

# CAPITAL FINANCEIRO E A DINÂMICA SALARIAL

Marisela García Hernández

Luis Claudio Krajevski

**Resumo:** As transformações do capitalismo nas últimas décadas provocaram não só a reestruturação produtiva como também se caracteriza pelo predomínio da financeirização. O objetivo deste trabalho é examinar a relação existente entre o padrão de acumulação das empresas não-financeiras com o crescimento das economias europeias e norte-americana. Partindo da premissa de que este processo de financeirização afetou negativamente o nível de emprego e salários, se constata uma estratégia voltada a elevação dos lucros através de operações financeiras. Se constata, ainda, uma elevação no nível de salários, com elevação de ganhos por parte daqueles que atuam nos cargos de gestão e achatamento dos salários de trabalhadores de outros setores. Ademais, diante do padrão de acumulação vigente, perderam a capacidade de negociação salarial no capitalismo contemporâneo.

**Palavras-chave:** financeirização, nível salarial, reestruturação produtiva, acumulação.

## Introdução

Como observado por inúmeros autores, desde o final da década de 1980 a dinâmica das economias dos países desenvolvidos tem se caracterizado por uma dominância financeira. Este domínio que os mercados e a lógica financeira exercem sobre o conjunto da economia tem ocasionado mudanças estruturais nas estratégias de concorrência das empresas não financeiras. É possível observar importantes reestruturações e modificações nas formas de operação destas empresas, visando determinada “concorrência financeira”, a qual está sobreposta ao acirramento da concorrência industrial e comercial, sem significar, com isso, desarticulação com o segmento produtivo (BRAGA, 1993).

O presente trabalho tem por objetivo realizar uma primeira aproximação em relação ao vínculo existente entre o padrão de acumulação das empresas não financeiras e o crescimento salarial nas economias centrais da Europa e dos Estados Unidos, neste novo contexto de dominância financeira.

Após esta introdução, e como ponto de partida desta análise, apresentamos algumas características do processo de financeirização, incluindo o papel que os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos coletivos de aplicação, seguradoras, bancos que administram sociedades de investimento, fundos *hedge*) têm tido na expansão da financeirização, além da conseqüente modificação da conduta das empresas não financeiras. Posteriormente, na terceira seção, tecemos as

relações que envolvem as novas estratégias de concorrência empresarial – caracterizadas pela perseguição incessante da maximização do valor acionário ("*shareholder value*") e a dinâmica salarial, no que se refere a sua participação na renda, sua contenção e diferenciação nos países acima mencionados. Na quarta e última seção, apresentamos algumas considerações que apontam para o fim do pacto de barganha social entre capital e trabalho, manifesta na redução da renda salarial sobre o total do PIB no capitalismo contemporâneo.

## **1. A nova natureza das finanças e o papel dos investidores institucionais na mudança de conduta das empresas não financeiras**

As investigações que discorrem sobre a nova natureza do capital financeiro e sua dinâmica no funcionamento das economias dos países centrais é abundante. Existem inúmeros conceitos de financeirização nos quais se analisam diversos aspectos do fenômeno. Aliás, o termo financeirização é utilizado para se referir a uma ampla variedade de processos, tais como o novo papel da renda e dos mercados financeiros; as novas relações do capital financeiro e a as empresas não financeiras; o novo padrão de acumulação do capital; o padrão sistêmico de riqueza; as novas estratégias de concorrência capitalistas, entre outros.

Além das variadas definições, existe uma enorme quantidade de indicadores para medir a abrangência da financeirização. Assa exemplifica a amplitude dos indicadores usados em distintas pesquisas de renomados autores:

“Kedrosky and Stangler (2011) measure it using the size of the financial sector as a percentage of GDP. Stockhammer (2004) uses interest and dividend income (‘rentiers’ income’) of nonfinancial businesses as a proxy for financialization. Freeman (2010) looks at the financial sector’s share of profits, the ratio of financial-sector profits to the wages and salaries of all private-sector workers, and the ratio of financial assets divided by GDP. Krippner (2005) uses portfolio income of nonfinancial firms and profits of financial vs. non-financial firms.” (Assa, 2012, p. 36).

Não se pode caracterizar a existência do capital financeiro como um fenômeno novo, pois já no início do século XX este se revelava como objeto de estudo de autores como Hobson, Hilferding, Lenin e Rosa Luxemburgo. Neste sentido, a dinâmica financeira representa um atributo inerente à lógica do capital, a qual se desenvolve de forma plena e dominante no capitalismo contemporâneo. Segundo Krippner, a financeirização é “um novo padrão de acumulação no qual o processo de

realização de lucros tem lugar fundamentalmente por meio de canais financeiros, em lugar da produção e comercialização de mercadorias” (Krippner, 2005, p. 174),

De acordo com Braga (1997), no capitalismo contemporâneo a financeirização é o padrão sistêmico de organização da economia, pois se estabelece uma dinâmica estrutural seguindo princípios de uma lógica financeira geral:

“Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou gestores – o capital bancário, os rentistas tradicionais - mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionando a operação das finanças e dispêndios públicos, modificando a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado”. (BRAGA, 1997, p. 196).

Muitos dos estudiosos do processo de financeirização concordam que há uma tendência exacerbada de expansão do capital financeiro, de forma a transcender seu estrito âmbito (financeiro), submetendo à sua lógica o conjunto do funcionamento econômico. Esta expansão transformaria os espaços nos quais o capital financeiro se valoriza, impondo uma nova lógica nos mais diversos setores, atividades e relações econômicas. E isso representa a denominada lógica da financeirização. De acordo com Stockhammer, “In other words financialization has transformed how economic actors (households, workers, firms and financial institutions) perceive of themselves, what goals they pursue and what constraints they face” (STOCKHAMMER, 2012, p. 40)

Esta nova lógica implica a dominância crescente das prioridades do setor financeiro, e sua consolidação, como fração diretora do processo de acumulação. Para Minsky (2011), as finanças é o que define o futuro da economia. Braga define a financeirização da seguinte forma:

“A dominância financeira – a financeirização – é expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo. Por dominância financeira apreende-se, inclusive conceitualmente, o fato de que todas as corporações – mesmo tipicamente industriais, como as do complexo metalmeccânico e electroelectrônico – têm em suas aplicações financeiras, de lucros retidos ou de caixa, um elemento central do processo de acumulação global de riqueza. A financeirização é o modo de ser da riqueza contemporânea”. (BRAGA, 1993, p. 26),

No capitalismo de hoje observa-se com nitidez que a valorização das ações sobrepassa várias vezes o peso do PIB de diversas economias nacionais. O valor das transações financeiras tem crescido muito mais rapidamente que a atividade comercial e produtiva. E o peso desta renda financeira tem

sido incrementada ao total da renda nacional. Assim, o ritmo de expansão dos negócios financeiros supera fortemente o crescimento da atividade produtiva, sendo que as rendas financeiras são maiores que as rendas de natureza não financeira. Segundo Aglietta y Rebériux apud Meldialdea, “[...] entre 1980 y 2001 la capitalización bursátil sobre el PIB pasa del 50% al 152% en EE.UU., sube del 8% al 103% en Francia y del 9% al 61% en Alemania (Meldialdea, 2009, p. 123). Ademais, conforme Crotty (2005 apud Meldialdea, 2009), “Por su parte, los beneficios obtenidos por las empresas financieras sobre los del sector no financiero saltan desde aproximadamente el 15% en la década de los cincuenta a casi el 50% em 2001.” (Meldialdea, 2009, p. 123).

