram propostos tendo a economia dos EUA como principal objeto de análise. Apesar disso, não existe consenso sobre a forma mais adequada de mensuração dessa variável, no campo de estudos marxista. Esse artigo expõe três abordagens que resumem as principais diferenças nas propostas de cálculo da rentabilidade, mas que entendem sua trajetória de queda como causa fundamental da crise. Conjuntamente, são discutidos aprofundamentos possíveis a partir de cada uma das abordagens. Em especial sobre a taxa de juros mais adequada para o cálculo da taxa de lucro de empresa, o papel da depreciação e da absorção e liberação de capital nas diferenças entre taxa de lucro a custos históricos e custos de reposição e as diferenças na lucratividade sobre total de ativos entre setor financeiro e não financeiro.

**Palavras-Chave:** Anwar Shaikh; Andrew Kliman, Alan Freeman, Taxa de lucro, Crise

### **Introdução**

A crise econômica global que eclodiu em 2008 suscitou inúmeros estudos no campo da teoria marxista. Basu e Vasudevan (2013) apresentam seis abordagens distintas sobre suas causas, entre elas aquelas que debatem o movimento da taxa de lucro. Autores como Husson (2010) e Duménil e Lévy (2011) minoraram o papel dessa variável na da crise, enquanto outros, como Shaikh (2016), Kliman (2001) e Freeman (2012) apresentaram a dinâmica da lucratividade como sua causa fundamental. Segundo Basu e Vasudevan (2013), algumas dessas discordâncias dizem respeito à falta de consenso sobre a mensuração da taxa de lucro, tanto na definição da massa de lucro a ser utilizada no numerador, quanto do estoque de capital usado no denominador.

Nesse trabalho buscou-se apresentar aspectos principais da abordagem da lucratividade e seu papel na dinâmica econômica em Anwar Shaikh, Andrew Kliman e Alan Freeman. A escolha desses autores se deu por três motivos principais. Em primeiro lugar, pelas diferenças importantes na forma de cálculo dessa taxa por cada um dos autores. Em segundo, pois apesar das diferenças todos percebem que a crise de 2008 teve no declínio da taxa de lucro sua causa fundamental. Em terceiro, pois as diferenças entre esses autores resumem aspectos centrais sobre os debates do cálculo da rentabilidade. Complementando a exposição desses autores sobre o tema, são propostos alguns aprofundamentos possíveis a partir de suas abordagens.

Nos trabalhos de Shaikh (2016) é apresentada a taxa de lucro geral e sua decomposição, ressaltando os fatores que contribuíram para sua evolução. Além disso, apresenta-se a taxa de lucro incremental e a taxa de lucro de empresa. Sobre a taxa de lucro incremental, propõe-se uma forma de cálculo da lucratividade média unindo-se a rentabilidade sobre o capital antigo e a rentabilidade sobre

---

<sup>1</sup> Professor da faculdade de ciências econômicas na Universidade Federal do Sul e Sudeste do Pará

o novo capital, uma vez que Shaikh apresenta essa última em suas discussões sobre concorrência e não sobre crises. A decomposição proposta permite analisar o papel do lucro sobre capital antigo, do lucro incremental e da taxa de acumulação, sobre a lucratividade geral. As discussões sobre o lucro de empresa também propõem outras formas de contabilizar a taxa de juros e a compara com aquela utilizada por Shaikh, dimensionando a magnitude de recuperação dessa.

Andrew Kliman difere de Shaikh especialmente na sua proposta sobre o denominador da taxa de lucro. Para esse autor, o estoque de capital deve ser considerado a custos históricos e não a custos de reposição. As evidências encontradas por ele apontam para uma dinâmica mais ou menos constante de queda na taxa de lucro após os anos 1970, sem a estabilidade ou leve recuperação até meados dos anos 1990, como encontrada por Shaikh. O autor ainda discute as questões da expansão financeira, investimento e a participação dos lucros e salários na renda e suas relações com a rentabilidade. Um ponto debatido nesse trabalho sobre a abordagem de Kliman é em relação ao papel da depreciação física e moral, a qual aproxima ou afasta as taxas de lucro a custos históricos ou de reposição. Além disso, é discutido o papel que os processos de absorção e liberação de capital têm sobre as diferenças entre essas taxas.

Alan Freeman, por sua vez, propõe que a expansão financeira deve ser considerada no denominador da taxa de lucro, contabilizando nessa não apenas o estoque de capital fixo, mas também os ativos financeiros. Esses ajustes propostos pelo autor levam a uma figura da taxa de lucro em declínio contínuo após os anos 1980, descolando, a partir de então, a tendência das taxas de lucro quando calculadas apenas sobre o capital fixo ou adicionando ativos financeiros. Em relação à sua abordagem, é discutido que a taxa de lucro sobre o total de ativos apresenta diferenças de nível e trajetória quando comparados os setores financeiros e não financeiros, especialmente pelas diferenças na proporção do uso de capital próprio e de terceiros e da forma como cada um desses disputa a mais-valia existente.

### **1. Taxa de lucro incremental e lucro de empresa em Anwar Shaikh**

Partindo dos trabalhos de Shaikh (2011, 2016), o comportamento da economia – em especial dos EUA – entre a crise de estagflação dos anos 1970 e a crise do final dos anos 2000 pode ser caracterizado a partir da relação entre três variáveis principais: a taxa geral de lucro, a taxa de juros e a taxa de lucro do empresário. A primeira delas, por sua vez, pode ser decomposta entre seus componentes cíclicos e estruturais, e assim identificar-se os fatores que contribuíram para seu desempenho. Shaikh (2016) propõe, também, um cálculo da taxa de lucro incremental, a qual, segundo ele, tem papel central no direcionamento do investimento.

Em seu livro mais recente (2016), o autor propõe uma série de correções nos dados de massa de lucro e estoque de capital encontrados nas tabelas de contas nacionais dos EUA (*NIPA tables*).

Essas correções são de três ordens principais: adição dos juros líquidos pagos na massa de lucro; estimação dos estoques de mercadorias; e correções no estoque de capital fixo, de modo a precisar os efeitos das depressões e de suas taxas de saída de circulação<sup>2</sup>. A partir das correções feitas, a taxa de lucro é calculada a partir da seguinte decomposição (SHAIKH, 2016, p. 250):

$$r = \frac{P}{K} = \left(\frac{P}{Y}\right) \cdot \left(\frac{Y_n}{K}\right) \cdot \left(\frac{Y}{Y_n}\right) = \left(\frac{P}{Y}\right) \cdot R_n \cdot \mu_k \quad (1)$$

Onde:

$r$  = taxa média de lucro;  $P$  = massa de lucro;  $K$  = Estoque de capital fixo;  $Y$  = produto líquido (valor adicionado);  $Y_n$  = produto líquido com capacidade normal utilizada;  $R_n = \left(\frac{Y_n}{K}\right)$  = taxa de lucro máxima;  $\mu_k = \left(\frac{Y}{Y_n}\right)$  = taxa de utilização da capacidade normal

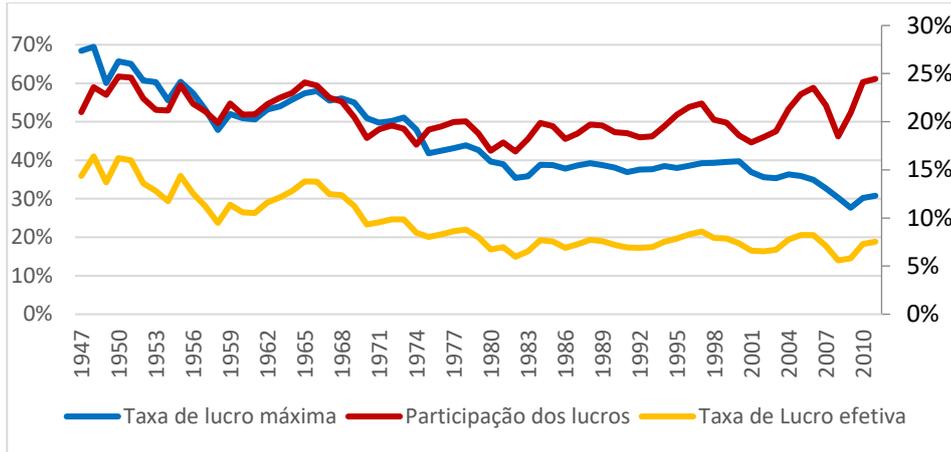
Considerando que o nível de utilização da capacidade foi, em média, próximo de 1 no período<sup>3</sup>, o movimento da taxa de lucro refletiu principalmente a participação dos lucros no valor adicionado e o comportamento da taxa máxima de lucro. A primeira dessas variáveis apresentou uma trajetória de declínio mais ou menos constante entre 1950 e 1982, passando de cerca de 25% para 17% no período. Sua retomada contínua também foi bastante evidente nos anos subsequentes, alcançando em 2011 um patamar semelhante ao de 1950. Por sua vez, a taxa de lucro máxima, a qual reflete o componente tecnológico dessa variável (SHAIKH, 2016, p. 730), caiu de maneira quase constante entre o final dos anos 1940 e início dos anos 1980. A partir de então permaneceu estável até o ano de 2000, voltando a cair desde então. O movimento da taxa média de lucro, expressando o comportamento dessas duas variáveis, apresentou um declínio no período inicial, culminando com a crise dos anos 1970-1980, e uma estabilização subsequente, sem apresentar capacidade acelerada de restauração. Nesse sentido, apesar da retomada da participação dos lucros no valor adicionado, refletindo um aumento da exploração do trabalho, essa foi insuficiente para compensar a baixa relação entre o valor adicionado e o capital existente.

---

<sup>2</sup> Para um detalhamento dos procedimentos efetuados pelo autor ver Shaikh (2016, p. 245-250, 828-853)

<sup>3</sup> Para uma explicação sobre o cálculo de capacidade utilizada ver Shaikh e Mahoud (2004). Seguindo os dados do autor (Shaikh 2016, <http://realecon.org/data/> data tables 6.8) a taxa de utilização da capacidade instalada apresentou uma média de aproximadamente 98% entre 1982 e 2011.

