

FINANCEIRIZAÇÃO E MENSURAÇÃO DA TAXA DE LUCRO NOS EUA

Lucas Rodrigues¹ e Marcelo Milan²

Resumo

O artigo defende a utilização de uma medida do capital próprio ou patrimônio líquido das empresas para estimar empiricamente a taxa de lucro nas economias capitalistas. Utilizando dados de fluxos de fundos do Federal Reserve, o artigo mostra que essa mensuração apresenta diversas vantagens, como incorporar as tendências da financeirização sobre a acumulação de capital. É possível também decompor a taxa de lucro entre o retorno sobre os ativos e a alavancagem, identificando as diferentes formas de capital presentes nas empresas capitalistas. A crise de 2007-08 é explicada como o limite para as estratégias de acumulação, iniciadas nos anos 1970, baseadas na expansão do endividamento corporativo para restaurar a lucratividade. Como consequência, o capital não é destruído e a taxa de lucro não se recupera totalmente, mantendo-se deprimida.

Palavras-chave: Taxa de lucro; Financeirização; Patrimônio Líquido; Alavancagem

Introdução

A mais recente grande crise capitalista iniciou importantes debates sobre os fatores que contribuíram para suas causas, e dentre esses a lei da queda tendencial da taxa de lucro surgiu como uma das explicações (KLIMAN, 2011; [s.d]; 2009a). A dimensão eminentemente ‘financeira’ da crise não justifica ignorar a lei, pelo contrário. Grossman (1972[1929]), por exemplo, já apontava para a existência de uma relação entre baixa lucratividade, expansão financeira, exportação de capital e crises. Apesar de esses três últimos elementos caracterizarem a dinâmica econômica do período neoliberal, a relação dos mesmos com o movimento da lucratividade precisa ser investigada. Um dos fatores que dificultam tal análise, contudo, está relacionado às limitações em se tomar os dados, disponíveis através das estatísticas nacionais, e relacioná-los de maneira direta e coerente com as categorias desenvolvidas por Marx (SHAIKH; TONAK, 1994).

Tais desafios são ainda maiores quando se considera a transformação acelerada, no período recente, da movimentação dos capitais em suas distintas formas. Um aspecto importante nesse sentido é o crescimento da magnitude e da proporção dos capitais de valorização financeira no capital total das empresas, fenômeno convencionalmente chamado de financeirização. Tal mudança tem produzido debates não apenas dentro do campo marxista (CIPOLLA ET AL., 2010; DOMINCZAK, 2014), mas também levanta questões sobre a maneira apropriada de mensuração dos lucros pelos métodos contábeis existentes (BRYER, 2006; LEVY, 2014). A massa e a taxa de lucro, uma vez que organizam o movimento do capital no espaço e no tempo, devem ter uma manifestação aparente, e essa ocorre através dos métodos contábeis de mensuração. Esses podem ser mais ou menos precisos

¹ Doutorando em desenvolvimento econômico PPGE/UFRGS. E-mail: lucas_r1@hotmail.com

² Professor do departamento de ciências econômicas da UFRGS

para indicar a dinâmica da acumulação e mesmo adicionar instabilidades ao sistema econômico, como no caso da marcação a mercado (BOYER, 2007; MILAN, 2012). Uma vez que o lucro é a forma fetichizada de existência da mais-valia, o qual camufla a essência do processo de valorização pela exploração, sua forma aparente de medida pode esconder ainda mais as fragilidades das economias capitalistas e sua tendência às crises.

Assim, a denominada financeirização, com sua capacidade ampliada de magnificar a instabilidade que caracteriza o capitalismo, pode ser explicada por uma queima insuficiente de capital durante a crise de lucratividade dos anos 1970-1980 (KLIMAN, 2009b). Esse excesso de capital tornou as recuperações cíclicas, daquela crise e das subsequentes, dependentes de reduções na taxa de juros e do aumento no endividamento das empresas, por um lado, mas ampliou a transformação de capitais produtivos em capitais financeiros por outro. No entanto, o recurso a esses mecanismos gerou suas próprias contradições, as quais se expressaram na crise do final dos anos 2000. Ou seja, a grande crise de 2007-08 pode ser entendida como sendo engendrada pelas contradições criadas pela ‘resolução’ da crise dos anos 1970-1980 (SHAIKH, 2011). Assim, a queda na taxa de lucro proporciona a expansão das finanças, que acaba por modificar a repartição da mais-valia entre os capitais, e a própria composição dos mesmos, impactando no cálculo da taxa de lucro.

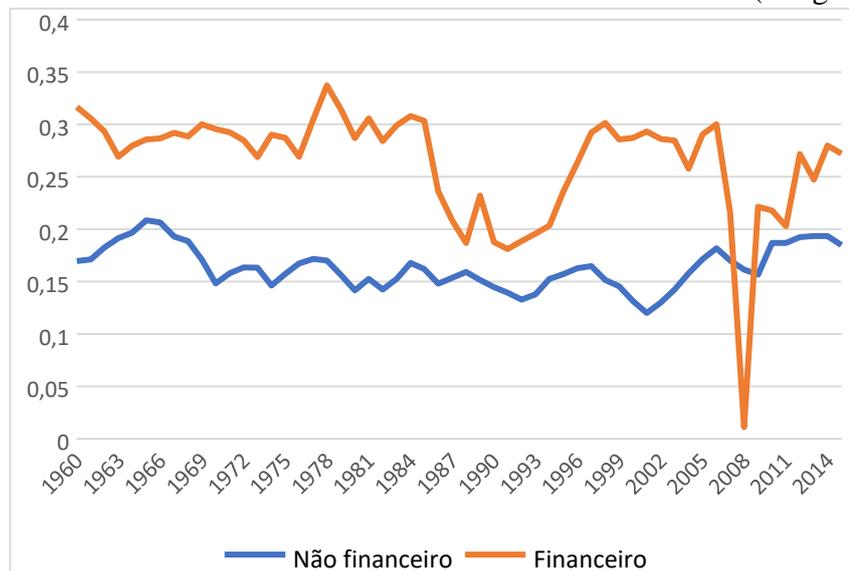
Esse artigo objetiva mostrar a importância de se incorporar a expansão das finanças, característica da financeirização, no cálculo da taxa de lucro, enfatizando o papel do patrimônio líquido como medida de valor a ser valorizado. Essa medida de lucratividade permite sintetizar todas as transformações do capital mencionadas acima. O trabalho está dividido em quatro seções, incluindo essa introdução. Na segunda seção, seguindo Roberts (2012) e Freeman (2013), são discutidas formas alternativas de cálculo da taxa de lucro, e defendido o uso do patrimônio líquido no denominador, método geralmente não empregado pelas análises marxistas sobre o tema. Esse método, argumenta-se, apresenta vantagens significativas sobre os métodos tradicionais, ao permitir refletir a financeirização nas estratégias de valorização, com o papel dos empréstimos na valorização do capital, além de contribuir para a formação de uma taxa média de lucro que é mais próxima do retorno efetivo sobre os diferentes capitais. A terceira seção mostra empiricamente que a decomposição da taxa de lucro, calculada utilizando o patrimônio líquido, permite evidenciar os efeitos separados do endividamento e da expansão financeira sobre a lucratividade, assim como os limites para sua expansão. A última seção apresenta as considerações finais.