É possível afirmar que existe uma transferência de recursos do âmbito produtivo ao financeiro, não somente como consequência do aumento dos pagamentos nos mercados financeiros, se não que as próprias empresas não financeiras têm destinado crescentes investimentos ao circuito financeiro como forma de aumentar a rentabilidade de seus fundos. No processo de realização de lucros, o papel dos canais financeiros é cada vez mais importante, para além dos comerciais e produtivos nas empresas não financeiras. Como será visto na próxima seção, a empresa encontra novos caminhos de valorização do capital que não necessariamente passem por privilegiar objetivos de mais longo prazo (como o crescimento da firma, por exemplo).

Álvarez e Luengo (2011) sintetizam o que vem sendo afirmado por vários autores. Para além da mera expansão quantitativa das variáveis financeiras, existem evidências de que as finanças geram modificações que transformam a lógica de funcionamento dos agentes, cujo caráter, em princípio, seria não financeiro. Com ritmos e intensidade diferentes, as empresas do setor não financeiro, mas também as famílias e os governos, atuam submetidos à lógica característica do setor financeiro. Desse modo, a atividade financeira, além de se expandir rapidamente, altera os mercados, produtos, agentes protagonistas, dentre outros, assim como suas relações com o conjunto da dinâmica produtiva.

Uma das características relevantes do novo contexto financeiro internacional é o apogeu dos investidores institucionais, tais como fundos de investimento, seguradoras, fundos de pensão, *hedge funds*, entre outros. Para Álvarez e Luengo (2011 *apud* BATSCH, 2002), a expansão e crescimento destes investidores nos diferentes mercados e ativos do mundo, assim como nos distintos setores de atividade, estão vinculados a três objetivos a partir dos quais estes agentes operam nas diversas praças financeiras internacionais:

- 1º obtenção da maior rentabilidade viável;
- 2º manutenção do maior grau de liquidez possível de seus ativos e,
- 3º diversificação do risco de seus investimentos, tanto setorial como geograficamente.

Para Álvarez e Medialdea (2010) e Morin e Rigamonti (2002), a presença destes novos atores nas empresas europeias e norte-americanas tem se generalizado e crescido, dando lugar a uma profunda transformação da gestão empresarial.

É importante destacar o papel que a liquidez dos mercados financeiros internacionais tem na outorga de poder aos investidores institucionais. Afinal, na medida em que os investidores podem sair de suas posições de forma imediata, penalizam as empresas que não cumprem com os requisitos de rentabilidade e gestão estabelecidos pelos mercados. Consequentemente, haveria fortes quedas nas cotizações no mercado bursátil.

A composição de carteira dos investidores institucionais tem se alterado para um menor peso dos empréstimos e das obrigações, aumentando de forma progressiva a preponderância das ações e outros ativos financeiros globais<sup>1</sup>. O objetivo destes investidores visa permitir que a empresa encaminhe todas suas ações à maximização do valor acionário do capital investido, conduzindo às empresas a uma conduta conhecida na literatura como “*rent seeking*”. Nos termos de Chesnais,

“A partir dos anos 80, os proprietários-acionistas despenderam energia e meios jurídicos, ou quase jurídicos, consideráveis para subordinar os administradores-industriais e os transformar em gente que interiorizasse as prioridades e os códigos de conduta nascidos do poder do mercado bursátil. A transformação disso em mercado de empresas como tal e a possibilidade dada aos “acionistas-minoritários” de se desfazer das ações cujo desempenho não os satisfizessem foram as alavancas (...). Situados nessa posição de exterioridade à produção, aos detentores das ações e de volumes importantes da dívida pública pouco importa a finalidade de suas aplicações, sendo mais importante a liquidez dos mercados. Nos grupos industriais, as funções das empresas são subvertidas e os setores que cuidam das finanças incham em tamanho e importância. Deslocados de suas funções originais, as empresas de capital aberto despendem cada vez mais energia e recursos na recompra de suas próprias ações com o intuito de valorizá-las (CHESNAIS, 2005).

Segundo Álvarez e Luengo (2011), a força destes investidores se apoia nos mercados bursáteis secundários e na nova estrutura de propriedade das empresas. Para estes autores (apud ANGLIETA, 2000), os mercados bursáteis secundários têm desenvolvido a capacidade de se comportar como sistemas de validação públicos, identificando os objetivos financeiros que deve cumprir a empresa, estabelecendo a norma de rentabilidade e demais convenções da gestão empresarial. Estas normas e convenções forçam os agentes para o cumprimento de ditos objetivos. A nova estrutura de propriedade das empresas revela a força das finanças em relação à busca de diversificação do risco e da plena liquidez dos investidores institucionais. Sobre este fator Álvarez e Luengo entendem que

---

<sup>1</sup> Os ativos financeiros globais são definidos como a capitalização do mercado de ações, valores em circulação de títulos governamentais e privados, outros títulos de dívida e ainda empréstimos e ativos securitizados.

“Tal y como han planteado autores como Roe (2001) o Morin y Rigamonti (2002), las políticas bursátiles de los inversores institucionales anglosajones han determinado la formación de una nueva estructura de propiedad del capital, caracterizada por una gran dilución de las participaciones detentadas por estos inversores. Así, los inversores institucionales, en general, no suelen sobrepasar participaciones de más de 1-2% del capital de una determinada empresa. Esta forma de control garantiza la diversificación del riesgo y la liquidez de sus propiedades, en la medida en que el inversor puede desprenderse inmediatamente de ellas mientras el resto de su cartera de negocio sigue distribuida de manera óptima, garantizándose de esta forma la estabilidad de los rendimientos financieros del conjunto de sus activos. No obstante, a pesar de que cada uno de dichos fondos tomados individualmente presenta participaciones muy pequeñas, los inversores institucionales mantienen, en conjunto, grandes participaciones en el seno de las principales empresas de la UE-15. De este modo, una venta conjunta de dichas participaciones por parte de los inversores puede resultar en un enorme castigo sobre la cotización de una determinada empresa. (ÁLVAREZ e LUENGO, 2011, p. 133-134).