**Gráfico 1: Taxa média de lucro e seus componentes – EUA: 1947 - 2011**



Fonte: Elaboração própria com base em Shaikh (2016) - dados disponíveis em <http://realecon.org/data/> data tables 6.8

Nota: Participação dos lucros e taxa de lucro efetiva no eixo secundário

Shaikh (2016, p.298-300) também propõe uma forma de calcular a taxa de lucro incremental ( $r_{It}$ ), ou taxa de lucro sobre o novo investimento, e expõe seu comportamento durante o período. Essa taxa pode ser decomposta da seguinte forma:

$$r_{It} = \frac{P_{It}}{K_{It}} = \text{Taxa de lucro sobre o novo capital} \quad (2)$$

Para calculá-la a partir dos dados das contas nacionais é necessário encontrar tanto o lucro corrente auferido pelo novo capital ( $P_{It}$ ) quanto seu custo corrente ( $K_{It}$ ). Em qualquer período a massa de lucro ( $P_t$ ) é igual à soma dos lucros obtidos pelo novo capital e aqueles obtidos pelo capital antigo, ou seja, o lucro que seria realizado na ausência de investimento ( $P'_{kt}$ ):

$$P_t = P_{It} + P'_{kt} \quad (3)$$

Considerando que todos os termos da equação 5 estão em moeda corrente, é necessário expressar o lucro e o investimento do período anterior em preços atuais. Tomando-se um índice de preços ( $n$ ), o lucro do período t-1 em preços do período t é igual a  $P_{t-1} \left( \frac{n_t}{n_{t-1}} \right)$  e o investimento igual a  $I_{t-1} \left( \frac{n_t}{n_{t-1}} \right)$ . Adicionando um termo de ajuste que capte os efeitos nas variações de preços, salários, eficiência e capacidade utilizada do capital remanescente do período anterior, a equação 5 pode ser reescrita da seguinte forma (SHAIKH, 2016, p. 299):

$$r_{It} = \frac{\left( P_t - P_{t-1} \left( \frac{n_t}{n_{t-1}} \right) \right) + \left( P_{t-1} \left( \frac{n_t}{n_{t-1}} \right) - P'_{kt} \right)}{I_{t-1} \left( \frac{p_t}{p_{t-1}} \right)} = \frac{\left( \frac{P_t}{n_t} - \frac{P_{t-1}}{n_{t-1}} \right)}{\left( \frac{I_{t-1}}{n_{t-1}} \right)} + \frac{\left( \frac{P_{t-1}}{n_{t-1}} - \frac{P'_{kt}}{n_t} \right)}{\left( \frac{I_{t-1}}{n_{t-1}} \right)} =$$

$$= \frac{\Delta PR_t}{IR_{t-1}} + \frac{PR_{t-1} \left( 1 - \frac{PR'_{kt}}{PR_{t-1}} \right)}{IR_{t-1}} \quad (4)$$

Segundo Shaikh (2016, p. 300), durante todo o período pós-guerra a relação  $\left( \frac{PR'_{kt}}{PR_{t-1}} \right)$  entre o lucro real obtido pelo capital antigo no período t e o lucro obtido por esse mesmo capital em t-1

expresso em preços correntes foi bastante próxima de 1. Dessa forma a taxa de lucro incremental aproximasse da razão entre a variação real dos lucros e o investimento real do período anterior ( $\frac{\Delta PR_t}{IR_{t-1}}$ ).

Partindo do desenvolvimento do cálculo da taxa de lucro incremental é possível expandir a análise de Shaikh e expressar a taxa de lucro média em termos da taxa de lucro sobre o capital antigo e a taxa de lucro sobre o novo capital. A taxa média de lucro em qualquer período é calculada como:

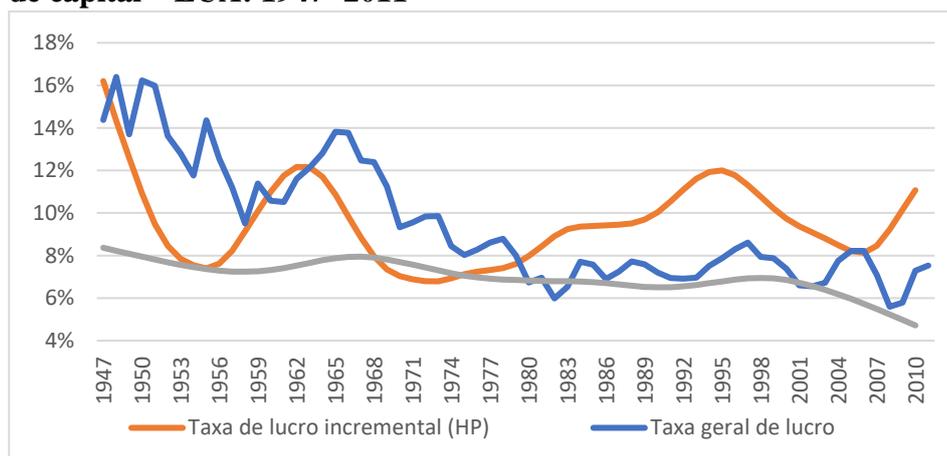
$$r_t = \frac{P_t}{K_{t-1}} \quad (5)$$

Substituindo-se  $P_t$  na equação 5 pela equação 3, e sabendo-se que  $K_{t-1} = KR_{t-2} + IR_{t-1}$  temos que:

$$r_t = \frac{PR'_{kt} + \Delta PR_t}{KR_{t-2} + IR_{t-1}} = \left(\frac{PR'_{kt}}{KR_{t-2}}\right) \left(\frac{KR_{t-2}}{KR_{t-2} + IR_{t-1}}\right) + \left(\frac{\Delta PR_t}{IR_{t-1}}\right) \left(\frac{IR_{t-1}}{KR_{t-2} + IR_{t-1}}\right) \quad (6)$$

Dessa forma, a taxa geral de lucro é igual à taxa de lucro sobre o capital antigo, em termos reais, multiplicado pela proporção desse capital no capital total, mais a taxa de lucro incremental multiplicada pela participação do investimento no capital total. Esse último termo indica o nível de acumulação. O gráfico 2 expõe a tendência da taxa incremental de lucro conjuntamente com a taxa média de lucro e a taxa de acumulação, como calculada por Shaikh (2016). Observa-se que a partir do início da década de 1980 até meados dos anos 1990 a taxa de lucro incremental apresentou uma tendência acelerada de recuperação. No entanto, seu impacto sobre a taxa geral de lucro foi bastante reduzido, de forma que essa permaneceu mais ou menos estável. A queda na dinâmica da acumulação também contribuiu para o efeito diminuído do lucro incremental na taxa de lucro geral.

**Gráfico 2: Taxa geral de lucro e tendência da taxa incremental de lucro e da taxa de acumulação de capital – EUA: 1947 -2011**



Fonte: Elaboração própria a partir de Shaikh (2016) - dados disponíveis em <http://realecon.org/data/> data tables 6.8

Pode-se inferir desse comportamento que a taxa de lucro sobre o capital antigo permaneceu baixa em todo o período. O comportamento dessa variável, aliado à queda na relação entre valor adicionado e estoque de capital, apontam para uma baixa queima de capital durante a crise dos anos 1970-80. Segundo Harman (2010), o próprio processo de centralização de capital, na medida em

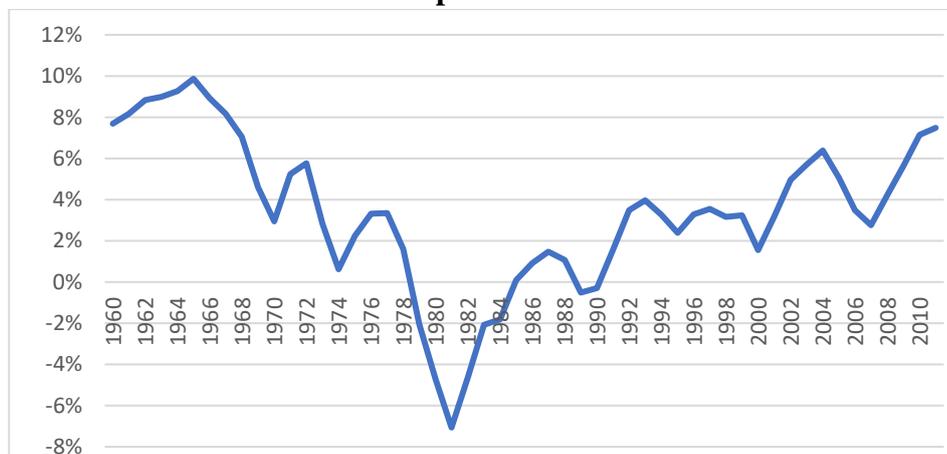
origina companhias chamadas de *'too big to fail'* pelo jargão econômico, limitou o processo de queima de capital nas últimas crises.

Diante de tal comportamento da taxa geral de lucro após os anos 1980, Shaikh (2011, 2016) investiga as causas que levaram a certa recuperação econômica no período, ainda que menos acelerada, e a crise subsequente. Para o autor, a relação entre a taxa geral de lucro e a taxa de juros é central para tal explicação. Como definida por Marx (1986), a diferença entre ambas corresponde ao ganho empresarial, ou taxa de lucro de empresa. Para Shaikh (2011, p. 52), essa taxa é “o motor principal da acumulação, a fundação material do ‘animal spirits’ do capital industrial.”

Seguindo o desenvolvimento de Marx (1986), na medida em que o juro se estabelece como atributo de todo capital, e a divisão quantitativa entre lucro de empresa e juros se transforma também em uma divisão qualitativa, todo ganho de determinado capital pode ser dividido entre essas duas partes. Dada tal divisão da mais-valia, o movimento da taxa geral de lucro, da taxa de juros e da taxa de lucro de empresa não é necessariamente o mesmo. O lucro empresarial aparece, assim, em oposição ao juro - não mais ao salário - e como resíduo desse é alto ou baixo em razão do patamar dessa variável (MARX, 1986).

Seguindo tal definição, Shaikh (2011, 2016) expõe o comportamento da taxa de lucro de empresa para a econômica dos EUA (gráfico 3). Diante dos dados levantados pelo autor, a queda acentuada da taxa de juros desde seu pico em 1981 levou a uma rápida recuperação da taxa de ganho empresarial, sustentando a recuperação econômica no período. Tal queda proporcionou, ao mesmo tempo, uma escalada no endividamento sem um efeito proporcional nos serviços das dívidas. No entanto, na medida em que a queda nos juros e o aumento do endividamento alcançaram seus limites, a manutenção da expansão tornou-se insustentável, culminado com a crise do final dos anos 2000 (SHAIKH, 2011, p.45). Em linhas gerais, o desempenho frágil da taxa geral de lucro tornou a recuperação econômica dependente de uma queda constante nas taxas de juros.

**Gráfico 3: Taxa de lucro de empresa– EUA: 1960-2011**



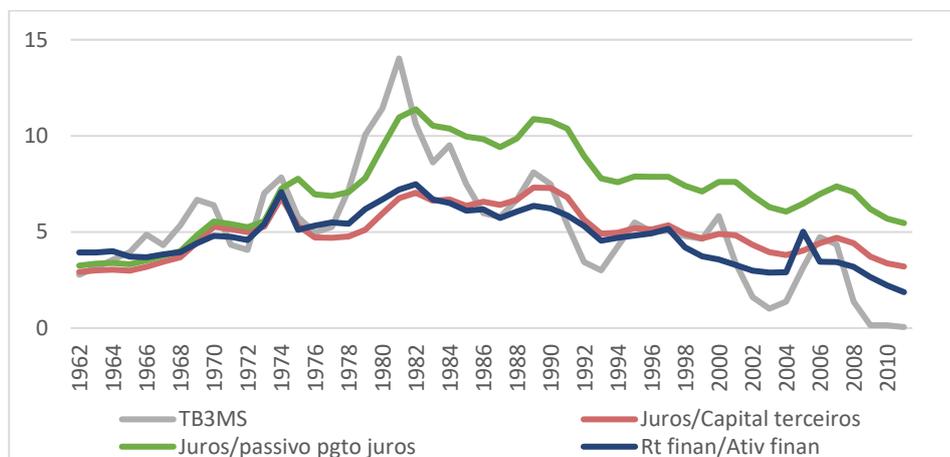
Fonte: Elaboração própria com base em Shaikh (2016) - dados disponíveis em <http://realecon.org/data/ data table 16.2>

O movimento da taxa de lucro de empresa apresentada por Shaikh (2011, 2016) considera a taxa de juros de três meses do tesouro dos EUA (3-month T-bill). Subtraindo-se essa de sua taxa geral de lucro corrigida, chega-se à figura acima exposta. Nota-se que a recuperação após os anos 1990 foi bastante acelerada, sendo seu nível na crise de 2008 similar ao de 1970. Esse comportamento está relacionado à escolha da taxa de juros feita pelo autor, a qual pode sobredimensionar tal recuperação.