Taxa de Lucro: Medidas Alternativas

Como amplamente reconhecido, o cálculo da taxa de lucro apresenta grandes desafios e limitações, tanto para a economia burguesa como para a economia marxista, as quais dificultam a

formação de consensos e abrem espaço para inúmeros debates (HUSSON, 2010a ; 2010b). De fato, existem diferentes métodos para se mensurar contabilmente a taxa de lucro. Early (2018) apresenta quatro medidas, sendo elas: margem de lucro, retorno sobre ativos, retorno sobre capital próprio e retorno sobre capital empregado³. Os gráficos a seguir apresentam a trajetória de algumas diferentes medidas taxas de lucro para a economia estadunidense no período 1960-2015, separando o setor financeiro do não-financeiro.

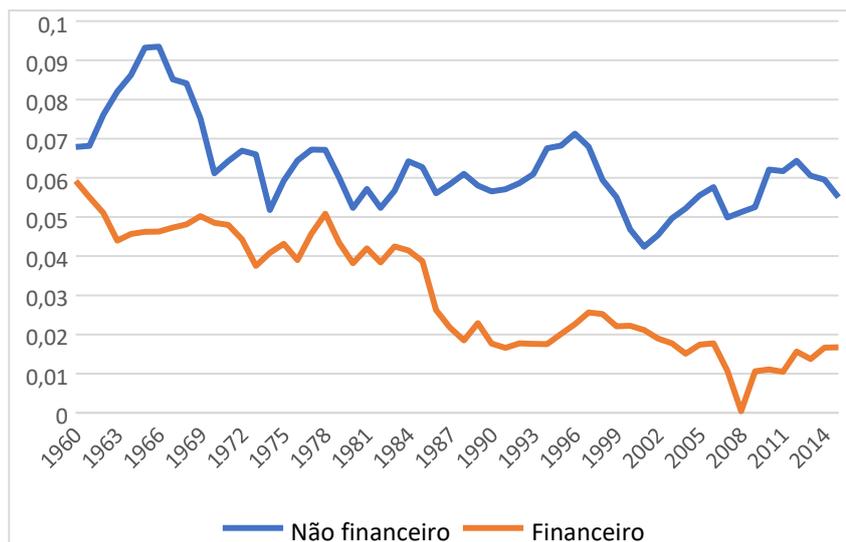
Gráfico 1 – Taxa de Lucro: Lucro sobre valor adicionado (margem de lucro) – EUA: 1960-2015



Fonte: Elaboração própria com base nos fluxos de fundos do FED

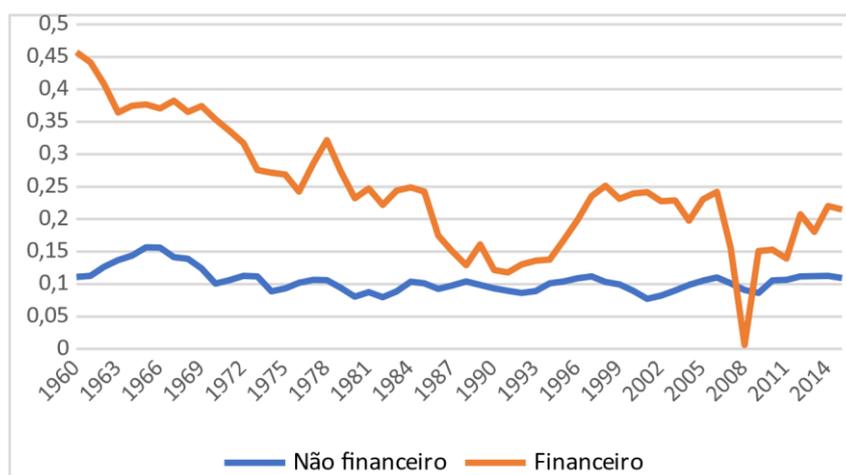
³ O capital empregado é dado pela soma do patrimônio líquido mais as obrigações de dívida.

Gráfico 2 – Taxa de Lucro: Retorno sobre capital empregado (ROCE) – EUA: 1960-2015



Fonte: Elaboração própria com base nos fluxos de fundos do FED

Gráfico 3 – Taxa de Lucro: Retorno sobre capital fixo – EUA: 1960-2015



Fonte: Elaboração própria com base nos fluxos de fundos do FED

As dificuldades de cálculo da taxa de lucro são ainda mais ampliadas quando se considera o ritmo acelerado de transformação nas formas de existência sofridas pelo capital social total nas últimas décadas. No entanto, dada a importância dessa variável para a explicação dos fenômenos econômicos, e principalmente das crises, o desenvolvimento teórico e empírico do estudo da taxa de lucro é uma tarefa que deve ser enfrentada pela economia política marxista.

O crescimento dos capitais que se valorizam na esfera financeira no balanço das empresas não-financeiras é, talvez, a principal questão a ser considerada pelo pensamento marxista. A incorporação apenas do capital fixo no cálculo da taxa de lucro (gráfico 3) pode gerar distorções importantes na análise do comportamento dessa variável (tabela 1). Isso se dá não apenas devido ao crescimento dos capitais de valorização financeira, mas ao fato de que esses se expandiram de maneira

muito mais acelerada que os investimentos em capital fixo⁴. Caso ambos tivessem variado em iguais proporções, a taxa de lucro calculada considerando apenas o capital fixo e aquela calculada considerando todas as formas de capital sofreria apenas alterações de nível, mas não de direção. No entanto, uma vez que a proporção entre capitais financeiros e não financeiros aumentou de modo acelerado, a trajetória da taxa de lucro muda completamente em cada forma de cálculo, como evidenciado por Freeman (2013).

Segundo Roberts (2012, p. 11), no entanto, a simples inclusão dos ativos financeiros no cálculo da taxa de lucro pode “não ser inteiramente satisfatória, dado que mantém um elemento de dupla contagem” sobre o capital total adiantado. O autor sugere que o impacto dos capitais financeiros, ou seja, do capital fictício, sobre a lucratividade pode ser mais bem capturado quando se utiliza o patrimônio líquido no denominador da taxa de lucro⁵.