Segundo Tomaskovic-Devey e Lin, (2013a), entre 1980 e 2005 as 500 maiores empresas não financeiras dos Estados Unidos apresentaram um crescimento vertiginoso dos investimentos em instrumentos financeiros em relação ao total de seus investimentos (figura 1). A expansão destes investimentos resulta em aumento da renda financeira<sup>2</sup>, bem como redução de recursos em suas tradicionais áreas de negócios. Este padrão se acentua nas empresas manufatureiras (TOMASKOVIC-DEVEY e LIN, 2013b) .

Figura – Aumento da orientação financeira nas 500 maiores empresas não financeiras dos EUA

---

<sup>2</sup> Para Tomaskovic-Devey e Lin, a renda financeira consiste em juros, dividendos, ganâncias, e exclui renda proveniente da venda de mercadorias e serviços.



Fonte: Tomaskovic-Devey e Lin, 2013a<sup>3</sup>

A busca pela rentabilidade econômica das empresas, subordinada ao da rentabilidade financeira marcada pelos mercados, vem impondo um novo conjunto de critérios de gestão, denominados “*corporate governance*”. Esta nova forma de governança empresarial tem sido implementada nos últimos trinta anos nas empresas dos países industrializados. E isso implica em substanciais reestruturações que afetam diretamente a diferenciação e o crescimento salarial, conforme analisado na seção a seguir.

## **2. As novas estratégias de concorrência empresarial e seus vínculos com a contenção e diferenciação da renda salarial**

Para Stockhammer (2004), o processo de financeirização está vinculado as mudanças que têm ocorrido nas estruturas internas de poder das firmas. Os novos modelos de governança visam maximizar o valor das ações na bolsa, ou seja, respondem à satisfação do objetivo de rentabilidade dos acionistas. Esta mudança tem significado a passagem de um modelo de governança de tipo “*managerial*” ou “*stakeholder*” (baseado em forte controle interno da empresa por parte do conselho de administração e os diretivos) para um de tipo “*shareholder*” (assentado no controle externo exercido pelos mercados financeiros liberalizados).

A transformação do modelo de gestão empresarial tem provocado reestruturações profundas nas firmas (de forma a garantir a rentabilidade financeira e a maximização dos valores acionários) mediante a otimização da estrutura econômica global da firma (ÁLVAREZ e LUENGO, 2011, *apud*

<sup>3</sup> Estes investimentos financeiros incluem certificados de depósitos, papéis comerciais, títulos públicos e outros títulos negociáveis e dinheiro.

MORIN e RIGAMONOTI, 2002). A prioridade é minimizar o volume de capital empregado para alcançar uma determinada rentabilidade, exigindo a otimização da estrutura do ativo empresarial.

A reestruturação das firmas tem significado uma transformação na conduta de gestão. Antes “reter e reinvestir”, agora “diminuir e distribuir” (STOCKHAMMER, 2012, p.51, citando a LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000). Nesta nova lógica as empresas centram suas atividades nas áreas estratégicas da empresa, externalizando e subcontratando todas aquelas atividades e linhas de negócios secundárias (subcontratação e deslocalizações); além de promover fusões com outras empresas em áreas estratégicas similares (operações de fusão e aquisição). Tais medidas visam garantir posições de líderes em determinados segmentos do mercado, impulsionando o valor acionário a partir do aproveitamento das sinergias positivas das empresas e incrementando as economias de escala.

Segundo Álvarez e Luengo (2011), essas modificações na conduta das empresas, denominada de diminuição do perímetro empresarial, vão ter importantes consequências negativas para a força de trabalho<sup>4</sup>, por meio de cinco mecanismos, a saber:

1. Aumento da taxa de financeirização<sup>5</sup> vinculado à lógica de diminuir e distribuir: importante realçar que mesmo quando a empresa aposta na sua expansão, o faz fundamentalmente priorizando o crescimento externo diante do interno. Isso pode representar um intercâmbio de títulos e ações bursáteis entre empresas, não refletindo em termos de formação bruta de capital fixo, nem na criação de empregos.

2. Nível de emprego: as estratégias das empresas de reconcentrar suas atividades nas áreas estratégicas, o desinvestimento, as externalizações, as subcontratações e fusões-aquisições, são medidas que se traduzem, ao menos no primeiro momento, em demissões diretas<sup>6</sup>. No entanto, o principal impacto destas medidas não se dá apenas na destruição de empregos senão pela substituição de empregos estáveis e de qualidade por novos empregos precários.

3. Perda de capacidade de negociação: a modificação do perímetro empresarial apresenta uma implicação para o trabalho, ao provocar a ruptura dos marcos laborais tradicionais e a determinação

---

<sup>4</sup> Para Álvarez (2008), a escola regulacionista faz um excessivo ênfase na crescente entrada dos assalariados nos mercados financeiros e bursáteis, e aumento de lucros deste público nos países da OCDE. Para este autor, o crescente recurso dos assalariados aos fundos de pensão, os fundos de investimento ou diretamente nos títulos bursáteis significa simplesmente uma mudança nas formas tradicionais de poupança salarial para outras formas mais rentáveis, no entanto, não introduz nenhuma novidade teórica no que se refere à conceitualização de trabalho assalariado: *“El trabajo asalariado sigue dependiendo em estas economias de la venta diaria de su fuerza de trabalho para subsistir, dependencia que no puede ser superada a partir de la gestión ni de la financiarización de su ahorro, cualquiera que sea la forma que dicha gestion tome. Además, en su intento por aumentar su ahorro salarial, el trabajo asalariado sigue viendo cómo éste es administrado em luccro próprio por los distintos gestores posibles (bancos, fondos de pensiones, fondos de inversión, etcétera), al igual que pasaba em periodos anteriores”*. (ÁLVAREZ, 2008, p.98)

<sup>5</sup> Trata-se da diferença entre a margem de lucro e a taxa de investimento.

<sup>6</sup> Segundo Álvarez e Luengo (2011) o *European Restructuring Monitor*, base de dados da Comissão Europeia elaborada a partir de uma metodologia muito restritiva, calcula em 3 300 000 os empregos direitos destruídos na UE-15 entre 2002 e 2010.



de uma menor capacidade de negociação. As novas estratégias descritas no item anterior, juntamente com os novos critérios de gestão impostos pelos investidores institucionais (baseados na divisão das empresas em unidades de negócio semiautônomas que podem ser avaliadas independentemente), tem modificado profundamente o marco da organização laboral e a negociação entre capital e trabalho.