Marx (1986), ao desenvolver o conceito de lucro de empresa, considera de maneira geral a taxa de juros que serve de referência para esse cálculo. No entanto, o tratamento empírico da questão exige uma definição mais precisa de qual taxa deve ser utilizada. Para enfrentar esse possível problema, propõe-se aqui três formas de cálculo da taxa de juros média que efetivamente atua como referência para o setor corporativo não financeiros dos EUA. A partir dessas, e utilizando-se a taxa geral de lucro corrigida de Shaikh (2016), calcula-se a nova taxa de lucro de empresa.

A primeira forma proposta exige a definição do capital de terceiros utilizado por esse setor. Considera-se que esse é dado pela diferença entre o patrimônio líquido e o total de ativos. Dividindo-se a massa de juros paga por essas empresas pelo total do capital de terceiros assim definido, chega-se à taxa de juros efetivamente paga sobre o capital emprestado (proposta 1). A segunda forma segue o mesmo procedimento, porém ao invés do capital de terceiros, a massa de juros é calculada em relação apenas ao passivo sujeito ao pagamento de juros (proposta 2). A terceira forma consiste em encontrar a taxa de retorno financeiro do setor corporativo não financeiro. Essa pode ser entendida como a taxa de juros de referência para essas empresas nas decisões sobre as formas de aplicar o capital disponível. Seu cálculo é feito dividindo-se o total dos recebimentos de juros e dividendos (receitas financeiras) pelo total de seus ativos financeiros (proposta 3). O gráfico 4 apresenta o comportamento dessas três novas variáveis e as compara com outras taxas de juros vigentes para a economia dos EUA.

**Gráfico 1: Taxas de juros (%) – EUA: 1962-2011**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Fred, Fed flow of funds Z.1 tables

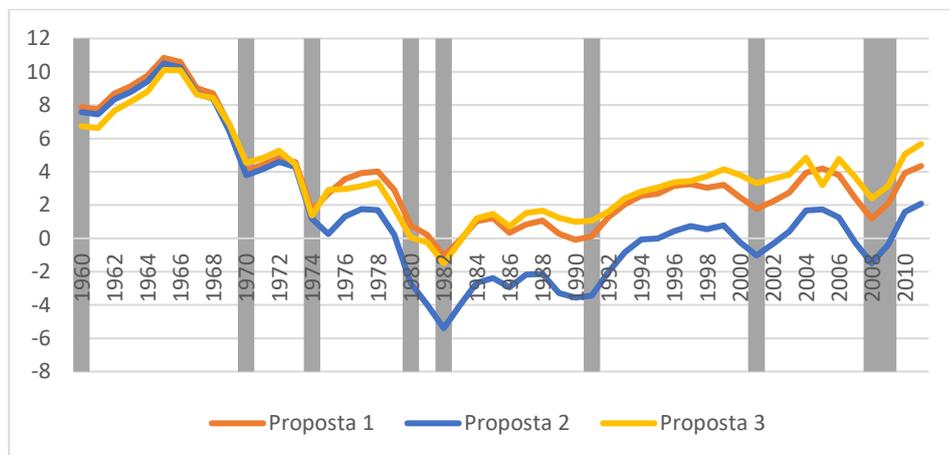
Nota: Total de juros pagos disponível em flow of funds tabela s.5.a, variável FA106130001.A; Patrimônio líquido igual a total do ativo menos total do passivo do setor corporativo não financeiro, tabela s.5.a variável FL102000005.A (ativo) e tabela 1.103 variável FL104190005.Q (passivo).

Total do passivo sujeito ao pagamento de juros: Flow of funds tabela I.103 variáveis FL104122005.Q (debt securities), FL104123005.Q (loans) e FL103170005.Q (trade payables).

Retorno financeiro do setor corporativo não financeiro igual a juros recebidos mais dividendos recebidos dividido pelo total de ativos financeiros, tabela s.5.a variáveis FA106130101.A (juros recebidos), FA106121101.A (dividendos recebidos) e FA104090005.A (total de ativos financeiros)

As novas taxas de lucro de empresa são apresentadas no gráfico 5. Utilizando-se as taxas de juros definidas anteriormente, percebe-se que, para todas elas, apesar de uma tendência de recuperação nos ganhos de empresa a partir de meados de 1980, essa foi menos acelerada que na figura apresentada por Shaikh (2016). O nível dessa variável manteve-se abaixo daquele vigente no período anterior, sendo que utilizando a taxa de juros da proposta 2 a taxa de lucro de empresa apresenta-se negativa em todos os períodos recessivos das últimas décadas (colunas cinzas).

**Gráfico 5: Nova taxa de lucro de empresa (%)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Shaikh (2016), Fred, Fed Z.1 tables flow of funds

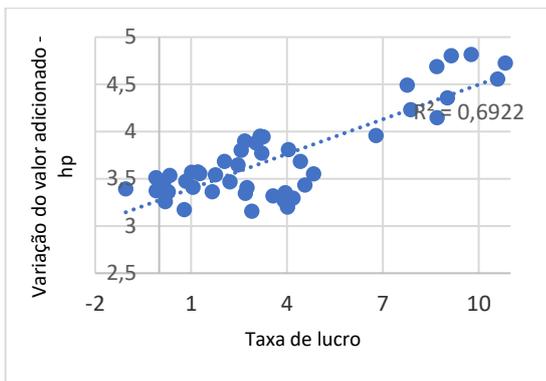
Analisando-se a associação entre as taxas de lucro de empresa defasadas em um ano e a tendência de variação do valor adicionado, percebe-se uma alta correlação entre elas, sendo que a menor dispersão é encontrada quando se utiliza a taxa de lucro a partir da proposta 1 (gráfico 6)<sup>4</sup>.

**Gráfico 6: Correlação entre taxa de lucro de empresa e tendência de variação do valor adicionado entre 1960 – 2006**

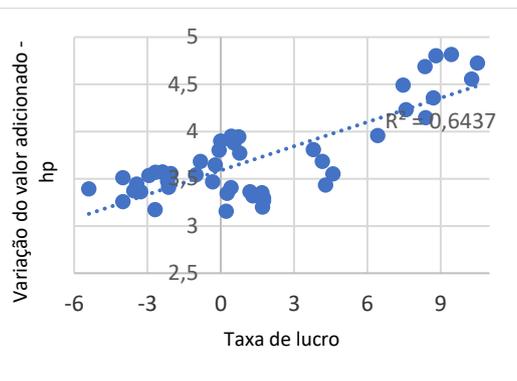
a) Taxa de lucro de empresa - proposta 1

b) Taxa de lucro de empresa - proposta 2

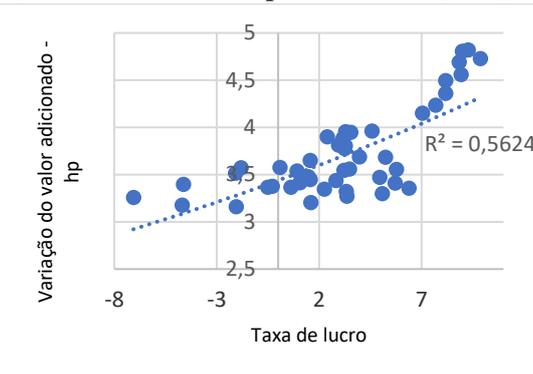
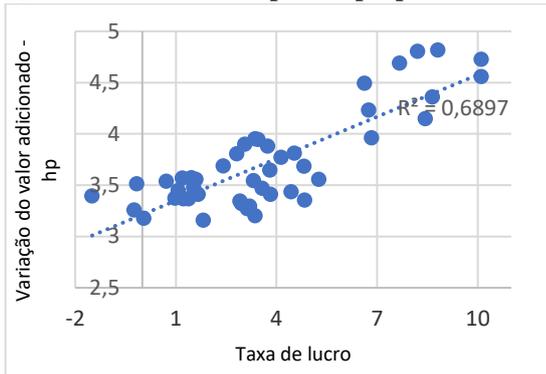
<sup>4</sup> O ajustamento é bastante definido para o período entre 1960 até 2006. Entre 2007 e 2011 a taxa de acumulação apresentou uma queda mais pronunciada, enquanto a taxa de lucro de empresa sofreu uma queda acentuada com a crise e uma recuperação seguinte, dada a queda brusca nas taxas de juros. Dados os efeitos da crise, os anos após 2007 aparecem como outliers na relação entre essas variáveis e por isso foram retirados da análise.



c) Taxa de lucro de empresa - proposta 3



d) Taxa de lucro de empresa - Shaikh (2016)



Fonte: Elaboração própria a partir de Skaikh (2016) e BEA Fixed Assets tables, FRED

Nota: Tendência de variação do valor adicionado não agrícola (NIPA tabela 1.3.1 linha 3) a partir da aplicação de filtro HP

## 2. Andrew Kliman e a taxa de lucro a custos históricos

Um segundo autor que apresenta uma interpretação da dinâmica econômica pós-crise dos anos 1970-80 relacionada ao movimento da taxa de lucro é Andrew Kliman (KLIMAN 2011, KLIMAN; WILLIAMS, 2015). Sua abordagem se diferencia de demais estudos (HUSSON, 2010; DUMÉNIL, LÉVY, 2014; SHAIKH, 2016) em três aspectos principais. Em primeiro lugar, os dados apresentados pelo autor apontam para uma tendência mais ou menos contínua de queda da taxa de lucro após os anos 1980. De maneira distinta das abordagens tradicionais, Kliman argumenta que a taxa de lucro deve ser calculada a partir do valor registrado do capital investido (*book value*), e não de seu preço corrente. Nas contas nacionais essa variável aparece como o estoque de capital fixo a custos históricos. A segunda diferença, especialmente com autores como Duménil e Lévy, é que o autor não encontra em seus resultados evidências de que a financeirização ou o neoliberalismo levaram as empresas a investirem uma proporção menor dos seus lucros na produção. Não se evidencia, assim, um desvio dos lucros do setor produtivo para o setor financeiro. Por fim, Kliman não identifica uma redução na participação dos rendimentos dos assalariados na renda nacional. Segundo ele, esse não foi um fator que contribuiu para a retomada da lucratividade no período.

Partindo da exposição sobre a taxa de lucro, o autor argumenta que existem várias “formas legítimas” de se medir essa variável (KLIMAN, 2011, p. 94). Nesse sentido, a taxa de lucro mais adequada depende do objeto a ser analisado. Na questão da relação entre investimento e lucratividade,

por exemplo, medidas mais restritas, como lucro após pagamentos de impostos, aparentam ser mais apropriadas. Quando se analisa as mudanças na distribuição da renda gerada entre as classes, uma medida mais ampla de lucro é necessária. Para o estudo das decisões de investimento das companhias o lucro esperado torna-se variável central. No entanto, para Kliman, tanto a lei da queda tendencial da taxa de lucro, quanto a dinâmica da acumulação de capital, estão relacionadas com uma taxa de lucro que considera os custos históricos do capital adiantado (KLIMAN, 1996, 2011).