O patrimônio líquido também pode apresentar outras vantagens sobre as demais formas de cálculo da taxa de lucro, pois permite estimar de maneira mais próxima o rendimento obtido a partir do capital próprio dos proprietários e acionistas. Dessa forma, deve ligar-se de modo mais estreito ao investimento e ao aumento da produção, além de proporcionar uma taxa de lucro que tende à equalização entre os setores.

É importante enfatizar, como mostram os gráficos 1-3, que a taxa de lucro sobre o total de capitais é estruturalmente distinta entre os negócios financeiros e não financeiros. O mesmo ocorre com a taxa de lucro calculada apenas sobre o capital fixo (gráfico 3), a qual tende a ser significativamente maior para os setores onde a proporção do capital fixo no capital total é menor, como é o caso do setor financeiro. A tabela 1 ilustra tal distorção por meio de um exemplo numérico:

Tabela 1: Diferença entre lucro médio e lucro sobre capital fixo entre setores com distintas composições orgânicas

Setor	Capital Constante Fixo	Capital Constante Circulante	Capital Variável	Mais-Valia	Taxa média de lucro	Massa de Lucro	Taxa de Lucro sobre Capital Fixo
A	50	25	25	25	0.375	37.5	0.75
B	25	25	50	50	0.375	37.5	1.50

Fonte: elaboração própria.

⁴ De acordo com os dados do Fluxo de Fundos do Federal Reserve (FED), a relação entre ativos financeiros e ativos não financeiros mantidos pelo setor não financeiros foi mais ou menos constante entre 1945 e 1982, passando de aproximadamente 0.31 para 0.38 nesse intervalo. A partir de então, essa relação apresentou uma aceleração contínua, chegando a 0.96 em 2010.

⁵ Roberts (2016 p. 100) argumenta ainda que “We can measure the impact of fictitious capital on profitability if we measure profit against the net worth of companies, and not just their tangible assets. This incorporates financial liabilities (loans from banks, bonds and shares issued).”

Seguindo a exposição de Marx (1986) sobre a formação de uma taxa média de lucro, magnitudes iguais de capital tendem a se apropriar de uma mesma massa de lucro, independentemente de sua composição entre capital constante e variável. No exemplo acima, considerando que a massa de mais valia total produzida (MV) é igual a \$75 e o capital social total adiantado (K) é igual a \$200, a taxa média de lucro (MV/K) é de 37,5%. Dessa forma, cada capital de magnitude igual a \$100 irá se apropriar de uma massa de lucro igual a \$37,5. No entanto, uma vez que a distribuição entre capital fixo e circulante é determinada por diferenças técnicas em cada setor, as quais não guardam relação necessária entre si, não existe nenhum mecanismo que leve à equalização das taxas de lucro calculadas apenas sobre o capital fixo. A desconsideração dos demais componentes do capital total leva, assim, tanto a uma diferença no nível da taxa média de lucro como naquela que vigora em cada setor. No exemplo acima, a taxa média de lucro levando em conta apenas o capital fixo seria igual a 100%. Porém, essa taxa não vigoraria em nenhum dos setores. Aquela vigente nas empresas do setor A seria de 75% e em B de 150%.

Segundo Norfield (2016), essas diferenças fazem com que não exista uma base de comparação qualquer para a lucratividade entre o setor não financeiro e o financeiro:

Comparing profits against a company's fixed assets is one method, but this ignores the role of financial assets as the principal lever for financial sector profits. The revenues of banks are not based upon their imposing buildings, dealing screens and slick communications software. Any version of 'fixed and circulating capital' advanced by the bank will have little relationship to the bank's ability to generate a return. This is a structural difference between the two sets of capitalists, based upon the special position of the banks in the monetary system. There is no mechanism for equalizing the rate of profit between the two sectors because there is no sensible basis on which to compare the rate of profit of a steel producer or a retail company with that of a bank. (NORFIELD, 2016, p. 84).

No entanto, a dinâmica da taxa de lucro sobre o capital próprio não parece incorrer nesses mesmos problemas. Dado que essa taxa serve de referência para as decisões de inversão dos capitais pelos seus detentores, sua dinâmica segue a da formação do lucro médio. Os capitalistas que auferem uma baixa taxa de lucro sobre seu capital tenderão a movê-lo para os setores de maior lucratividade, e esse movimento pressionará para a formação de uma taxa média de lucro sobre o capital próprio. A magnitude desse último, representado como valor e independente de sua forma concreta, é a própria base de comparação. Por sua vez, a decomposição dessa taxa de lucro revela tanto os movimentos de aumento do capital em cada setor quanto o efeito da lucratividade do capital aplicado em suas distintas formas.

Contabilmente, o capital próprio de uma empresa corresponde a seu patrimônio líquido e é igual à diferença entre o total do ativo e o total do passivo. A taxa de lucro sobre o patrimônio líquido pode ser expressa da seguinte maneira:

$$r_{PL} = \frac{P}{PL} = \frac{P}{A} * \frac{A}{PL} = ROA * Alavancagem$$

O termo lucro ou retorno sobre os ativos (ROA na sigla em inglês) indica a taxa de lucro sobre as várias formas em que se encontra o capital total investido de uma empresa ou setor (HAGEL, 2013). Essa variável se assemelha à taxa de lucro calculada por Freeman (2013). A razão entre os ativos totais e o patrimônio líquido, por sua vez, serve de indicador do nível de alavancagem, dado que um aumento nessa relação expressa que parte da aquisição de ativos foi financiada por capital de terceiros⁶. O impacto positivo do uso do capital de terceiros sobre a taxa de lucro sobre o patrimônio líquido se explica porque ela permite um aumento na massa de lucro apropriada por um capitalista individual sem um aumento correspondente do capital próprio investido pelo mesmo.