4. Eliminação das subvenções intrafirma: a desconcentração produtiva tem como uma de suas consequências a eliminação do “colchão” de incentivos intrafirmas entre as distintas divisões da empresa (de diferentes rentabilidades). Isto significa dizer que aquelas divisões com mais problemas de rentabilidade não podem ser financiadas pelas de maior rentabilidade.

5. Crescente supressão dos mercados internos de trabalho: a progressiva eliminação do caráter de conglomerado de muitas empresas tem ocasionado a supressão dos mercados internos de trabalho destas organizações. Consequentemente, tem-se uma menor possibilidade de mobilidade, de progressão, de proteção e de negociação coletiva associada à existência destes mercados.

Esta nova governança é veiculada por meio de executivos, os quais tem como principal objetivo prever o comportamento do mercado e buscar o máximo rendimento no menor prazo de possível. Estes executivos, localizados nos principais cargos de direção das empresas, são profissionais sintonizados com os pressupostos das finanças em função da sua trajetória profissional (prestação de serviços profissionais em bancos, seguradoras e outras instituições financeiras), assim como pela forma e origem de seus ganhos.

Segundo Stockhammer (2012, *apud* ATKINSON, PIKETTY, e SAENZ, 2010), após a implementação das atuais formas de governança das empresas, os países anglo-saxões têm testemunhado um forte incremento da desigualdade na distribuição da renda pessoal. Observa-se um exorbitante crescimento dos salários dos gestores, principalmente se comparados às outras camadas de trabalhadores. Esta diferença é explicada pelas rendas recebidas por estes gestores, e não só pela elevação dos salários, haja vista as novas formas de compensações. Carmo et al (2018), exemplificam:

“Na Ford há um salário anual para os diretores, opções de ações a longo e a curto prazo, prêmios com direito a ações restritas, enfim, várias compensações milionárias, fazendo com que em geral os ganhos anuais dos dirigentes sejam elevados em comparação com os trabalhadores restantes. Para termos uma ideia das compensações dos dirigentes, tomaremos quatro diretores e dois executivos que tiveram ganhos milionários no ano de 2014. O CEO Mark Fields recebeu US\$ 18.596.497,00 somente no ano fiscal de 2014, entre salário e compensações gerais. Anthony Earley Jr., diretor e presidente do comitê de compensações, recebeu US\$ 11.627.216,00 em compensações totais. John Lechleiter, diretor que também participa do setor farmacêutico, angariou US\$ 14.481.142,00 entre salários e outros ganhos totais. Robert Shanks, vice-presidente executivo e chefe financeiro, recebeu

US\$ 6.320.646,00 em compensações totais (Bloomberg, 2015).” (CARMO, et al, 2018, p. 570)

Para Dünhaupt (2014), a capitalização do mercado de ações e o pagamento de dividendos contribuem de forma determinante para o aumento dos ganhos nos extratos superiores dos executivos, reforçando o padrão de financeirização nas empresas não financeiras. Segundo Carmo, “Na Ford, a diferença salarial existente entre um trabalhador menos qualificado e outro mais qualificado está por volta de quatro a cinco vezes. Já quando comparamos os salários dos funcionários com as compensações totais que os executivos recebem, vemos uma disparidade enorme, podendo chegar a 1040 vezes de diferença salarial entre o CEO e o mais simples trabalhador (CARMO, et al, 2018, p. 572).

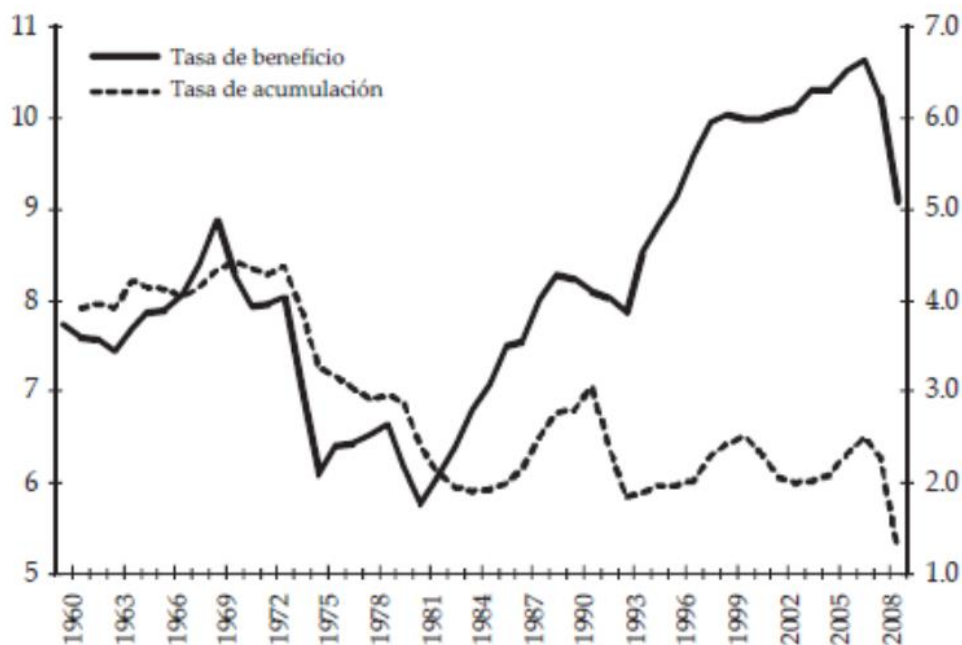
Conforme Stockhammer (2012), considerando dados da OCDE (2008), ao se retirar 1% do topo dos assalariados dos Estados Unidos, verifica-se uma forte redução do peso da renda salarial. A média do salário semanal nos Estados Unidos cresceu apenas 2,8% entre 1980 e 2005; a faixa que compreende o último quartil de salários caiu 3,1% e os 10% superiores aumentou 21%. Assim, no processo de financeirização, existe uma clara tendência de expansão da renda dos assalariados de elite, com a conseqüente exacerbação do impacto distributivo.

Álvarez e Luengo (2011), ao tratar dos países membros da UE-15, entendem que a financeirização tem transformado as tradicionais categorias de trabalhadores assalariados, possibilitando o surgimento de uma série de “anéis” de trabalhadores, com salários diferenciados, acarretando num desigual poder de negociação na relação capital-trabalho<sup>7</sup>. Não obstante, a importante recuperação dos lucros empresariais a partir da primeira metade dos anos de 1980, não tem se traduzido em um incremento paralelo da acumulação de capital, que há permanecido estancada durante as últimas décadas, conforme pode ser visto na figura 2.

Figura 2 – Taxa de lucro e taxa de acumulação, UE-15, 1960-2009 (índice 2000=100)

---

<sup>7</sup> Segundo Tomanskovic-Devey e Lin (2013b) para compreender a recente dinâmica da renda, é melhor considerar capitalistas em seus múltiplos papéis; os altos executivos e a força de trabalho em geral.