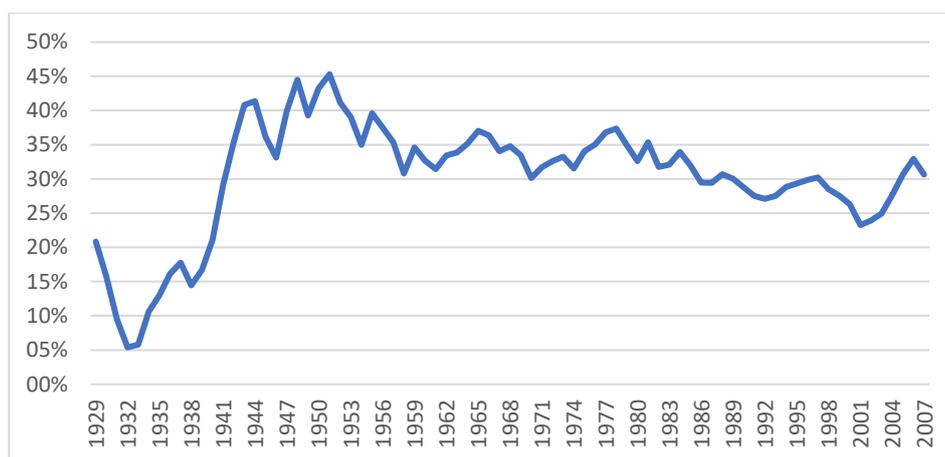
Kliman (2011) diferencia custos históricos de custos correntes na medida em que o primeiro se refere ao capital efetivamente despendido e registrado no momento da compra do ativo, enquanto o custo corrente contabiliza o preço necessário de reposição do capital instalado. No entanto, para o autor, essa segunda prática pode gerar distorções na mensuração da lucratividade, uma vez que o capital instalado não é o mesmo disponível para novos investimentos. Caso a empresa opere com equipamentos obsoletos, a mensuração de seu capital a custos correntes irá considerar o custo de mercado desse equipamento, e não aquele que seria adquirido no novo investimento ou na substituição da capacidade instalada<sup>5</sup>. Nesse sentido, a simples correção pela inflação do custo desse capital, e sua utilização para medir a taxa de lucro, tende a distorcer a relação entre rentabilidade e taxa de acumulação. Uma segunda observação feita por Kliman refere-se ao fato de que a taxa de lucro que as companhias medem e procuram maximizar baseia-se no capital efetivamente despendido, e não em seu custo corrente.

Partindo de tal compreensão, Kliman calcula a taxa de lucro a custos históricos para os EUA entre 1929 e 2007 (gráfico 7). Os dados fornecidos pelo autor apresentam uma recuperação dessa variável durante a década de 1930 e a segunda guerra mundial, e um movimento mais ou menos contínuo de declínio desde então. A não recuperação da taxa de lucro após a crise dos anos 1970-80 deveu-se, principalmente, a uma queima de capital insuficiente durante esse período de crise (KLIMAN, 2009a, 2009b, 2011). Ao mesmo tempo, a ação de fatores contrariantes, como a queda na participação dos salários no valor adicionado, não competiu para uma recuperação prolongada. Esse comportamento de declínio se refletiu em queda nos níveis de acumulação, os quais persistiram durante todo o período.

### **Gráfico 7: Taxa de lucro a custos históricos (KLIMAN, 2011) – EUA: 1929-2007**

---

<sup>5</sup> O autor cita como exemplo uma empresa que usa máquinas de escrever, mas que está em processo de substituí-las por computadores (KLIMAN, 2011, p. 118). A contabilidade a custos correntes expressaria na magnitude do capital fixo o custo de reposição desse equipamento obsoleto, quando na verdade ele não será repostado. Kliman (2011, p. 119) propõe uma série de ajustes para a taxa de lucro a custos históricos que procuram captar tanto o efeito nos preços quanto nas mudanças do capital fixo.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de Kliman (2011), disponível em: <http://akliman.squarespace/persistent-fall>

A trajetória de declínio contínuo da taxa de lucro culminou com a crise de 2007-2008. No entanto, a queda tendencial da lucratividade apresentou-se como fator indireto desse evento. Para Kliman (2011), suas causas mais imediatas foram as instabilidades causadas pelos mercados financeiros e pelo baixo nível atingido pela taxa de lucro, essas relacionadas mais diretamente com o movimento tendencial declinante da lucratividade.

Em linhas gerais, a relação se deu da seguinte forma. Na medida em que as taxas de acumulação acompanharam o desempenho da taxa de lucro, as tentativas de manutenção “forçada da expansão” (KLIMAN, 2011, p. 14) econômica levaram a uma escalada nos créditos e no endividamento. A redução contínua dos juros, meio de viabilizar tal expansão, impulsionou os movimentos especulativos. Por sua vez, o nível baixo da acumulação significou um crescimento menos acelerado da renda, o que aumentou o risco de quebras e problemas no pagamento dos débitos. A crise estourou no momento em que esses fatores encontraram seus limites e não necessariamente quando a taxa de lucro em declínio atingiu seu nível mais baixo.

Para Kliman, tanto a financeirização como o neoliberalismo aparecem, assim, mais como expressão da fragilidade econômica do que como suas causas. Segundo o autor, esses fenômenos passaram a se desenvolver já nos anos 1970, período considerado como ponto de inflexão (KLIMAN, 2011), e não a partir dos anos 1980, quando as mudanças institucionais características do neoliberalismo foram implementadas de maneira mais ampla. A queda nos níveis da acumulação respondeu, portanto, mais ao declínio constante da taxa de lucro do que a um desvio dos recursos das empresas por parte do setor financeiro, amparado pelas reformas neoliberais.

Diferente do que apontam Husson (2010) e Duménil e Lévy (2014), Kliman argumenta que o aumento no pagamento de dividendos e o processo de recompra de ações não desviaram necessariamente o lucro do setor produtivo<sup>6</sup>. O crédito jogou papel central nesse processo

<sup>6</sup> Kliman e Williams (2014, p. 5) consideram como um desvio de fundos para as finanças apenas quando o aumento nas aquisições de ativos financeiros e pagamentos relacionados realmente deslocam o investimento produtivo. Ou seja, a ocorrência de desvios é considerada apenas quando um aumento nas aquisições e pagamentos financeiros deprimem a

(FIEBIGER, 2016), possibilitando que tais aumentos ocorressem simultaneamente à manutenção na participação do investimento no total dos lucros. Para Kliman e Williams (2014, p. 2):

[...] there is actually no contradiction between these phenomena and the fact that profit was not diverted from investment in production to financial markets. The reason no contradiction exists is that the substantial increase in corporations' financial acquisitions has been funded by means of an increase in borrowing. Our analysis demonstrates that, in the era of neoliberalism and financialisation, corporate profit has become less important and borrowing has become more important as a source of funds for financial expenditures. Additionally, we find that higher dividend payments do not lead to a statistically significant decline in productive investment, and that corporations' access to and use of borrowed funds accounts for the absence of a trade-off between paying dividends and investing in production.

Para Fiebiger (2016, p. 16) a recompra de ações por meio de débitos pode indicar não uma estratégia de criar valor ao acionista, mas uma forma de ganhos financeiros e maior liberdade de investimento por parte das empresas. Em períodos normais, a expansão dos débitos é mais arriscada que a emissão de ações para financiamento, dado que os primeiros obrigam o pagamento de juros e do principal. No entanto, a importância do mercado acionário para as companhias gera para os administradores uma percepção de uma taxa mínima de retorno sobre ações, por parte dos mercados (FIEBIGER, 2016). Dessa forma, se impõe a necessidade de determinado pagamento mínimo de dividendos para que as ações sejam demandadas. Surge, assim, para os gerentes e administradores “uma oportunidade de reduzir os custos do passivo, substituindo passivo de capital (e, portanto, pagamentos de dividendos) por dívidas (e, portanto, pagamentos de juros dedutíveis de impostos)” (FIEBIGER, 2016, p. 16).

A recompra de ações por meio da expansão dos débitos, em um período de queda mais ou menos contínua nas taxas de juros, pode beneficiar as empresas de duas maneiras. Em primeiro lugar, pois reduz a quantidade de ações que permanecem no mercado, de modo que os dividendos distribuídos incidem sobre um número menor de ações, contribuindo para que as taxas mínimas de retorno sejam alcançadas. Em segundo, pois o pagamento dos juros que incidem sobre os empréstimos tomados para recompra de ações, os quais são dedutíveis de impostos nos EUA (DOBBS; REHN, 2005), se tornam menores que o pagamento de dividendos. Conjuntamente, a recompra de ações cria certa proteção das companhias contra aquisições hostis no mercado acionário, assim como “diminui as pressões por ganhos de capital por parte dos acionistas” (FIEBIGER, 2016, p. 16). Dessa forma “a recompra de ações apenas prediz uma desacumulação no nível da firma quando financiada por lucro que não são compensados por novos empréstimos” (FIEBIGER, 2016, p. 16).

Para Kliman e Williams (2015) o fato das transferências de pagamentos do setor não financeiro para o financeiro terem sido financiadas por empréstimo permitiu a manutenção da

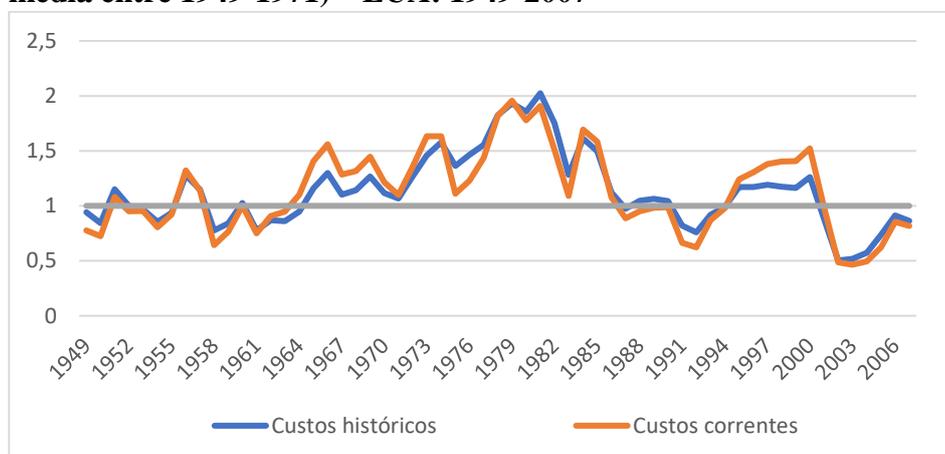
---

quota dos lucros que são investidos na produção. De forma equivalente, um desvio ocorre quando o crescimento percentual das compras e pagamentos financeiros, em excesso aos novos empréstimos, são maiores que o crescimento percentual da taxa de lucro.

participação dos investimentos no lucro, dentro de seus níveis históricos. Os autores apresentam essa participação dos investimentos líquidos no lucro, defasado em dois anos, durante os anos de 1949 a 2007 (gráfico 8). Comparando o comportamento dessa variável em cada um desses anos, com a média vigente nos chamados anos de ouro do capitalismo (1949-1971), quatro períodos podem ser identificados (KLIMAN, 2015 p. 15). No primeiro, entre 1949-1971, a participação do investimento líquido no lucro manteve-se gravitando ao redor dessa média. Entre 1972 e 1985 ocorreu um deslocamento no comportamento dessa variável, sendo a média desse período cerca de 1,5 vezes maior que do anterior. Esse comportamento é atribuído por Kliman e Williams ao fato da demora para o investimento responder ao declínio dos lucros e ao efeito da inflação que impulsionou o preço dos bens de investimento de maneira mais forte que os lucros. Posteriormente, entre 1986-2001, o movimento dessa variável voltou ao patamar dos anos 1949-71. Para além da queda na inflação, a redução deveu-se ao nível insustentável do reinvestimento dos lucros no período anterior (KLIMAN, WILLIAMS, 2015, p. 21). Entre 2002-2007 a participação do investimento se reduziu novamente, dado que esse cresceu menos que o lucro após a crise de 2001.