A Decomposição da Taxa de Lucro sobre Capital Próprio: Avaliação Empírica

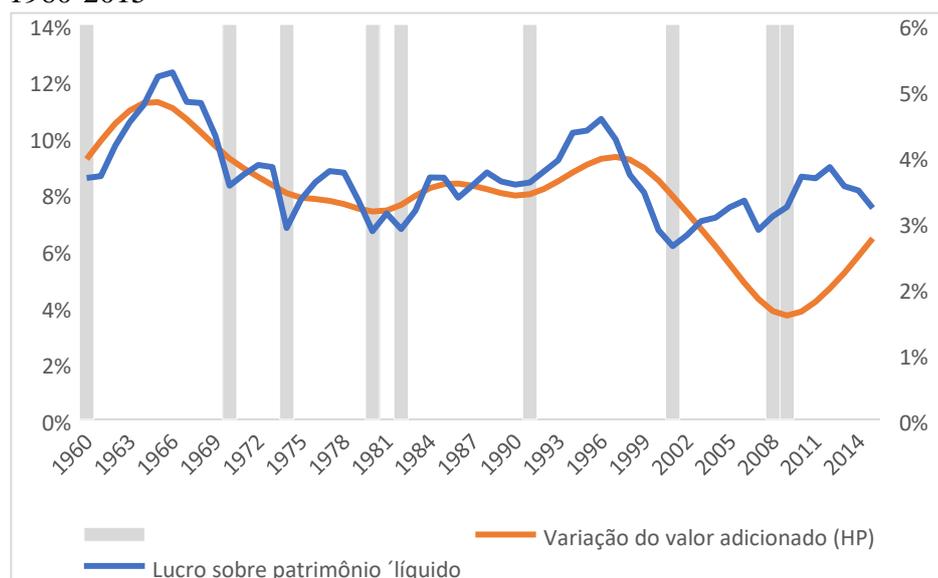
A partir da decomposição indicada na seção anterior, é possível analisar empiricamente o movimento da taxa de lucro sobre o patrimônio líquido e de seus elementos constitutivos. Os dados do fluxo de fundos do FED permitem que essa análise seja feita, para os EUA, para os setores corporativos não financeiro e financeiro. Por sua vez, tal decomposição permite fazer inferências em relação ao impacto da expansão dos ativos - em especial financeiros -, da taxa de juros e do endividamento - e portanto do capital portador de juros - sobre os limites da expansão da rentabilidade sobre o patrimônio líquido.

Começando com o setor corporativo não financeiro, o gráfico 4 apresenta o movimento da taxa de lucro sobre o patrimônio líquido para os EUA entre 1960 e 2015. Três períodos principais podem ser observados. O primeiro, entre meados da década de 1960 e início dos anos 1980, foi marcado por uma queda contínua da taxa, culminando com a crise de 1970-1980. O segundo, de 1982 a 1996, apresenta uma trajetória de recuperação da lucratividade. O terceiro período, a partir de 1997, é marcado por uma queda brusca da rentabilidade até a crise de 2001 e posteriormente por uma recuperação instável, mantendo-se no nível dos anos turbulentos de meados de 1970-1980. A tendência de variação do valor adicionado do setor privado não rural, obtida pelo filtro HodrickPrescott, manteve, em todos os anos, uma correspondência estreita com o movimento da taxa de lucro calculada a partir do patrimônio líquido.

⁶ Outra medida de alavancagem utilizada nas análises financeiras das empresas é a razão dívida sobre receitas (debt to income ratio). A correlação entre essa medida de alavancagem e aquela dada pela razão total de ativos sobre patrimônio líquido é alta para o setor corporativo não financeiros dos EUA, sendo o R^2 igual a 0.68 para o período entre 1960 e 2015.

Gráfico 4: Taxa de lucro sobre patrimônio líquido do setor corporativo não-financeiro e tendência (filtro HP) de variação do valor adicionado do setor privado não rural (eixo da direita) – EUA:

1960-2015



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do fluxo de fundos do FED, BEA e NBER.

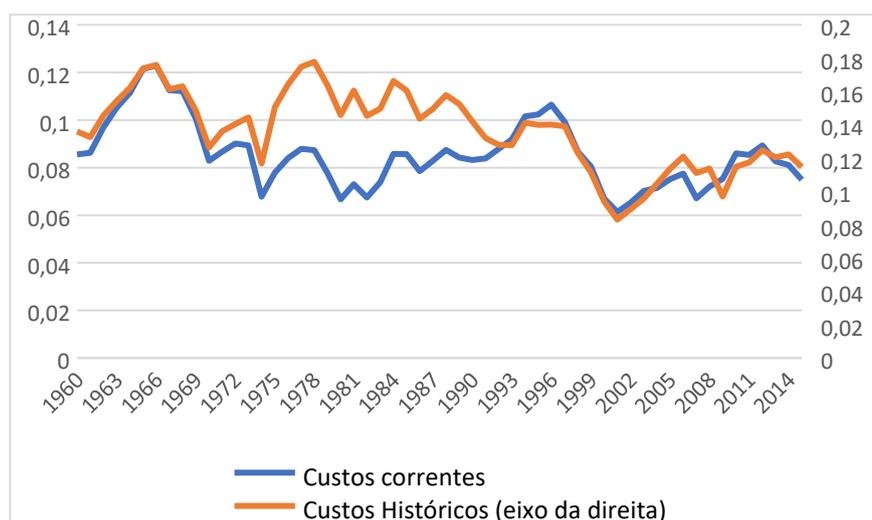
Nota: As áreas sombreadas representam períodos de recessões.

O gráfico 5 apresenta a taxa de lucro sobre capital próprio tanto a custos históricos quanto a custos correntes, apenas para o setor não financeiros, uma vez que os dados a custos históricos não estão disponíveis para o setor financeiro⁷.

Pode-se, agora, analisar separadamente os fatores que levaram a essa dinâmica na lucratividade do patrimônio líquido. O gráfico 6 apresenta o comportamento tanto da taxa de retorno sobre ativos (ROA) (painel a) quanto do nível de alavancagem do setor corporativo não financeiro (painel b). Como observado, a ROA apresenta uma tendência mais ou menos contínua de queda até 1982, passando a certa estabilidade entre esse ano e 1997, voltando a cair a partir de então. A crise dos anos 1970-1980 e seus resultados parecem, assim, ter interrompido a tendência de queda no retorno sobre o total de ativos, mas a queima de capital não parece ter sido suficiente para sustentar um novo período de crescimento dessa variável.

⁷ Os dados de fluxo de fundos FED apresentam o patrimônio líquido tanto a custos históricos quanto a custos correntes. No entanto, a construção dessa variável a custos históricos considera apenas os ativos não financeiros, enquanto os ativos financeiros são tomados a custos correntes. Apesar de o nível da taxa de lucro, quando utilizadas cada uma dessas variáveis no denominador, apresentar níveis distintos para todo o período, seu movimento difere apenas entre 1974 e 1990, podendo tal diferença ser atribuída ao aumento da inflação nesse período. Dada a similaridade no movimento da taxa de lucro sobre o patrimônio líquido a custos correntes e históricos, em especial no período de interesse desse trabalho, apenas a primeira é considerada nessa seção.

Gráfico 5 - Retorno sobre capital próprio do setor corporativo não-financeiro a custos históricos e a custos correntes – EUA: 1960-2015



Fonte: Elaboração própria com base nos fluxos de fundos do FED.