Elaboração: Álvarez e Luengo (2011).

Nota: o eixo esquerdo corresponde a “taxa de lucro” e o direito a “taxa de acumulação”, segundo os conceitos utilizados pela OCDE.

De acordo com Stockhammer (2012), uma das características do regime de acumulação dominado pelas finanças é que existe um incremento do lucro ao mesmo tempo que há um lento crescimento do investimento. Para explicar esta situação, Álvarez e Luengo (2011), consideram que, no caso dos países da UE-15, três tipos de rendas tem sido fundamentais para aumentar o extravasamento de recursos da esfera produtiva à financeira durante as últimas décadas, a saber:

1ª Forte aumento dos tipos de juros nominais no início dos anos 1980, fruto das políticas anti-inflacionárias que acarretaram aumento no custo de financiamento empresarial;

2ª Desenvolvimento, liberalização e desregulamentação dos mercados de ações europeus, possibilitando a maximização do valor acionário das empresas via alta dos dividendos distribuídos;

3ª Operações de recompra de ações, em crescimento desde os anos 1990, como fórmula para elevar de forma imediata as cotizações das ações e o valor acionário das firmas.

Segundo Álvarez e Luengo (2011), o aumento das rendas acima mencionadas, a elevação dos juros (nos anos 1980) e a expansão dos dividendos e recompra de ações (1990), permitem compreender por que uma parte cada vez maior dos lucros não são reinvestidos no processo produtivo.

Para Stockhammer (2012), a modificação da conduta das empresas em relação ao investimento é uma expressão da volatilidade dos mercados financeiros. Isto porque o aumento da incerteza torna menos atrativo os investimentos físicos e muito mais interessante os ativos com alta liquidez. Os novos vínculos entre os mercados financeiros e as empresas impõem novas estratégias de valorização do capital, especialmente de curto prazo.

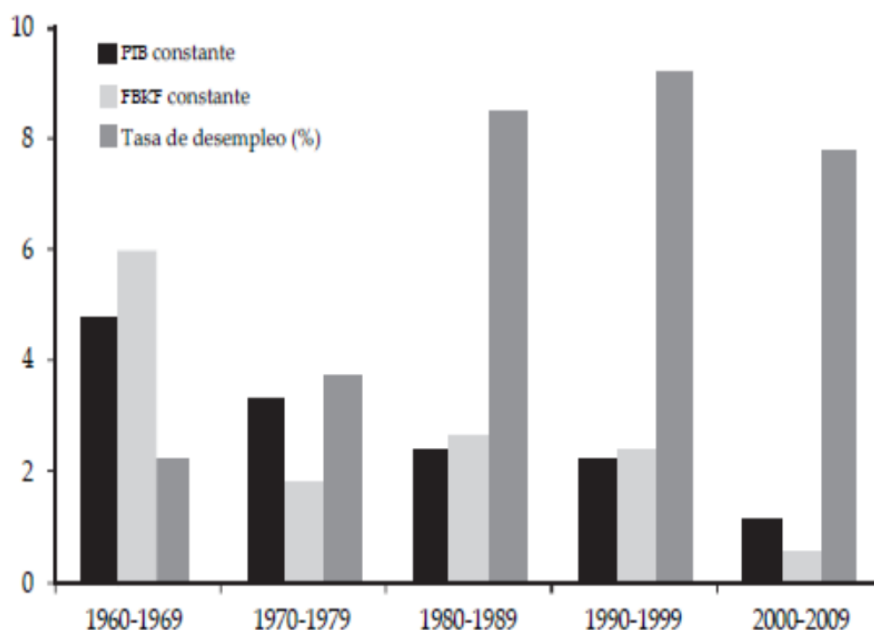
Álvarez e Luengo (2011, *apud* HUSSON, 2008) fazem menção ao conceito de taxa de financeirização para descrever esse fenômeno. Essa taxa, entendida como a diferença entre a margem

de lucro e a taxa de investimento, ilustra a parte da ganância não investida. A passagem da lógica de “reter e reinvestir” para “diminuir e distribuir” (característica do novo processo de valorização de capital) faz com que a recuperação da rentabilidade das empresas não se traduza em investimento, nem em crescimento econômico. Sobre este ponto, Stockhammer complementa ao asseverar que

“The “managerial capitalism” of the post-war era was characterised by relatively autonomous management that had a certain preference for growth (as opposed to profits). Through the shareholder revolution, its interests got realigned with those of shareholders, who have a stronger preference for profits, as opposed to growth. If the firm faces a growth-profit trade off, than such a change will lead to lower investment on the firm level.” (STOCKHAMMER, 2004, p.721).

É possível afirmar que o ressurgimento das finanças está na base da desaceleração do processo de acumulação nos países industrializados. No entanto, é importante observar, seguindo as análises de Stockhammer (2004), o reconhecimento de diferenças importantes no ritmo e profundidade dessas mudanças nos países examinados. A desaceleração do investimento permitiria também entender a manutenção de elevados níveis de desemprego e baixo crescimento nos países da UE-15 durante as últimas décadas, conforme demonstra a figura 3, a seguir.

Figura 3 – Crescimento e investimento (taxa média anual acumulada) e taxa de desemprego na UE-15, 1960-2009.

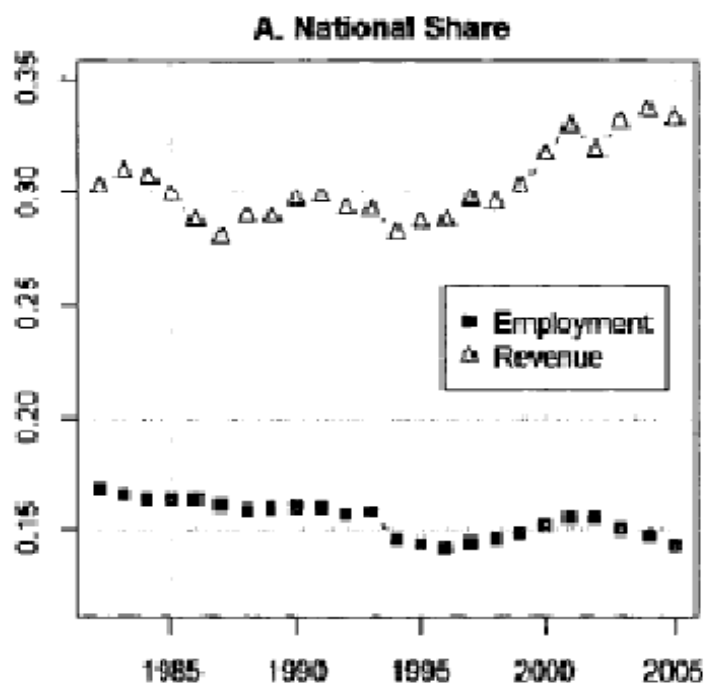


Elaboração: Álvarez e Luengo (2011) com base na European Commission-Economic and Financial Indicator, Annual Macro-Economic database of the European Commission (AMECO).