Segundo os autores, a queda na relação entre investimento e lucro que se verificou entre meados dos anos 1980 e durante toda década de 1990, em comparação com o período anterior, não podendo, assim, ser atribuída à financeirização e ao neoliberalismo. Essa reaproximou-se de sua média histórica muito em função das empresas estarem “investindo mais lucro do que tinham” (KLIMAN, WILLIAMS, 2015 p. 16) entre o final dos anos 1970 e começos de 1980, sendo incapazes de manter tal comportamento. Para os autores, as análises que se focam apenas no período de 1960 em diante são insuficientes para captar esse movimento de mais longo prazo. Dessa forma, acabam atribuindo a redução na relação entre investimento e lucro a questões específicas do funcionamento da economia nas últimas décadas.

**Gráfico 8: Participação dos investimentos líquidos no lucro do setor corporativo (percentual da média entre 1949-1971) – EUA: 1949-2007**



Fonte: Elaboração própria com base nos dados de Kliman (2015) - disponível em:

<http://akliman.squarespace.com/persistent-fall>

Nota: Investimento líquido a custos históricos é igual ao investimento bruto menos a depreciação a custos históricos enquanto o investimento líquido a custos correntes utiliza depreciação a custos correntes.

O terceiro ponto apresentado por Kliman (2011) a respeito do comportamento da taxa de lucro após a crise dos anos 1970-80 está relacionado à participação dos lucros e salários no valor adicionado. Como apresentado anteriormente, os autores acima citados identificam que a queda nos salários, e o conseqüente aumento na participação dos lucros, contribuíram durante praticamente todo o período para um aumento ou ao menos estabilização da lucratividade. Kliman (2011) não identifica tal comportamento, afirmando que apesar da queda nas taxas de crescimento dos salários nas últimas décadas, se comparadas ao período anterior, essas acompanharam o movimento do valor adicionado. Desse modo, a relação entre elas permaneceu mais ou menos inalterada.

Considerando o cálculo da taxa de lucro a custos históricos, Kliman (2011, p. 133-138) identifica três fatores que contribuem para seu movimento. O primeiro é a participação dos lucros no valor adicionado, o qual, como apontado, foi constante no período. O segundo é a relação entre o preço das mercadorias e seu valor em tempo de trabalho. Dado que o denominador da taxa de lucro é contabilizado a custos históricos, o aumento (diminuição) nessa relação tende a elevar (reduzir) a taxa de lucro. Isso se dá, pois, o impacto no numerador causado por uma variação nos preços é mais elevado que no denominador, uma vez que essa incide apenas sobre o novo capital investido após tal variação. Kliman analisa o comportamento da taxa nominal de lucro e da taxa de lucro corrigida pelas variações na expressão monetária do tempo de trabalho (*MELT*). A relação entre elas também foi mais ou menos estável no período, de modo que ambas “caíram aproximadamente na mesma proporção” (KLIMAN, 2011, p. 134). Dessa forma, tanto a participação dos lucros no valor adicionado quanto as mudanças dos preços em relação ao valor em tempo de trabalho tiveram um efeito reduzido sobre a taxa de lucro. Seu movimento declinante deveu-se, assim, principalmente ao terceiro fator, qual seja, a taxa de lucro sobre novos investimentos.

Seguindo a exposição do autor, a taxa de lucro sobre novos investimentos, expressa em termos de tempo de trabalho, pode ser decomposta da seguinte forma:

$$\frac{\Delta s}{\Delta C} = \frac{\Delta\left(\frac{s}{E}\right)E}{\Delta C} = \frac{\left(\frac{s}{E}\right)\Delta E}{\Delta C} = \frac{s\left(\frac{\Delta E}{E}\right)}{\Delta C} = \frac{s(\% \Delta E)}{\Delta C} = \frac{\% \Delta E}{\frac{\Delta C}{s}} \quad (7)$$

Onde:

s = mais-valia; C = capital total adiantado; E = Número de trabalhadores empregados

“Assumindo a intensidade do trabalho como constante, o número de trabalhadores empregados é a medida exata do trabalho vivo realizado” (KLIMAN, 2011, p. 137). O novo valor criado, em termos de tempo de trabalho, é igual a essa quantidade de trabalho realizada, de modo que o termo  $\frac{s}{E}$  indica a participação dos lucros no novo valor adicionado. Como apresentado acima, essa relação foi constante no período observado, podendo ser considerada na equação acima como tal. A taxa de lucro sobre novos investimentos depende, assim, da razão entre a taxa de crescimento do emprego e o percentual da mais-valia reinvestida. Da mesma forma que com a taxa geral de lucro,

essa tende a cair quando a acumulação de capital é mais acelerada que a o crescimento na quantidade de trabalho empregado.

Para Kliman, esse foi o fator principal da queda persistente da lucratividade após a crise dos anos 1970-80. Segundo o autor, “a taxa de lucro caiu, pois os novos investimentos de capital falharam em gerar emprego adicional de trabalho vivo suficiente para sustentá-la em seu nível corrente” (KLIMAN, 2011, p. 138). Dado que a taxa de lucro sobre novos investimentos foi persistentemente menor que a taxa geral de lucro, essa última caiu em direção à primeira.

O cálculo da taxa de lucro a custos históricos implica que as variações no preço do capital constante têm um impacto reduzido sobre seu movimento. Uma vez que o efeito dessas variações recai apenas sobre os novos investimentos - e sendo constantes a participação dos lucros no valor criado e a relação entre valores e preços - a taxa geral de lucro tende, no longo prazo, à taxa incremental de lucro (KLIMAN, 2009a, p. 18-19). Essa foi a dinâmica constada por Kliman após a crise dos anos 1980.

No entanto, mesmo considerando a mensuração do capital a custos históricos, dois fatores adicionais devem ser incluídos, os quais contribuem para uma mudança mais ou menos rápida na magnitude total do capital adiantado: o nível da depreciação moral e o tempo de rotação do capital. A aceleração de ambos tende afazer com que a taxa de lucro contabilizada a custos históricos e a contabilizada a custos correntes se aproximem.

Como exposto por Marx (1996, p. 37), todo capital fixo está sujeito ao desgaste físico dado por seu uso e ao que ele chama de desgaste ou depreciação moral. Esse segundo diz respeito à perda de valor que o capital fixo sofre em decorrência de aumentos de produtividade em sua produção, ou ao surgimento de máquinas e equipamento melhores que concorram com esse capital instalado. A princípio a depreciação física não afeta em nada a magnitude do capital avançado, dado que ela opera apenas uma transformação na forma de existência desse capital<sup>7</sup>. Conforme esse vai sendo utilizado uma parte aparece em sua forma de capital fixo remanescente e a outra em fundos, especialmente de depreciação (MALDONADO, 1998). No entanto, a depreciação moral, na medida em que ocasiona uma mudança no valor do capital constante, pode ter um efeito direto sobre a taxa de lucro, mesmo antes da reposição desse capital.

---

<sup>7</sup> Segundo Marx (1985, p. 120): “A circulação peculiar de capital fixo resulta numa rotação peculiar. A parte de valor que perde em sua forma natural por desgaste circula como parte do valor do produto. O produto se transforma, por meio da circulação, de mercadoria em dinheiro; portanto, também a parte do valor do meio de trabalho colocada em circulação pelo produto; e seu valor cai, às gotas, como dinheiro do processo de circulação na mesma proporção em que esse meio de trabalho deixa de ser portador de valor no processo de produção. Seu valor adquire, portanto, então existência dupla. Parte dele permanece vinculada à sua forma útil ou natural, que pertence ao processo de produção, outra parte se desprende dela como dinheiro. No decorrer de seu funcionamento, a parte de valor do meio do trabalho que existe em forma natural diminui constantemente, enquanto a parte de seu valor convertida em dinheiro aumenta constantemente, até que finalmente sua vida se finda e seu valor total, separado de seu cadáver, se tenha transformado em dinheiro.”

O ponto inicial para compreender tal efeito é a dinâmica da concorrência e a existência de capitais reguladores, os quais determinam os preços de produção em seus setores. O processo concorrencial entre empresas de uma mesma indústria faz com que impere o que se pode chamar de lei do preço único. Todas as empresas de um mesmo setor, independentemente de seu nível de produtividade, e, portanto, do tipo de capital fixo que utilizam, são impelidas a vender suas mercadorias pelos mesmos preços no mercado. Tal fato implica que as empresas não são capazes de transferir o valor de seu capital fixo da mesma forma para a mercadoria final. Os capitais reguladores em cada indústria impõem limites à magnitude da depreciação contabilizada por seus concorrentes.

Como exposto por Shaikh (2016, p. 265), os capitais reguladores em cada setor são aqueles que apresentam as “melhores condições de produção geralmente reproduzíveis”. Em períodos de aceleração na adoção de novas tecnologias, ou de redução no valor daquela existente, a tendência é que essas condições reguladoras sejam também as mais recentemente instaladas, de forma que seus custos se aproximam dos custos correntes. Nessas condições, os efeitos sobre as empresas de produtividade menor, ou mesmo aquelas que adquiriram os capitais a seus preços antigos, podem vir em duas direções. Para aquelas que não conseguem realizar lucro dentro das novas condições de produção as opções são ou o fechamento ou a destruição prematura de seu capital instalado e aquisição de nova capacidade produtiva. Caso continuem produzindo terão que utilizar seus fundos disponíveis ou capital de terceiros para adquirir a tecnologia mais moderna disponível, realizando o que Marx chama de absorção de capital. No caso daquelas empresas que já detém tecnologia competitiva, mas que a adquiriram por um preço mais alto, também surgem duas possibilidades. A primeira é manter inalterada a contabilização de seu capital adiantado e realizar uma taxa de lucro menor durante todo o período até a renovação de seu capital fixo. A segunda consiste em realizar as perdas e reavaliar esse capital instalado, de modo que os prejuízos sejam absorvidos em um período menor. Segundo a *International Financial Reporting Standards* (IFRS, 2015), a primeira prática é chamada de modelo de custos e a segunda de modelo de reavaliação.