Por sua vez, a alavancagem apresentou um movimento contínuo de aumento entre 1960 e meados dos anos 1990, sendo que a partir de 1983 essa tendência sofreu importante aceleração. Essa passou a cair a partir de 1994, chegando a um ponto de mínimo no ano de 2007. A crise de 2001 apresenta-se como momento de inflexão no movimento dessa variável⁸.

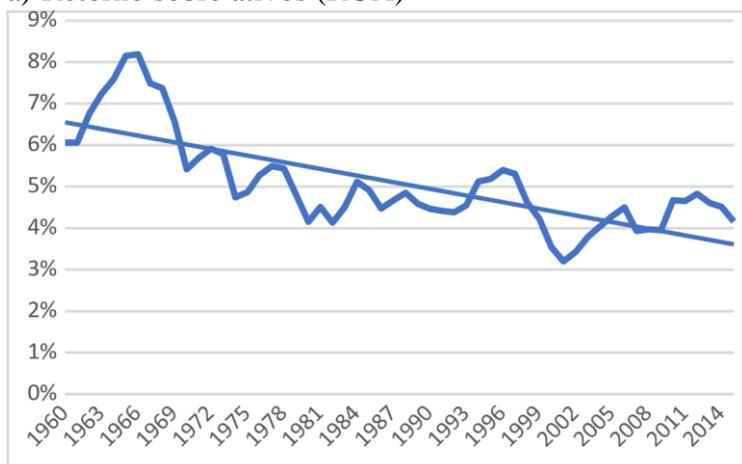
A recuperação na taxa de lucro sobre o patrimônio líquido entre 1982 e 1993 deveu-se, assim, inteiramente à expansão da alavancagem dessas empresas. Quando essa perdeu fôlego e passou a se reduzir, a lucratividade caiu bruscamente, até o ponto da crise de 2001. A queda só não foi maior porque o retorno sobre o total de ativos apresentou certa recuperação após esse ano, muito em função da destruição de certos ativos durante a crise do início dos anos 2000 e seu crescimento menos acelerado após esse período⁹.

⁸ O patrimônio líquido é igual ao total de ativos menos o total do passivo. A alavancagem pode, assim, ser escrita como o total de ativos dividido pelo total de ativos menos o total do passivo: $A/(PL = A - P)$, a qual é sempre maior que 1 quando a empresa detém algum passivo. Dessa forma, sempre que ocorre um aumento nos ativos, seja em sua quantidade, seja em seu valor contábil, o nível da alavancagem tende a cair caso o passivo permaneça constante. No limite, essa relação tenderia a 1. Períodos de formação de bolhas, como aquele vigente no final dos anos 1990, podem levar, assim, à redução nos níveis de alavancagem medidos dessa maneira. Como consequência, uma análise mais detalhada dos determinantes do movimento dessa variável deve focar-se tanto no comportamento das variações nos passivos das empresas quanto nos seus ativos e a possibilidade de reduções aparentes devido à formação de bolhas.

⁹ De acordo com dados do fluxo de fundos, o total de ativos do setor corporativo não financeiros cresceu 79% nos seis anos que antecederam a crise de 2001. Nos seis anos posteriores à crise esses cresceram mais lentamente, sendo 51% maiores em 2007.

Gráfico 6 - Componentes da taxa de lucro sobre patrimônio Líquido do setor corporativo não financeiro – EUA: 1960-2015

a) Retorno sobre ativos (ROA)



b) Alavancagem



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FED

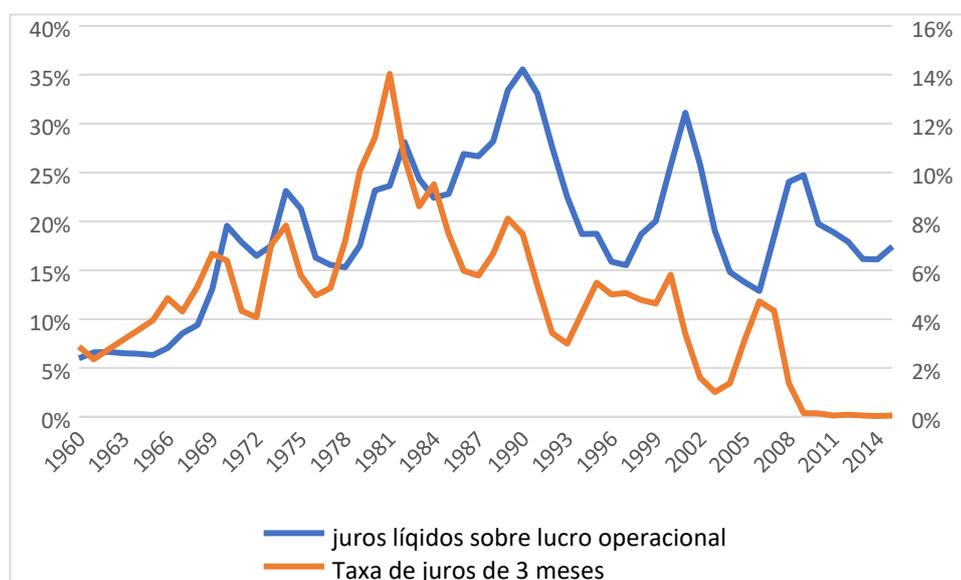
O aumento da alavancagem também mantém uma relação estreita com a expansão do capital e o retardamento de sua queima. Segundo Marx (1986), o sistema de crédito capacita um crescimento da produção para além dos limites que seriam dados apenas pelo capital próprio dos capitalistas. Através do uso do capital de terceiros, é possível que, ao menos por certo tempo, ocorra um descolamento entre o rendimento do capital total investido e o rendimento sobre o capital próprio (GERMER, 1994). Essa elasticidade permite que o processo de acumulação, o qual se reflete contabilmente na expansão dos ativos das empresas, prossiga mesmo quando a lucratividade geral sobre esses é baixa e declinante. Para Marx:

Se o sistema de crédito aparece como a alavanca principal da superprodução e da superespeculação no comércio é só porque o processo de reprodução, que é elástico por sua natureza é forçado aqui até seus limites extremos, e é forçado precisamente porque grande parte do capital social é aplicada por não-proprietários do mesmo, que procedem, por isso,

de maneira bem diversa do proprietário, que avalia receosamente os limites de seu capital privado, à medida que ele mesmo funciona. Com isso ressalta apenas que a valorização do capital, fundada no caráter antitético da produção capitalista, permite o desenvolvimento real, livre, somente até certo ponto, portanto constitui na realidade um entrave e limite imanentes à produção, que são rompidos pelo sistema de crédito de maneira incessante. O sistema de crédito acelera, portanto, o desenvolvimento material das forças produtivas e a formação do mercado mundial, os quais, enquanto bases materiais da nova forma de produção, devem ser desenvolvidos até certo nível como tarefa histórica do modo de produção capitalista. Ao mesmo tempo o, crédito acelera as erupções violentas dessa contradição, as crises e, com isso, os elementos da dissolução do antigo modo de produção. (MARX, 1986, p. 335, grifo nosso)