Segundo Tomanskovic-Devey e Lin (2013a), durante o período de 1982 a 2005, a economia norte-americana registrou uma relação inversa entre o crescimento da receita das 500 maiores

empresas não financeiras e o crescimento no nível de emprego. Esta situação resultaria do processo de financeirização, conforme pode ser observado na figura 4. Segundo estes autores, o aumento do papel dos investidores institucionais está associado ao crescimento de empregos de nível alto e médio. Entretanto, paralelamente a este crescimento existe uma elevação no nível de desemprego nas empresas de capital aberto provocada pela valorização de ativos financeiros.

Figura 4 – Receita e emprego nas 500 maiores firmas 1982 – 2005.



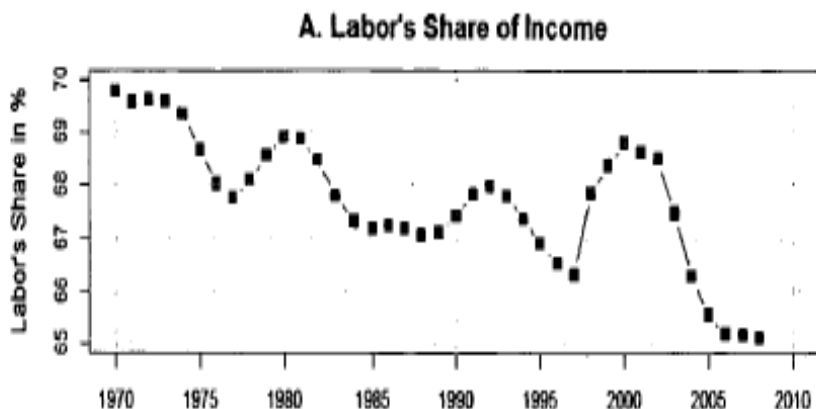
Elaboração: Tomaskovic-Devey e Lin (2013a)

Para esses autores são três os fenômenos específicos vinculados à diminuição do emprego: investimento no setor financeiro; financiamento de dívidas, e recompras de ações por parte das empresas não financeiras, sendo que esta última tem provocado efeitos profundamente negativos sobre o nível de emprego. Assim, a progressiva financeirização das estratégias empresariais tem resultado na desaceleração da formação bruta de capital fixo. Este tipo de crescimento empresarial baseado no desinvestimento, nas externalizações e na aposta pelo crescimento externo, não gera necessariamente investimento e empregos, impactando negativamente a renda dos trabalhadores.

Segundo Tomaskovic-Devey e Lin, (2013a), a partir da década de 1970 a financeirização da economia norte-americana resultou na menor capacidade de negociação dos assalariados. Consequentemente, impactou negativamente a fixação dos salários, ocasionando contenção salarial (figura 5). Esta contenção traz consigo a queda da renda salarial sobre o total do PIB, aumentando a desigualdade na distribuição de renda nacional. Ainda de acordo com esses autores, o novo padrão de acumulação posicionou os Estados Unidos entre os países mais desiguais do mundo, comparável com o patamar existente na China. Assa (2012) também verificou uma forte correlação entre a

financeirização e o crescimento da desigualdade na renda dos países da OCDE, no período de 1970-2008.

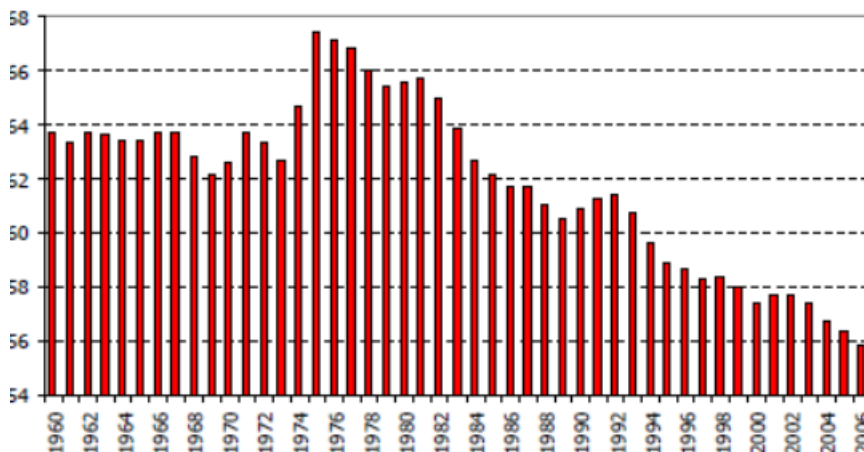
Figura 5 – Dinâmica da renda do trabalho nas empresas não financeiras e não agrícolas nos EUA no período de 1970 – 2008.



Elaboração: Tomaskovic-Devey e Lin, Ken-Hou, 2013a

Para Medialdea (2009), o retrocesso dos salários na distribuição da renda nacional nas últimas décadas na OCDE é evidente. Como se observa na figura 6, nestes países entre 1975 e 2000 a massa salarial perdeu dez pontos percentuais de participação no PIB, diminuindo de 67,5% para 57,4%. Nos últimos anos essa massa salarial continuou caindo, visto que em 2006 representava 55,8% do PIB.

Figura 6 – Participação da massa salarial na OCDE (% do PIB)



Elaboração: Medialdea (2009), com base nos dados da AMECO.

Além dos dados representados na figura 6, Medialdea (2009) acrescenta ainda que

“El retroceso relativo de los ingresos de la mayor parte de los trabajadores es más intenso de lo que indica la evolución de la participación salarial en el PIB, debido a que durante estos años también se agudiza la polarización dentro de éstos. Tomando como evidencia el caso estadounidense, los datos muestran que, aunque la evolución de los salarios agregados parece contradecir la tendencia de retroceso laboral, los cálculos de Dew-Becker y Gordon (2005:76) sí confirman esa tendencia cuando se

excluyen los salarios del quintil superior de población. En ese caso, los datos ratifican que ha existido un retroceso salarial en la renta equivalente al europeo.” (MEDIALDEA, 2009, p.193).

Medialdea (2009) ressalta ainda que as economias que apresentam crescimento com base na financeirização apresentam redução nos salários, destacando que para alguns autores o nível salarial serviria como ajuste da financeirização. Especificamente, “[...] según los cálculos de Dew-Becker y Gordon (2005:76), la parte de la renta de la que se apropia el 1% de población con mayores ingresos salariales pasa del 4,4% al 8% entre 1980 y 2005, mientras que el quintil superior escala del 3,6% al 5,3%.” (Medialdea, 2009, p. 193).