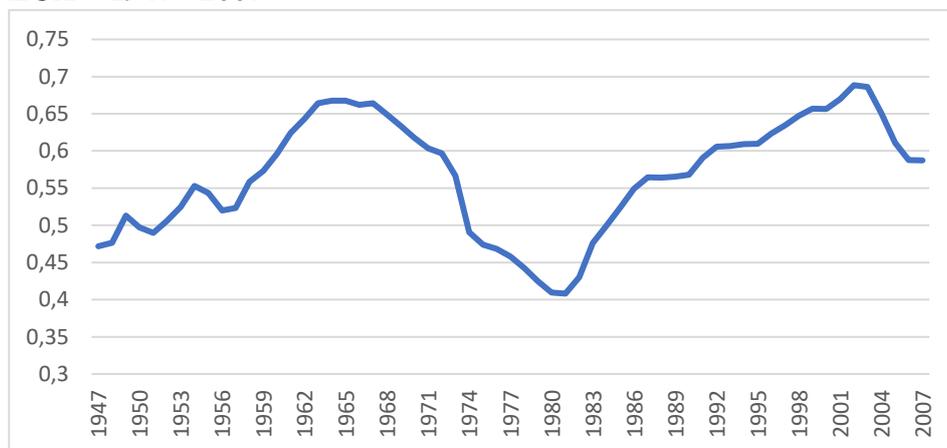
Nesse aspecto, uma vez que se pode considerar que os capitais reguladores, em especial quando a depreciação moral é mais acelerada, tendem a utilizar tecnologia mais recente, o preço de seu capital se aproxima de seu custo corrente. Por sua vez, a dinâmica da concorrência impõe pressões para que as demais empresas tenham que praticar mudanças e atualizações em seu capital fixo, sejam elas físicas, sejam elas contábeis. Espera-se, assim, que em períodos quando uma nova tecnologia esteja sendo adotada, em especial aquelas aplicáveis a uma variedade extensa de setores, as taxas de lucro a custos históricos e a custos correntes tendam a se aproximar.

Analisando-se o movimento da taxa de lucro a custos correntes em relação à taxa de lucro a custos históricos no pós-guerra, como calculada por Kliman, pode-se observar um movimento cíclico dessa variável (gráfico 9). Dado que a massa de lucro é a mesma para ambas as taxas, tal relação

também pode ser escrita como a razão entre o estoque de capital fixo a custos históricos e o estoque de capital fixo a custos correntes<sup>8</sup>. Quando tal relação cresce e se aproxima de 1 significa que o valor registrado desses estoques se aproxima. Esse movimento ocorreu entre 1947 e 1967 e posteriormente entre 1983 e 2003.

Ainda que apenas no nível de hipótese, a literatura sobre paradigmas tecnológicos (PEREZ, 2002) atribui esses períodos a momentos de rápida absorção e instalação de novas tecnologias. A própria tecnologia desenvolvida durante II Guerra Mundial passou a ser utilizada amplamente pelos demais setores nas primeiras décadas após o conflito. No segundo período, o avanço das tecnologias de informação e comunicação também passaram a ser adotadas pelos negócios em geral. Por sua vez, o período entre o final dos anos 1970 e início dos anos 1980 é tido como uma fase de transição entre paradigmas, em que o antigo entra em declínio e o novo ainda não é amplamente difundido. O que se pode inferir é que a depreciação moral e seus efeitos incidiram de maneira mais pronunciada nesses dois momentos, competindo para uma aproximação entre as taxas de lucro a custos correntes e históricos. O período de maior afastamento entre elas também correspondeu aos anos de aceleração na taxa de inflação, o que impulsionou o preço do capital fixo a custos correntes de maneira mais acelerada que a custos históricos, rompendo a tendência de aproximação.

**Gráfico 9: Relação entre taxa de lucro a custos correntes e taxa de lucro a custos históricos: EUA – 1947 - 2007**



Fonte: Elaboração própria a partir de Kliman (2011) - dados disponíveis em: <http://akliman.squarespace.com/persistent-fall>

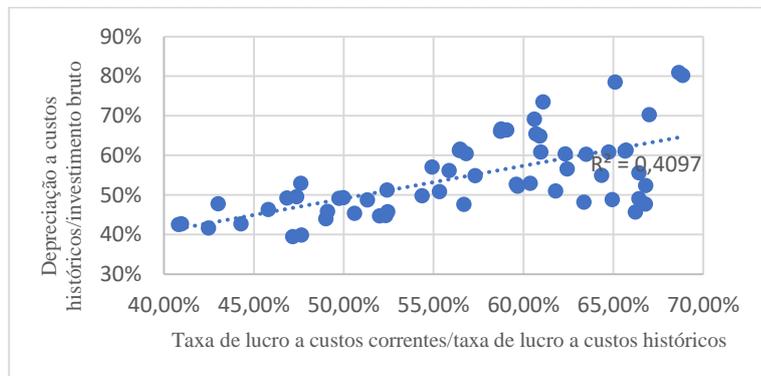
Apesar de não existirem dados específicos sobre depreciação moral, é possível analisar a associação entre a participação da depreciação no investimento bruto e a relação acima exposta entre taxas de lucro. O gráfico 10 apresenta a correlação entre ambas. Verifica-se que os momentos quando

<sup>8</sup> Sendo  $r_c$  a taxa de lucro a custos correntes e  $r_h$  a custos históricos,  $P$  a massa de lucro,  $CCFA$  o estoque de capital fixo a custos correntes e  $CCFH$  o estoque a custos históricos, temos que na relação entre  $r_c$  e  $r_h$  pode ser decomposta da seguinte maneira:

$$\frac{r_c}{r_h} = \frac{\frac{P}{CCFA}}{\frac{P}{CCFH}} = \frac{CCFH}{CCFA}$$

a relação entre as taxas de lucro é mais elevada correspondem a períodos em que a participação da depreciação no investimento também é maior. Tal comportamento pode servir de evidência do efeito da aceleração da depreciação moral sobre a reavaliação e mudança na composição dos estoques de capital a custo históricos e assim seus impactos sobre a taxa de lucro sobre esse capital.

**Gráfico 10: Correlação entre a razão depreciação/investimento bruto e razão entre taxa de lucro a custos correntes/taxa de lucro a custos históricos: EUA – 1947-2007**



Fonte: Elaboração própria a partir de: Kliman (2011), dados disponíveis em: <http://akliman.squarespace.com/persistent-fall>

A depreciação moral não é, porém, o único dos fatores que tende a fazer com que a taxa de lucro a custos históricos se aproxime daquela calculada a partir dos custos correntes. A rotação do capital também joga papel central nesse processo, uma vez que o valor do capital adiantado é atualizado aos preços de mercado cada vez que esse é repostado. Nesses períodos o capitalista se vê obrigado a realizar suas perdas ou valorizações e assim incorrer em absorções ou liberações de capital. A tendência é que o cálculo de ambas as taxas tenda a se aproximar quando a rotação do capital é mais acelerada. No entanto, o cálculo da taxa de lucro utilizando-se apenas o estoque de capital fixo no denominador tende a minimizar esse efeito, fazendo com que as diferenças entre as taxas sejam sobrestimadas. Segundo Basu e Vasudevan (2013, p. 64):

The broadest measure of the 'stock of capital' that underlies the profit flows should include productive capital (undepreciated fixed assets, raw materials and inventories of unfinished commodities), commodity capital (inventories of finished commodities awaiting sale) and financial capital (money, including depreciation funds, and financial assets). Since it is difficult to come across consistent time-series data on all these forms in which stocks of value appear in a capitalist economy, most researchers narrow down the measure of capital to fixed assets.

Cada um desses componentes que respondem pelo total de capital adiantado apresenta diferentes tempos de rotação. Dessa forma, mesmo considerando a contabilidade a custos históricos, os ganhos ou perdas e as consequentes absorções ou liberações de capital, as quais incorrem em atualização pelo preço de mercado, incidem de forma distinta sobre as partes em que capital total adiantado se encontra. Caso esse exista em sua maioria na forma de ativos fixos, os quais apresentam um tempo de rotação mais longo, a taxa de lucro a custos históricos, considerando todas as formas do capital adiantado, tende a se afastar daquela calculada a custos correntes. No entanto, caso o capital se encontre em sua maioria em formas que são constantemente compradas e vendidas, como matérias-

primas, força de trabalho e principalmente ativos financeiros, ambas as taxas tendem a se aproximar. A expansão dos ativos financeiros no balanço das empresas, como se deu de maneira acelerada nas últimas três décadas, tende assim a minorar as diferenças nas taxas de lucro calculadas a custos históricos e correntes.

### **3. Alan Freeman e o papel dos ativos financeiros no comportamento da taxa de lucro**

A análise de Freeman aborda o problema das mudanças na distribuição do capital entre suas distintas formas, e os novos componentes que devem ser adicionados no cálculo da taxa de lucro<sup>9</sup>. Como observado, o capital adiantado assume em seu circuito diferentes formas. A magnitude em que ele se encontra em cada uma dessas pode responder por inúmeros fatores, como as diferenças nos tempos de produção e circulação, no tempo de rotação do capital, nas oportunidades de investimento, etc. Competem, assim, para a forma de existência do capital, questões técnicas, concorrenciais e de valorização.

Segundo Freeman (2012), enquanto o capital que se encontra como dinheiro permanece ocioso no balanço das empresas e sua magnitude é determinada pelas necessidades de circulação, seu efeito sobre a taxa de lucro é limitado (FREEMAN, 2012). Pode-se afirmar que nesses períodos as necessidades técnicas imperam na determinação sobre as formas de existência do capital. No entanto, quando o capital-dinheiro passa a ser transformado em ativos financeiros seu efeito sobre a lucratividade não pode ser descartado. Segundo o autor, esses ativos, e as finanças em geral, apresentam-se como uma opção de investimento do capital acumulado. Essas passam a desempenhar pressões maiores na dinâmica da concorrência, onde os capitais são atraídos de acordo com as melhores oportunidades de valorização.

Dessa forma, não são necessariamente as receitas que são desviadas para a esfera financeira, mas o próprio capital (FREEMAN, 2012). A atração exercida por esse tipo de investimento nas finanças tende a ser maior quando a lucratividade geral é baixa e o capital-dinheiro ocioso é abundante (GROSMAN, 1972). Tal condição foi uma característica, para o autor, da dinâmica econômica nas últimas quatro décadas.