O recurso ao endividamento como meio de contornar os problemas de lucratividade sobre o capital próprio são possíveis, assim, apenas dentro de certos limites. Na medida em que a alavancagem chega a um patamar elevado, os custos desse comportamento restringem seu próprio prosseguimento. Uma das formas em que esse limite se apresenta pode ser verificada na proporção que o pagamento de juros assume em relação à massa de lucro. O gráfico 7 apresenta essa relação e a compara com o movimento da taxa de juros dos papéis de curto prazo nos EUA. Até o começo dos anos 1980, quando o crescimento da alavancagem era menos acelerado, o pagamento de juros em relação ao lucro acompanhava de maneira estreita as variações da taxa de juros. No entanto, a aceleração no endividamento entre 1982 e 1994 levou a um descolamento no comportamento entre essas duas variáveis. A partir desse período o impacto dos aumentos na taxa de juros de curto prazo sobre seus pagamentos em relação ao lucro foi muito maior que nos anos anteriores. Ao mesmo tempo, a alavancagem respondeu ao aumento do peso dos juros no lucro, reduzindo-se, de maneira mais ou menos defasada, sempre que esses pagamentos atingiram um ponto de máximo.

Gráfico 7: Participação dos juros no lucro operacional líquido e taxa de juros de 3 meses (eixo da direita) – EUA: 1960-2015



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do fluxo de fundos do FED e FRED

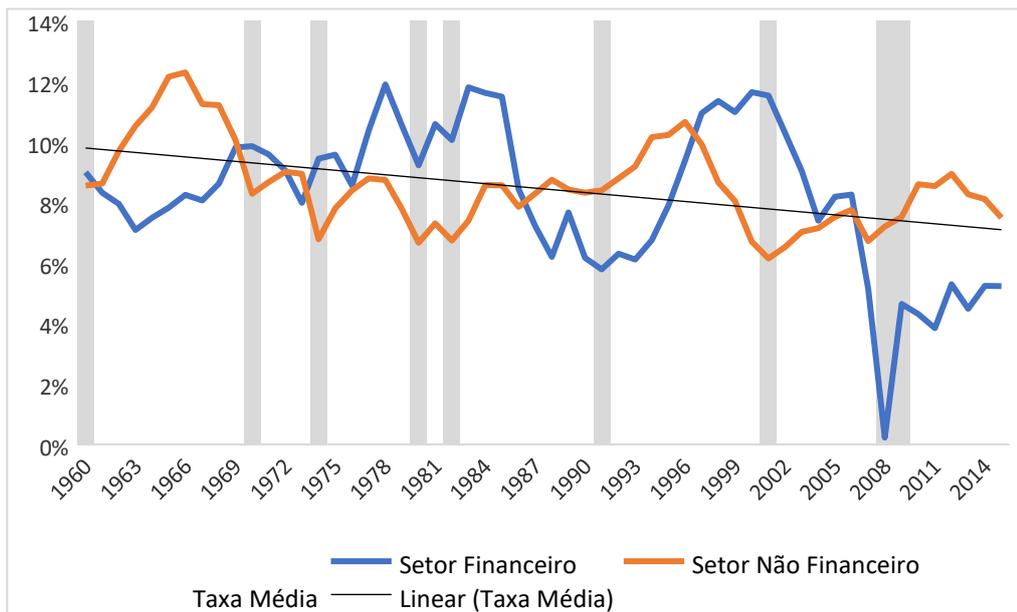
O recurso ao uso do capital de terceiros, na medida em que impulsiona o lucro sobre o capital próprio, possibilita o prosseguimento da acumulação de capital mesmo em bases financeiramente frágeis (esse é o princípio do risco crescente de Kalecki). No entanto, novos limites são engendrados, os quais acabam por minar o prosseguimento desse mecanismo e se refletem em uma queda na taxa de lucro sobre o capital próprio. Em última instância, portanto, a recuperação da taxa de lucro depende da queima de capital. Essa tende a ser ainda mais violenta dada a magnitude que o capital assume, inclusive em suas formas financeiras, devido ao efeito do crédito (ROBERTS, 2016, p. 96-97).

A mesma análise pode ser feita agora para o setor corporativo financeiro. O gráfico 8 apresenta o comportamento da taxa de lucro sobre patrimônio líquido para as corporações financeiras e não financeiras¹⁰. Inicialmente o comportamento dessa variável para os negócios financeiros não apresenta uma tendência clara de queda, mas é marcada por ciclos sucessivos. Seu movimento é marcado por uma dinâmica inversa daquela do setor não financeiro: nos momentos em que uma apresenta queda a outra presencia recuperação e vice-versa. No entanto, ambas as taxas aparentam gravitar ao redor da tendência linear da taxa média geral de lucro, indicando pressões para sua equalização.

O movimento de seus componentes indica, por sua vez, um peso mais significativo para a alavancagem nesse setor. Dada a magnitude elevada de ativos financeiros que esses negócios carregam, sua taxa de retorno sobre eles é relativamente baixa se comparado às empresas não financeiras. A ROA desse setor, que vinha mais ou menos constante entre 1960 e o final dos anos 1970, apresentou uma tendência de queda a partir do início da década de 1980, recuperando-se momentaneamente entre 1993 e 1998 (gráfico 9, painel a). Por sua vez, a alavancagem cresceu nesse mesmo período, disparando a partir de 1993 até a crise de 2001. A partir de então essa diminui, podendo estar relacionada tanto à formação de bolhas de ativos quanto a reduções no passivo (gráfico 9, painel b). Com a queda mais acelerada da ROA após a crise das empresas ponto.com, aliada à redução na alavancagem, a taxa de lucro sobre o patrimônio líquido caiu de maneira acentuada no período, atingindo seu nível mais baixo na crise de 2008.

¹⁰ A taxa de lucro média é igual média de cada setor ponderada pela participação de seu patrimônio líquido no total. O fato de ela seguir de perto a taxa de lucro do setor não financeiro é porque esse responde por uma magnitude muito grande do patrimônio líquido total do setor corporativo.