Existe uma relação inversa entre o desenvolvimento do processo de financeirização e a capacidade de negociação coletiva dos trabalhadores diante do capital, concretizado pelas práticas de *corporate governance*. Segundo Álvarez e Luengo (2011), dentre os processos específicos que têm possibilitado a redução da capacidade coletiva de negociação dos trabalhadores, se destacam:

1. Disciplinamento tradicional da força de trabalho pela via do incremento do desemprego, já existente no início da década de 1980;

2. Contenção pela via do aumento dos movimentos de capital, pois a inédita fluidez que proporciona atualmente a liquidez dos mercados financeiros permite que o capital abandone as posições menos rentáveis em busca de ganhos maiores. Simultaneamente, as externalizações e subcontratações internacionais obrigam aos assalariados (na ausência da organização internacional destes) a aceitar sucessivas pressões salariais.

Para Tomaskovic-Devey e Lin, (2013a), a desigualdade da renda no capitalismo financeirizado possui duas faces: a primeira vinculada ao incremento substancial da concentração do total de ganhos no setor financeiro; e a segunda relacionada às empresas não financeiras, expressa em transferência de renda para os executivos e donos de capital com investimentos financeiros.

A análise de resultados do modelo econométrico<sup>8</sup> de Álvarez e Luengo (2011) para os países da UE-15, indica que enquanto no período de 1960-1975 existia um vínculo positivo, forte e estatisticamente significativo entre a taxa de lucro e a taxa de acumulação, este vínculo não se registra para o período 1975-2010. Neste segundo período, aliás, também se observa uma relação positiva e significativa entre a taxa de financeirização e a taxa de desemprego, relação que não se apresenta no primeiro período. Durante o segundo período a correlação entre a taxa de lucro e a taxa de financeirização torna-se notoriamente mais forte, evidenciando como a recuperação da rentabilidade evolui paralelamente ao incremento dos lucros não investidos. Além disso, a relação inversa – e

---

<sup>8</sup> Este estudo identifica a correlação existente entre as variáveis crescimento salarial, taxa de desemprego, taxa de lucros, taxa de acumulação e taxa de financeirização da UE-15. O autor constrói um modelo econométrico que explica o crescimento salarial em função das variáveis mencionadas, incorporando também a produtividade do trabalho.

significativa – entre a taxa de acumulação e a taxa de financeirização se contrasta para ambos períodos. Existe também uma importante correlação entre o crescimento salarial com a taxa de financeirização, a qual é negativa para os dois períodos.

Tudo parece indicar que o restabelecimento da taxa de lucro na UE-15 tem se baseado fundamentalmente na compressão salarial e na valorização do capital, cada vez em maior medida por meio de canais financeiros. Os resultados do modelo permitem concluir um significativo impacto negativo do desemprego sobre o crescimento salarial, assim como um significativo impacto positivo da taxa de acumulação sobre o aumento dos salários, sendo esta variável não somente a principal, senão o único fator explicativo do incremento dos salários reais no modelo. Segundo os autores,

“De hecho, la relación positiva que esperábamos entre el crecimiento de la productividad y el crecimiento salarial no sólo no se da, sino que observamos una relación negativa significativa. Esta relación parece coherente con la creciente desconexión que ha operado desde comienzos de los años ochenta a escala europea entre el crecimiento de ambas variables.” (ÁLVAREZ e LUENGO, 2011, p.157).

Os resultados obtidos nos estudos de Tomaskovic-Devey e Lin (2013a), a partir do uso de séries temporais na indústria, mostram que o incremento na dependência de renda financeira por parte das empresas, e a desigualdade da renda, no longo prazo, está associada com a redução da renda correspondente ao trabalho, ao aumento dos lucros (via compensações) dos altos executivos, assim como uma elevação na dispersão entre os salários dos trabalhadores.

Stockhammer é claro em relação a natureza das mudanças na distribuição de renda no capitalismo financeirizado ao afirmar que “As a consequence income distribution has shifted sharply in favor of capital. Socially this has left working class households struggling to keep up with consumption norms.” (STOCKHAMMER, 2012, p. 40).

Segundo Tomaskovic-Devey e Lin (2013b), nas discussões de política econômica nos Estados Unidos se permeia a ideia de que o crescimento da desigualdade é resultado das forças do mercado. No entanto, os autores mencionados nesta seção, coincidem em apontar que este fenômeno não é natural, senão que responde a políticas econômicas governamentais, comumente chamadas de neoliberais. Estas políticas possibilitaram a desregulamentação dos mercados financeiros e o crescimento dos investidores institucionais, modificando as estratégias das empresas não financeiras, reduzindo seu perímetro empresarial, resultando no aumento do desemprego.

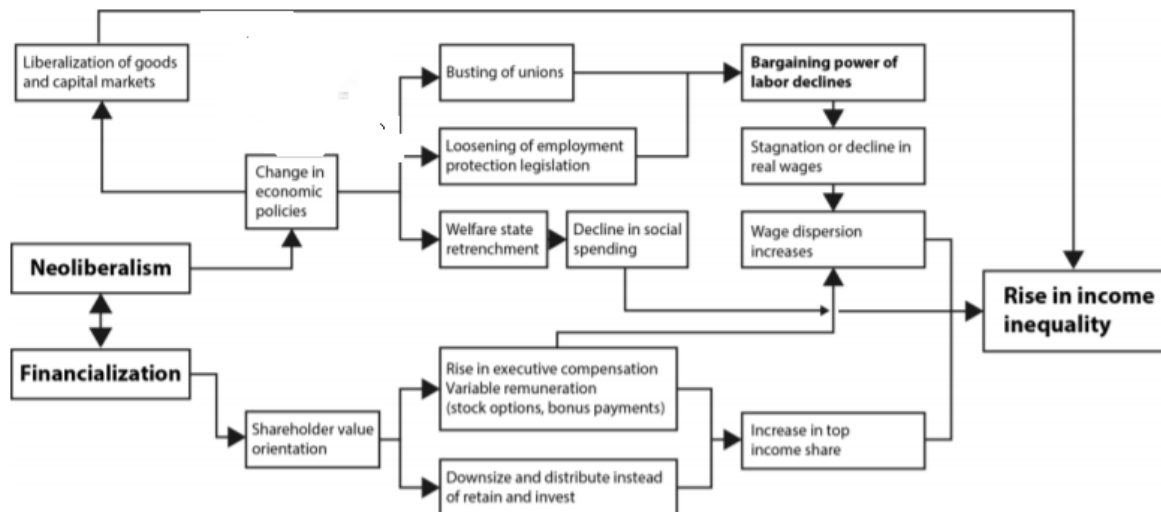
Por sua vez, a perda de força dos sindicatos, a mudança negativa nas legislações que deveriam proteger os trabalhadores (flexibilizando e precarizando o trabalho) e a diminuição dos gastos em



proteção social, provocaram a redução da capacidade de negociação dos trabalhadores, ocasionando o congelamento dos salários e as diferenças salariais apontadas anteriormente.