Freeman (2012) também oferece uma justificativa teórica em relação à necessidade de se considerar essas demais formas de capital no cálculo da taxa de lucro. A questão principal é o fato de a expansão dos ativos financeiros não refletir mais que, em última análise, “uma acumulação gigantesca de dinheiro ocioso” (FREEMAN, 2012). Considerando a expressão monetária do tempo

---

<sup>9</sup> Segundo Freeman (2012, p. 167): “In the past two decades the number, variety, and monetary value of marketable financial instruments, particularly securitized instruments, has grown by orders of magnitude. This is the most significant development in what many writers, for the most part Marxist, term ‘financialisation’. It brings to light, however, an anomaly in the way they calculate the profit rate. This calculation takes no account of the capital tied up in these instruments.”

de trabalho (*MELT*), a existência desse dinheiro ocioso significa que uma quantidade dada de trabalho se expressa em uma magnitude elevada de dinheiro. O autor expõe o seguinte exemplo para ilustrar tal efeito (FREEMAN, 2012). Considerando que os capitalistas de um país detêm capital fixo registrado ao preço de \$10.000.000, o qual foi produzido com 1.000.000 de horas de trabalho. Conjuntamente, essa mesma classe possui uma magnitude adicional de \$10.000.000 em dinheiro, de forma que 1 milhão de horas é representada em \$20 milhões, tanto em dinheiro físico quanto contábil. A expressão monetária do tempo de trabalho é, assim, 1 hora de trabalho igual a \$ 20 unidades monetárias. A existência de dinheiro ocioso faz, assim, com que os \$ 10.000.000 registrados como valor do capital fixo, o qual foi produzido com 1.000.000 de horas trabalhadas, representem apenas 500.000 horas de trabalho. Dessa forma, quanto maior a magnitude de dinheiro ocioso mais desvalorizada é a representação em dinheiro do valor existente. Para o autor:

In 'normal' times, money is a small proportion of the capital of society; and no great empirical error arises if we treat the capital value of fixed assets as simply equal to the labour that produced them. But the past four decades have seen an enormous growth of financial assets – in the last analysis, no more than a giant hoard of idle money – which have rendered this simple reduction empirically inaccurate, thereby revealing its theoretical inadequacy. This quantitative change has now attained a qualitative dimension. In the process it has devalued the fixed assets which are being replaced by financial assets as targets of investment. (FREEMAN, 2012, p. 182-183)

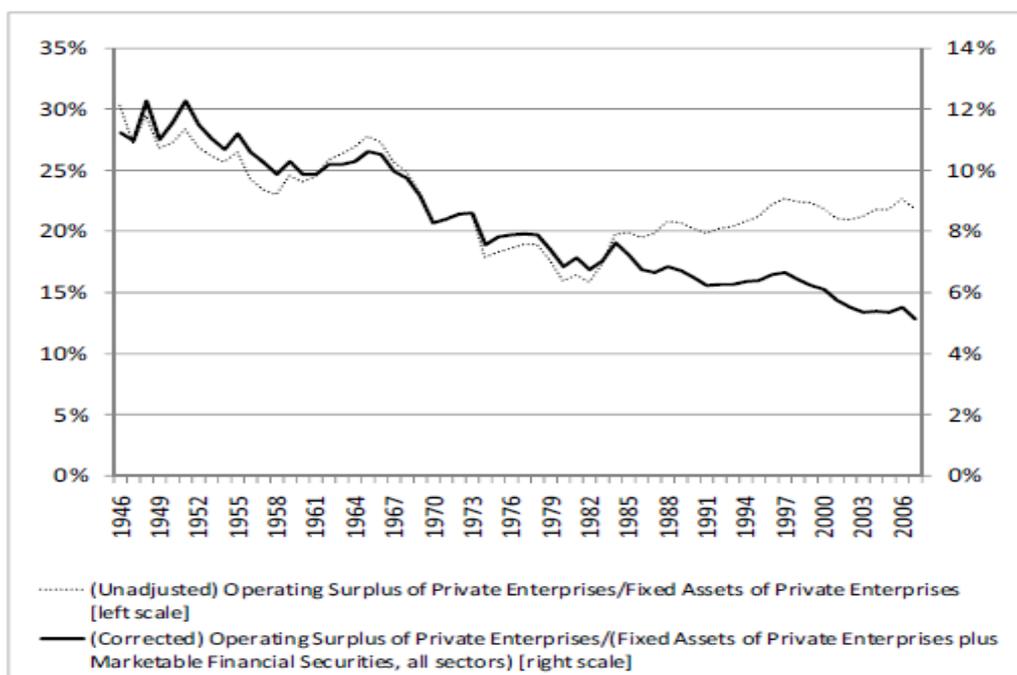
Partindo de tal interpretação, Freeman (2012) apresenta os resultados empíricos da adição de certas classes de ativos financeiros no denominador da taxa de lucro<sup>10</sup> (figura 1). Um dado importante encontrado pelo autor é que até 1982 o movimento na taxa de lucro calculada da maneira tradicional e o movimento daquela com a adição desses ativos financeiros foi bastante parecido – apesar do nível ser distinto. Essa trajetória similar pode estar relacionada à magnitude menor que o dinheiro ocioso mantinha em relação ao capital total. Ainda, pode indicar que sua determinação estava mais ligada a questões técnicas, de modo a apresentar variações menores. Por outro lado, é possível inferir que após os anos 1980 sua manutenção se deu em favor das oportunidades de valorização nos investimentos financeiros, perdendo a vinculação mais estreita com as necessidades da produção<sup>11</sup>.

### **Figura 1: Taxa de Lucro tradicional e corrigida – EUA: 1946-2006**

---

<sup>10</sup> Os ativos considerados pelo autor são: “Marketable Financial Securities: Federal Reserve Flow of Funds item FL894104005 (year end) ‘All sectors: credit market instruments’”(FREEMAN, 2012, p. 191)

<sup>11</sup> Para um estudo detalhado sobre a manutenção de caixa do setor corporativo dos EUA ver (GRAHAM, LEARY, 2016). Os autores identificam uma série de mudanças nos determinantes da manutenção de dinheiro e ativos de curto prazo em caixa pelas empresas a partir dos anos 1980. Os resultados indicam uma diminuição na manutenção de caixa por motivos de precaução e necessidades de transação (p. 38).



Fonte: Freeman (2012, p. 179)

A adição dos ativos financeiros no denominador da taxa de lucro revela um movimento contínuo de declínio dessa variável. Para o autor, esse movimento está de acordo com a dinâmica geral da economia após a crise dos anos 1970-80, a qual presenciou um desempenho pior do que em “qualquer período desde os anos de 1930” (FREEMAN, 2012). Freeman não considera, no entanto, que a taxa de lucro deva cair continuamente, sem condições de recuperação. Momentos assim foram vistos na história do modo de produção capitalista, em especial entre 1939 e 1948. No entanto, “o funcionamento normal do capitalismo não produz tais restaurações” (FREEMAN, 2012, p. 177). Os motivos para tanto se ligam às ações do Estado para evitar falências em massa e das próprias empresas em se manterem através de crédito e realocações internas de recursos.

Uma segunda questão apresentada é que a taxa de lucro não teria se recuperado na ausência da expansão financeira. Essa última foi muito mais o reflexo das baixas oportunidades de investimento produtivo e dos ganhos inaugurados pelo desenvolvimento das finanças. No entanto, na ausência de uma queima suficiente de capital, outras formas de aplicação teriam sido buscadas, de modo que o denominador da taxa de lucro não se alteraria de maneira significativa.

O cálculo da taxa de lucro proposta por Freeman se aproxima, assim, do que na contabilidade é chamado de retorno sobre ativos (ROA na sigla em inglês). A figura apresentada pelo autor considera tanto os negócios financeiros quanto os não financeiros. No entanto, essa taxa não tende a se equalizar em cada um desses setores. A diferença entre o ROA do setor financeiro e não financeiro pode ser explicada pela forma distinta com que os capitais aplicados nas finanças e aqueles aplicados na esfera produtiva ou comercial disputam a mais-valia total. Os primeiros se transformam em capital portador de juros e disputam a mais-valia tendo a taxa de juros como referência. Os segundos são

valorizados a partir da taxa média de lucro, a qual, deduzida a taxa de juros, aparece como lucro de empresa. O efeito dessa diferença é bastante similar àquele apresentado por Marx sobre o aumento do capital por ações na taxa de lucro:

Uma parte do capital, com o progresso da produção capitalista, que anda lado a lado com a acumulação acelerada, *só se calcula e emprega como capital que proporciona juros*. Não no sentido de que cada capitalista, que empresta capital, se contenta com os juros, enquanto o capitalista industrial embolsa o lucro do empresário. Isso em nada afeta o nível da taxa geral de lucro, pois para esta o lucro é = juros + lucro de toda espécie + renda fundiária, cuja distribuição entre essas categorias específicas lhe é indiferente. Mas no sentido de que esses capitais, embora investidos em grandes empresas produtivas, só proporcionam, depois da dedução de todos os custos, juros grandes ou pequenos, os assim chamados dividendos. (MARX, 1986, p. 181.) (grifo nosso)

A taxa de lucro apropriada pelo setor produtivo e comercial tenderia a ser, assim, ainda menor caso o total do capital aplicado às finanças se apropriasse da mais-valia a partir da taxa média de lucro. No entanto, na contra tendência exposta por Marx, o setor que passa a ser remunerado pela taxa de juros contribui para a produção da massa de mais-valia e, no caso da finança, essa apenas se apropria dessa massa. O efeito, portanto, é ambíguo. Por um lado, o aumento do capital aplicado nas finanças tende a reduzir o capital que se remunera pela taxa geral de lucro, por outro lado, ela diminui a mais-valia disponível para os setores produtivo e comercial, sem contribuir para o aumento de sua massa. Para Marx (1986, p. 186), é possível “do ponto de vista teórico” calcular uma taxa geral de lucro que inclua essas duas partes do capital. Essa taxa seria igual à mais-valia total dividida pelo capital social total, independente de seu setor. Tal taxa pode ser decomposta da seguinte forma, a qual expõe a diferença com que o capital em cada setor se apropria da massa de mais-valia:

$$r = \frac{MV}{C} = \frac{MV - MV_f}{C_p} \cdot \frac{C_p}{C} + \frac{MV_f}{C_f} \cdot \frac{C_f}{C} \quad (8)$$

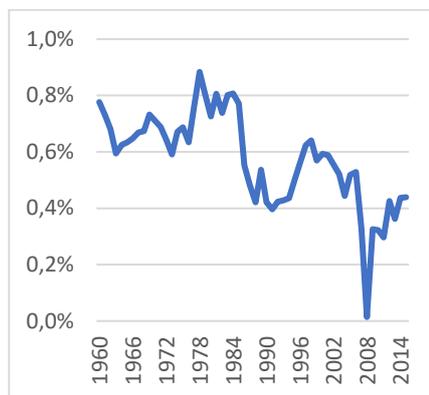
Onde:

$r$  = Taxa geral de lucro;  $MV$  = Massa de mais-valia;  $MV_f$  = Massa de mais-valia apropriada pelo capital aplicado nas finanças;  $C$  = Capital social total;  $C_p$  = Capital aplicado no setor produtivo e comercial;  $C_f$  = Capital aplicado nas finanças

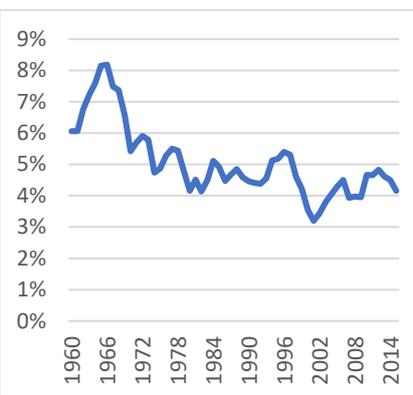
O primeiro termo da equação 8 apresenta a taxa de lucro auferida pelos setores produtivo e comercial. Essa taxa depende tanto da magnitude do capital adiantado por esses quanto da magnitude de mais-valia apropriada pelas finanças. O segundo termo é a participação desse capital no capital social total. O terceiro termo indica a taxa de remuneração do setor financeiro, a qual, como argumentado acima, tende a ter como referência a taxa de juros. O último termo reflete a participação desse setor no total do capital adiantado. Partindo da consideração de Freeman sobre a necessidade de incluir os ativos financeiros no denominador da taxa de lucro, o gráfico 11 expõe o comportamento do retorno sobre o total de ativos para a economia dos EUA, assim como o comportamento dessa variável para os setores não financeiro e financeiros, separadamente.