Gráfico 8: Taxa de lucro sobre patrimônio líquido do setor corporativo financeiro, não financeiro e média – EUA: 1960-2015



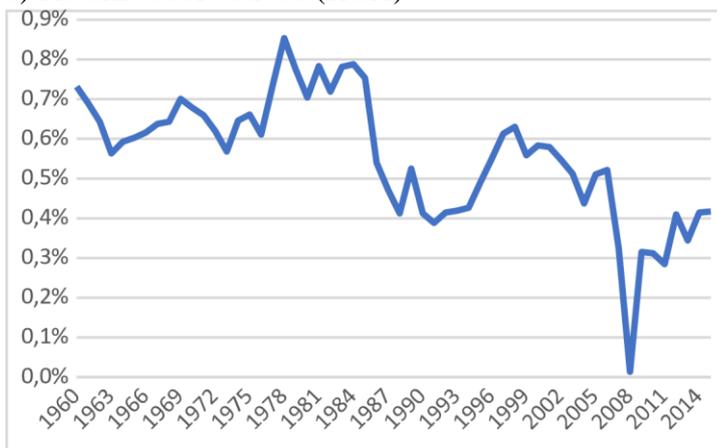
Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos fluxos de fundos do FED.

Nota: As áreas cinzas representam períodos de recessões.

Analisando-se o comportamento da taxa de lucro média para os setores em conjunto, percebe-se que, dada a participação maior do patrimônio líquido dos negócios não-financeiros no total, o movimento de sua rentabilidade domina o movimento médio (gráfico 10). No entanto, a recuperação da rentabilidade média entre os anos 1980 e meados dos anos 1990 é menos pronunciada para o setor corporativo considerado como um todo. Após 1997 essa volta a cair, não sendo capaz que superar os 8% em nenhum ano a partir de então (KLIMAN; WILLIAMS, 2015).

Gráfico 9: Componentes da taxa de lucro sobre patrimônio Líquido do setor corporativo financeiro – EUA: 1960-2015

a) Retorno sobre ativos (ROA)



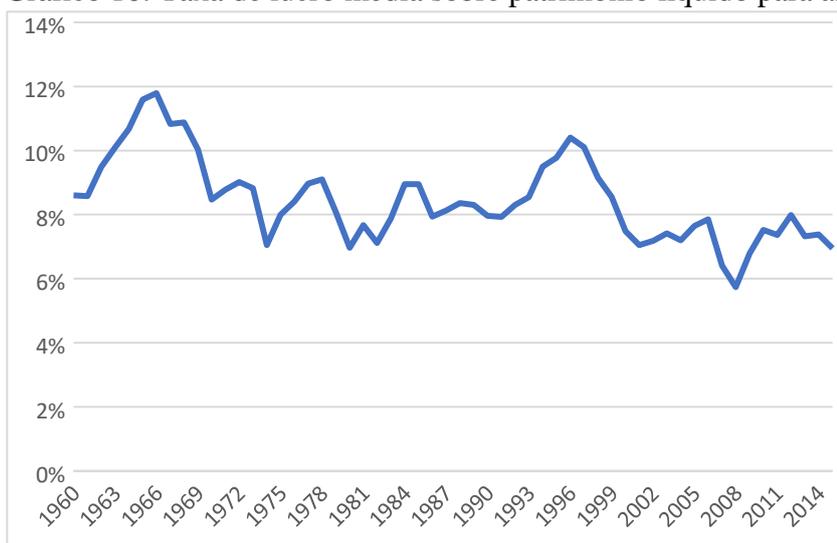
b) Alavancagem



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos fluxos de fundos do FED

Tomada em conjunto, a ROA média foi declinante desde 1960, sem reversão de tendência com a crise dos anos 1970 e 1980 (gráfico 11, painel a). Por sua vez, a alavancagem explodiu após esse período, atingindo um teto no final dos anos 1990, sendo incapaz tanto de seguir sua expansão quando de retroceder de maneira significativa a partir de então (gráfico 11, painel b). Dessa forma, na ausência de uma queima de capital profunda, a qual tornasse possível a recuperação do retorno sobre o total de ativos, e dada a aparente dificuldade de expansão da alavancagem, a taxa de lucro sobre o patrimônio líquido permanece baixa, sem indicar possibilidades de recuperação.

Gráfico 10: Taxa de lucro média sobre patrimônio líquido para ambos os setores – EUA: 1960-2015



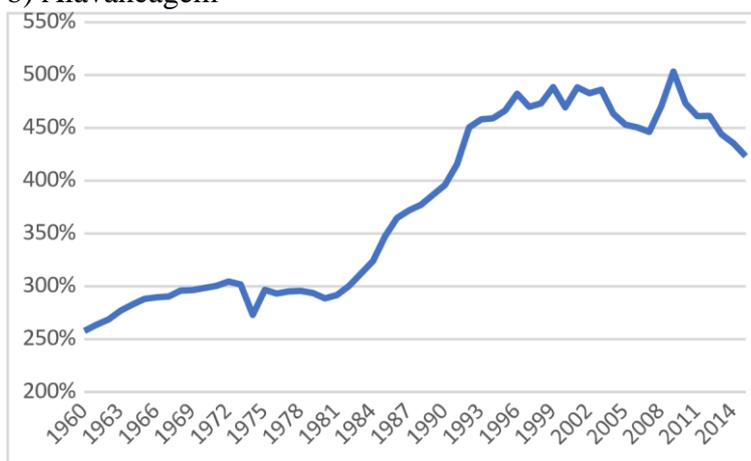
Fonte: Elaboração própria a partir de dados de fluxos de fundos do FED

Gráfico 11: Componentes da taxa de lucro média sobre patrimônio para ambos os setores – EUA: 1960-2015

a) Retorno sobre ativos (ROA)



b) Alavancagem



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de fluxos de fundos do FED

Considerações Finais

A mensuração da taxa de lucro, apesar de sua centralidade no processo de valorização, apresenta inúmeros desafios. Esses aparecem tanto no âmbito contábil quando nas análises sobre seu movimento secular. As sucessivas formas que o capital assume dentro de seu circuito, os diferentes tempos de rotação dessas formas, a proporção em que essas existem em cada período e em cada unidade de acumulação, bem como suas funções distintas, levam à necessidade de um desenvolvimento da mensuração da lucratividade que acompanhe tais mudanças. A expansão financeira das últimas décadas é, talvez, a questão mais importante a ser incorporada nessa tarefa.