As estratégias de “*shareholder value orientation*” conduzem à diminuição dos investimentos, à redução da quantidade de empregos, ao aumento de renda de altos executivos e empresas não financeiras (derivados dos investimentos em instrumentos financeiros), resultando no aumento da desigualdade de renda. Dünhaupt (2014), esquematiza os processos vinculados ao aumento da desigualdade de renda de acordo com a figura 7.

Figura 7 – Contribuição da financeirização para o aumento da desigualdade



Elaborado por Dünhaupt (2014).

Sintetizando, podemos dizer que os mercados financeiros demandam uma série de estratégias aos grupos que investem nas bolsas de valores, modificando, de maneira substancial, sua conduta. Como consequência afeta, de forma negativa, os ajustes salariais dos trabalhadores, reduzindo sua participação na renda total.

## Conclusões

A financeirização, por meio da nova governança nas firmas não financeiras, pode ser apontada como responsável pelo significativo aumento do desemprego, assim como pela menor homogeneidade, coesão e unidade no mundo do trabalho. Estes processos têm gerado um decréscimo da capacidade de negociação salarial dos trabalhadores e, portanto, maior fragilidade dos assalariados diante das empresas. Nas últimas décadas, estes fenômenos têm colaborado notavelmente para a redução da renda salarial sobre o total do PIB e no aumento e concentração de ganhos no setor financeiro, quando comparado ao setor não financeiro.

É possível constatar ainda uma relação inversa entre as variáveis taxa de acumulação, o nível de emprego e a capacidade de negociação coletiva dos trabalhadores em relação ao desenvolvimento do processo de financeirização. De outro lado, se observa uma relação direta entre a financeirização

e o aumento da renda advinda do setor financeiro das empresas não financeiras, além da elevação das remunerações dos altos executivos destas empresas.

A queda do salário e o acréscimo dos ganhos do capital nas economias dos países da Europa, assim como nos Estados Unidos, é um desdobramento do aumento do poder do capital, especificamente da sua fração financeira, sobre o trabalho. As novas relações estabelecidas entre capital e trabalho dificilmente poderão ser alteradas se o fator chave que as desencadeia – a financeirização das economias – continue a prevalecer. Neste sentido, qualquer política que não modifique esse fator estará condenada a ofertar paliativos, mas não uma solução favorável aos interesses das maiorias.

## Referências

ÁLVAREZ PERALTA, I. Financiarización económica y relación salarial en las economías desarrolladas. **Prob. Des**, México , v. 39, n. 155, p. 77-100, dez. 2008. Disponível em: <[http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0301-70362008000400005&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0301-70362008000400005&lng=pt&nrm=iso)>. acesso em 03 jan. 2019

ÁLVAREZ PERALTA, I.; MEDIALDEA GARCÍA , B. La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales”, **Revista de Economía Mundial**, núm. 24, 2010.

ÁLVAREZ PERALTA, I.; LUENGO ESCALONILLA, F. Financiarización, acumulación de capital y crecimiento salarial en la UE-15. **Inv. Econ**, México, v. 70, n. 276, p. 125-162, jun. 2011. Disponível em: <[http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0185-16672011000200005&lng=es&nrm=iso](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0185-16672011000200005&lng=es&nrm=iso)>. Acesso em 03 jan. 2019.

ARAYA SEPÚLVERA, F. et al. Influencia de los inversionistas institucionales en las decisiones de estructura de capital de la empresa. Evidencia para un mercado emergente. **El Trimestre Económico**, Mexico, LXXXII (2), Abril-Junio, 2015. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=31342333002>> ISSN 0041-3011. Acesso em: 3 de jan. 2019

ASSA, J. Financialization and its consequences: the OCDE experience. In: **Finance Research**, v. 1, n.1, p. 35-39, jan.2012. Disponível em <<http://researchpub.org/journal/fr/number/vol1-no1/vol1-no1-4.pdf>>. Acesso em 08 jan. 2019.

BRAGA, J. C. S. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. **Economia e Sociedade**. Campinas, no.2, p. 25 – 57, ago., 1993.

\_\_\_\_\_. 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.p. 195-242.

\_\_\_\_\_, J. C.S. et al . For a political economy of financialization: theory and evidence. **Econ. Soc.**, Campinas , v. 26, n. spe, p. 829-856, Dec. 2017. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0104-06182017000400829&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-06182017000400829&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 03 jan. 2019.

CARMO, M. et al. Análise da financeirização no setor automotivo: o caso da Ford Motor Company. **Nova econ., Belo Horizonte**, v. 28, n. 2, p. 549-577, Aug. 2018. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-63512018000200549&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512018000200549&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em 13 jan. 2019.

CHESNAIS, F. **O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos**. A finança mundializada. São Paulo: Boitempo, 2005.

DUNHAUPT, P. An empirical assessment of the contribution of financialization and corporate governance to the rise income inequality. Berlin, n. 41, Working Papers, **Berlin School of Economics and Law**, Institute for International Political Economy (IPE), 2014.

KRIPPER, G. The Financialization of the American Economy. **Socio-Economic Review**. 3., p. 173-208. 2005.

MEDIALDEA, B. **Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financeira de la economía brasileira**. Madrid. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Económicas) – Universidade Complutense de Madrid.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. Editora Campinas: Unicamp, 2011.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation, **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, Issue 5, 1 September, Pages 719–741, 2004. Disponível em:

\_\_\_\_\_ E. Financialization, income distribution and the crisis. **Investigación Económica**, 71(279), p.39-70. 2012. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/42779220>

TOMASKOVIC-DEVEY, D. e LIN, K., Financialization: Causes, Inequality Consequences, and Policy Implications, 18 N.C. Banking Inst. 167. 2013a. Disponível em: <http://scholarship.law.unc.edu/ncbi/vol18/iss1/17>

\_\_\_\_\_ Financialization and U.S. Income inequality. 1970 – 2008. **American Journal of Sociology**, v.118, n.5, p. 1284-1329, March 2013b. Disponível em: [https://scholarworks.umass.edu/sociol\\_faculty\\_pubs/3](https://scholarworks.umass.edu/sociol_faculty_pubs/3)

VAN ARNUM, B. M.; NAPLES, M. I. Financialization and Income Inequality. **American Journal of Economics and Sociology**, 72: 1158-1182. 2013.doi:10.1111/ajes.12036