## Gráfico 11: Retorno sobre ativos do setor corporativo financeiro, não financeiro e médio: EUA – 1960-2015\*

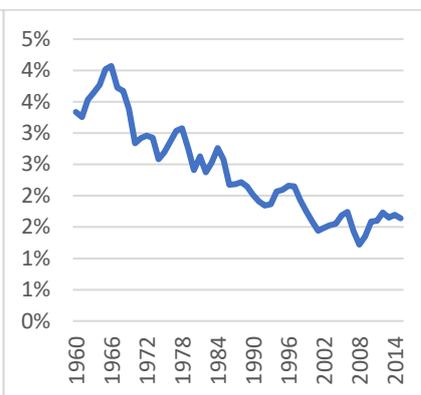
a) Financeiro



b) Não Financeiro



c) Média



Fonte: Elaboração própria a partir de FED Z1 tables financial accounts.

Nota: Lucro operacional líquido do setor financeiro: tabela S6a, variável FA796402101.A; Total de ativos do setor financeiro: Tabela S6a variável FL792000095.A menos variável FL714090005.Q tabela L109 (Total de ativos da autoridade monetária); Lucro operacional do setor não-financeiro: tabela S5a, variável FA106402101.A; Total de ativos do setor não financeiro: tabela S5a, variável FL102000005.A

\* Os dados referentes ao lucro operacional líquido separados por setor estão disponíveis apenas a partir de 1960.

Como apresentado nos gráficos acima, tanto o movimento quanto o nível do retorno sobre ativos dos setores financeiros e não financeiros são bastante distintos. Essa taxa de retorno não apresenta uma equalização entre eles. Isso não significa, no entanto, que a taxa de lucro que os capitalistas auferem sobre seus capitais próprios aplicados nesses setores não mantém relação. Apenas que o retorno sobre o total do capital que comandam, ou seja, o capital próprio e o de terceiros, é distinta. Essa distinção responde à diferença no grau de alavancagem em cada setor e, portanto, na proporção do capital que disputa a mais-valia tendo a taxa de juros como referência e daquele que a disputa com base na taxa de lucro de empresa.

### Considerações Finais

As análises sobre o movimento da taxa de lucro nos autores apresentados levantam importantes debates no campo de estudos da teoria de Marx, tanto sobre o papel que essa variável exerce na dinâmica econômica capitalista, como na forma de estudá-la empiricamente. Apesar das diferenças observadas, todos entendem que a crise global iniciada em 2008 teve como fundamento o movimento declinante da rentabilidade. Mais ainda, percebem que a dinâmica que caracterizou a economia global entre a crise dos anos 1970/1980 e a crise dos anos 2000 foi reflexo das respostas que o capital deu diante de uma recuperação insuficiente da taxa de lucro.

As exposições de cada autor abordam elementos distintos da economia global do final do séc. XX e início do XXI. Shaikh aborda a questão do declínio nas taxas de juros e seu papel na recuperação da taxa de lucro de empresa, além de discutir a taxa de lucro incremental como fator de

atração na dinâmica da concorrência. Kliman aponta distorções possíveis que a taxa de lucro a custos de reposição pode causar nas análises dessa variável. Apontando que a prática contábil recente mascara a real dinâmica da lucratividade. Freeman argumenta que a expansão financeira não deve ser desconsiderada no cálculo dessa taxa, uma vez o uso apenas do capital fixo exclui grande parte do capital que mantém sua existência na forma de ativos financeiros.

Essas exposições foram adicionadas com proposta de aprofundamentos e possíveis complementos de seus estudos. Em Shaikh, foi proposta uma decomposição taxa geral de lucro de forma a captar o papel da taxa de lucro sobre capital antigo, da taxa de lucro incremental e da taxa de acumulação sobre a lucratividade geral. Essa exposição permitiu verificar que apesar da recuperação da taxa de lucro incremental até meados dos anos 1990, não houve um acompanhamento semelhante da taxa de acumulação. Ainda, a taxa de lucro sobre o capital antigo permaneceu baixa, indicando uma queima insuficiente de capital. Adicionalmente, foram propostas novas formas de consideração sobre a taxa de juros para o cálculo do lucro de empresa. Essas apontam uma recuperação dessa última muito menor que aquela observada por Shaikh.

Em Kliman, foi discutido o papel que a depreciação física e moral e os processos de liberação e absorção de capital têm sobre as diferenças entre a taxa de lucro a custos históricos e a custos de reposição. Considerou-se que o capital fixo adiantado sempre existe em duas formas, a primeira como capital fixo depreciado e a segunda como fundos monetários, em especial fundos de depreciação. Esses últimos têm seus valores atualizados constantemente, uma vez que circulam na esfera financeira. Percebeu-se que a relação entre as taxas de lucro a custos históricos e de reposição apresentaram uma trajetória cíclica de aproximação e afastamento desde o final dos anos 1940. Como hipótese, foi discutido que as mudanças tecnológicas, na medida em que aceleram a depreciação moral, exigem absorção de capital e a atualização dos custos históricos ou a queima do capital antigo, aproximando as duas taxas.

A abordagem de Kliman foi complementada com uma discussão sobre a rentabilidade do ativo total, quando consideradas as atividades financeiras e não financeiras. Foi abordada a diferença nessas taxas como resultado do modo de disputa sobre a mais-valia que o capital realiza em suas formas específicas. Percebeu-se que o lucro sobre o total de ativos apresenta comportamentos próprios entre essas atividades, diferindo tanto no nível quanto na tendência. Foi discutido que esse comportamento responde às diferentes proporções no uso de capital próprio e capital de terceiros em cada um desses setores, ou seja, diferenças na proporção daquele capital que disputa a mais-valia tendo a taxa de juros como referência e aquele que a disputa através da taxa de lucro de empresa.

## **Bibliografia**

BASU, Deepankar; VASUDEVAN, Ramaa. Technology, distribution and the rate of profit in the US economy: Understanding the current crisis. **Cambridge Journal of Economics**, [s. l.], v. 37, n. 1, p. 57–89, 2013.

DOBBS, Richard; REHN, Werner. The Value of Share Buybacks. **McKinsey Quarterly**, [s. l.], n. 3, p. 5–9, 2005. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our->

DUMÉNIL, Gérard Lévy Dominique; LEVY, Dominique. the Crisis of the Early 21st Century: General Interpretation, Recent Developments, and Perspectives. **World Review of Political Economy**, [s. l.], v. 2, n. 4, p. 1–27, 2011. Disponível em: <http://www.jourdan.ens.fr/~levy/dle2011h.pdf> Acesso em: 21 jun. 2017.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. **A crise do neoliberalismo**. São Paulo: Boitempo editorial, 2014.

FIEBIGER, Brett. Rethinking the financialization of non-financial corporations: A reappraisal of US empirical data. **Review of Political Economy**. V. 28 No. 3, p. 1.26. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09538259.2016.1147734>. Acesso em: 21 jan. 2018

FREEMAN, Alan. The profit rate in the presence of financial markets: A necessary correction. **Journal of Australian Political Economy**, [s. l.], v. 70, n. 70, p. 167–192, 2012.

GRAHAM, John; LEARY, Mark. The Evolution of Corporate Cash. **Working Paper**, [s. l.], n. 919, 2015.

HARMAN, Chris. **Not all Marxism is dogmatism**: a reply to Michel Husson. 2010. Disponível em: <<http://isj.org.uk/not-all-marxism-is-dogmatism-a-reply-to-michel-husson/>>. Acesso em: 11 out. 2017.

HUSSON, Michel. The debate on the rate of profit. **International ViewPoint**, n. 436, 2010. Disponível em: <<http://www.internationalviewpoint.org/spip.php?article1894>>. Acesso em: 12 set. 2017.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS. **IAS 16 PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT**: List of IFRS Standards. London: The International Financial Reporting Standards Foundation, 2015. Disponível em: <<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-16-property-plant-and-equipment/>>. Acesso em: 07 set. 2017.

KLIMAN, A. “The Destruction of Capital” and the Current Economic Crisis. **Socialism and Democracy**, 23:2, p. 47-54, DOI: 10.1080/08854300902904741. 2009b.

KLIMAN, A.; WILLIAMS, S. D. Why “financialisation” hasn’t depressed US productive investment. **Cambridge Journal of Economics**, [s. l.], v. 39, n. 1, p. 67–92, 2015. Disponível em: <http://cje.oxfordjournals.org/cgi/doi/10.1093/cje/beu033>

KLIMAN, Andrew. **Marx and historical costs**. 1996. Disponível em: <<http://gretl.ecn.wfu.edu/~cottrell/ope/archive/9610/0218.html>>. Acesso em: 07 jul. 2017.

KLIMAN, Andrew. **Roots of the Current Economic Crisis**: The Falling-Rate-of-Profit Tendency, Insufficient Destruction of Capital, and Bubbles. 2009a. Disponível em: <<http://www.robinson.cam.ac.uk/postkeynesian/members/ahe/Kliman.pdf>>. Acesso em: 10 ago. 2017.

KLIMAN, Andrew. **The Failure of Capitalist Production**: Underlying Causes of the great depression. London: Pluto Press, 2011.

KLIMAN, Andrew. **The Persistent Fall in Profitability Underlying the Current Crisis**: New Temporalist Evidence. 2015 Disponível em: <<http://akliman.squarespace.com/persistent-fall>>. Acesso em: 15 dez. 2017

- MALDONADO-FILHO, Eduardo. The circuit of industrial capital, price changes and the profit rate: Textos para discussão. Porto Alegre. 1998.
- MARX, Karl. O Capital: Livro I Vol II. São Paulo: Nova Cultural, 1996.
- MARX, Karl. **O Capital**: livro II. São Paulo: Abril, 1985.
- MARX, Karl. **O Capital**: Livro III Vol IV. São Paulo: Nova Cultural, 1986.
- PEREZ, Carlota. **Technological Revolutions and Financial Capital**: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages. Cheltenham: Edward Elgar, 2002.
- SHAIKH, Anwar M.; MOUDUD, Jamee K. **Measuring capacity utilization in OECD countries**: A cointegration method. [s. l.], n. 415, 2004. Disponível em: <[www.levyinstitute.org/pubs/wp415.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp415.pdf)>
- SHAIKH, Anwar. **Capitalism**: Competition, Conflict, Crises. New York: Oxford University Press, 2016.
- SHAIKH, Anwar. The first great depression of the 21st century. **Socialist Register**, [s. l.], v. 47, p. 44–63, 2011.
- SHAIKH, Anwar. The Stock Market and the Corporate Sector: A profit-based approach. In: ARESTIS, Philip; PALMA, Gabriel; SAWYER, Malcolm. **Markets, unemployment and economic policy: Essays in honour of Geoff Harcourt**. Vol. II. London: Routledge, 1997.
- SHAIKH, Anwar. **Capitalism Data**. 2016. Disponível em: <<http://realecon.org/data/>>. Acesso em: 11 out. 2017.