Nesse artigo foi sugerida uma resposta para essa questão nos exercícios de mensuração da taxa de lucro. Um aspecto central é o critério de mensuração do capital adiantado, ou seja, se esse deve ser realizado a custos históricos ou a custos correntes. Um segundo elemento são os tipos de ativos que

devem ser considerados em seu cálculo. Argumentou-se aqui, que o aumento do peso dos ativos financeiros no balanço das empresas capitalistas requer que esses sejam, de alguma forma, incorporados nas mensurações sobre a lucratividade. Conjuntamente, dado que o tempo de rotação desses ativos é muito mais acelerado que em comparação ao capital fixo, sua incorporação tende a minorar as diferenças entre a taxa de lucro a custos históricos e a custos correntes.

Os exercícios deixam claro o papel que as reduções nas taxas de juros e o aumento no endividamento corporativo tiveram na sustentação da recuperação econômica após a crise dos anos 1970-1980. O artigo mostrou que o recurso ao endividamento tornou o processo de acumulação nos EUA mais elástico. Esse possibilitou uma recuperação da taxa de lucro sobre patrimônio líquido mesmo na ausência de recuperação da rentabilidade sobre o total do capital investido. A partir dos anos 1980 esse movimento foi evidente para o setor corporativo não financeiro. No entanto, o recurso à alavancagem para a manutenção de retornos elevados sobre o capital próprio apresenta limites. O aumento do endividamento potencializa os efeitos da taxa de juros sobre a proporção dos juros pagos sobre os lucros, os quais tendem a inibir o prosseguimento da alavancagem na ausência de novas reduções nas taxas de juros. Por sua vez, essas reduções têm um efeito negativo sobre a queima de capital e mesmo incentivam sua expansão. Esse processo se expressa na dificuldade de recuperação da rentabilidade sobre o total de ativos, a qual impede uma recuperação sustentada da lucratividade.

Outro resultado importante encontrado foi em relação ao comportamento que o retorno sobre o patrimônio líquido mantém nos setores financeiros e não financeiros. Apesar de apresentarem taxas distintas ao longo do tempo, essas parecem gravitar em torno de uma mesma média, sucedendo-se nos períodos de alta e baixa. Essa tendência não é encontrada quando se analisa o retorno sobre o total de ativos e o retorno sobre o capital fixo.

Considerando o movimento da taxa média de lucro sobre o patrimônio líquido, percebe-se que os elementos que deram sustentação à sua retomada, até o final da década de 1990, foram se esgotando, o que fez com que essa caísse de maneira acelerada até a crise de 2007-08. A alavancagem atingiu um limite nos anos antes da crise das empresas ponto.com, e o capitalismo estadunidense foi incapaz de ultrapassá-lo desde então. Por sua vez, a taxa de retorno sobre os ativos, apesar de mais ou menos estável após 2001, manteve-se em um patamar relativamente baixo, sem capacidade de recomposição.

Esses fatores indicam a dificuldade para a retomada da taxa de lucro, seja sobre o total de ativos, seja sobre o capital próprio, na ausência de uma queima profunda de capital. As taxas de juros atingiram seu patamar mais baixo após a crise de 2008, sendo limitada a possibilidade de uma nova dinâmica de reduções contínuas como se deu a partir de 1982. Por sua vez, o excesso de endividamento das empresas tem levado mais a pressões para desalavancagem do que de uma nova rodada de expansão nos débitos.

Na ausência de queima de capital, mesmo de capital fictício, as saídas propostas para a crise estrutural do capital buscam aprofundar os mecanismos clássicos para a recuperação, qual sejam, aumento da exploração, intervenção dos Estados em favor do capital e exportação de capital, típicos do neoliberalismo. Esses processos também encontram barreiras, sejam elas no âmbito social, político ou de conflito internacional. Assim, o limite para o capital segue sendo o próprio capital.

Referências Bibliográficas

BOYER, Robert. Assessing the impact of fair value upon financial crises. *Socio-Economic Review*, [s. l.], v. 5, n. october, p. 779–807, 2007.

BRYER, Rob A. Accounting and control of the labour process. *Critical Perspectives on Accounting*, [s. l.], v. 17, n. 5, p. 551–598, 2006.

CIPOLLA, Francisco Paulo; PINTO, Geane Carolina Rodrigues. Crítica das teorias da financeirização. *Revista Sociedade Brasileira de Economia Política*, [s. l.], n. 27, p. 6–28, 2010.

DOMINCZAK, Pedro R. R. Investigando a financeirização pelos seus teóricos. Dissertação (Mestrado em Política Social) – Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, 2014.

EARLY, James. Profitability Indicator Ratios. Investopedia. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/university/ratios/profitability-indicator/>>. Acesso em 01 mar. 2018.

FEDERAL RESERVE BOARD. Flow of Funds. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/RELEASES/Z1/current/default.htm>. Acesso em: 27 ago. 2017.

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, 2013.

GERMER, Claus M. O Sistema de Crédito e o Capital Fictício em Marx. *Ensaio FEE*, [s. l.], v. 15, n. 1, p. 179–201, 1994.

GROSSMAN, Henryk. *The Law of Accumulation and the Breakdown of Capitalist System: Being also a theory of crises*. London: Pluto Press, 1992 [1929].

HAGEL, John et al. Success or struggle : ROA as a true measure of business performance. Deloitte University Press, [s. l.], p. 4–18, 2013.

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

HUSSON, Michel. La hausse tendancielle du taux de profit. 2010b. Disponível em: <La hausse tendancielle du taux de profit>. Acesso em: 13 jul. 2017.

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.

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 destruction of capital” and the current economic crisis. New York, 2009. b.

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

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

LEVY, Jonathan. Accounting for Profit and the History of Capital. *Critical Historical Studies*, [s. l.], v. 1, n. 2, p. 171–214, 2014.

MARX, Karl. O Capital: Livro III Vol IV. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

MILAN, Marcelo. A Crise Financeira nos EUA: Causas, Consequências e Desdobramentos Teóricos. *REVISTA Soc. Bras. Economia Política*, São Paulo, nº 33, p. 103-145, 2012.

NBER. US Business Cycle Expansions and Contractions. National Bureau of Economic Research. Disponível em: <http://www.nber.org/cycles.html>. Acesso em: 17 ago. 2017.

NORFIELD, Tony. *The City*. New York: Verso, 2016.

ROBERTS, Michael. Debt matters. 2012. Disponível em: <<https://thenextrecession.files.wordpress.com/2012/11/debt-matters.pdf>>. Acesso em: 2 jan. 2018.

ROBERTS, Michael. *The Long Depression*. Chicago: Haymarket Books, 2016.

SHAIKH, Anwar. The first great depression of the 21st century. *Socialist Register*, [s. l.], v. 47, p. 44–63, 2011.

SHAIKH, Anwar M.; TONAK, E. A. *Measuring the Wealth of Nations: The Political Economy of National Accounts*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.