UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE FILOSOFIA, LETRAS E CIÊNCIAS HUMANAS
DEPARTAMENTO DE HISTÓRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM HISTÓRIA ECONÔMICA

**A FLORESCÊNCIA TARDIA: BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO
E MERCADO GLOBAL DE CAPITALIS (1989 – 2000).**

Tese apresentada ao departamento de História da
Faculdade de filosofia, Letras e Ciências Humanas
da Universidade de São Paulo para a obtenção do
título de Doutor em História Econômica.

JOSÉ JOBSON DO NASCIMENTO ARRUDA

Orientador: Prof. Dr. José Eduardo Marques Mauro.

São Paulo

Fevereiro de 2008

**Para os meus pais, Maria Arminda e José
Jobson; Mari e Vivi, referências centrais na
minha vida.**

***À minha Mãe, Santa Maria de Guadalupe, que
mora e reina no Céu, me incitou e amparou ao
longo deste percurso, sem os quais não haveria
logrado êxito na realização desta tese.***

AGRADECIMENTOS

Agradecimentos são sempre insuficientes, porque todos aqueles que são lembrados merecem muito mais do que essas páginas podem contemplar. Como em todas as teses, inúmeras foram as pessoas que ajudaram na feitura, sem cuja colaboração e disponibilidade, dificilmente esse trabalho teria chegado a termo.

Meu orientador, José Eduardo Marques Mauro, acolheu-me integralmente e sem reservas, apostando nessa empreitada, a despeito das singularidades inerentes à minha própria trajetória. Ao longo desses anos, com sua presença atenta, discreta e, acima de tudo, gentil, confiou nos rumos propostos; guiando-me por entre a multiplicidade de horizontes que se apresentavam.

A CAPES concedeu-me suporte financeiro e institucional, durante quatro anos, tão logo iniciei no programa de pós-graduação; consistindo em amparo fundamental ao longo desse percurso.

Ao Programa de Pós-Graduação em História Econômica, devo a oportunidade que me fora proporcionada, sem cuja afiliação não teria sido possível a realização dessa tese. Aos seus coordenadores, desde a época em que ingressei no mesmo, Professores Eni de Sâmara Mesquita, Esmeralda Ruiz Blanco, Pedro Puntoni e Vera Lúcia do Amaral Ferlini, apresento meus mais sinceros agradecimentos. Osvaldo, Priscila, Andréia e Romeu, funcionários do Departamento de História, e Sonia da Cátedra Jaime Cortesão, foram sempre solícitos e atentos, nunca permitindo que questões de ordem burocrática se tornassem em barreira insuperável.

Gostaria de fazer uma menção especial à Professora Vera. A essência das nossas relações está alojada no campo restrito das relações pessoais e verdadeiras.

Nos conhecemos desde sempre, não sendo por acaso que a primeira disciplina que cursei, após o ingresso na Pós-graduação, foi ministrada por ela, momento decisivo para a circunscrição do argumento.

No exame de qualificação, além das contribuições da Professora Vera, recebi do Professor Ruy Gomes Braga Neto sugestões fundamentais para o aprimoramento desse trabalho. Parte essencial da bibliografia, indispensável à feitura dessa tese, me foi apresentada no seu curso ministrado no Departamento de Sociologia.

Parte substancial da formação necessária a confecção desse projeto foi obtida nos quadros do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP, particularmente nos Programas de Pós-graduação em Teoria Econômica e de Economia Aplicada. José Ricardo Barbosa Gonçalves foi meu guia primeiro nesse novo ambiente acadêmico. Aliás, nem poderia ser diferente: quase um tio, algo que remonta às nossas relações mais tenras. Nesse sentido, orientou-me na eleição das matérias ideais e introduziu-me aos novos mestres e colegas. Com seu espírito crítico atilado, leu e comentou o projeto inicial, e, mais tarde, foi fundamental para a síntese da estrutura de abordagem do problema apresentado. A Professora Maria Alejandra Caporale Madi colaborou de forma crucial para a construção do arcabouço analítico dessa tese, pois, a partir de nossas conversas a tese se configurou. Agradeço também os comentários do Professor Mariano Laplane, que me fez enxergar as articulações nevrálgicas para o tratamento do tema.

Fernando Antonio Novais, presença constante, contribuiu de forma central para minha formação intelectual.

O diálogo, a cumplicidade e o amparo das queridas amigas Milena Fernandes de Oliveira, Joelly Ungaretti Pinheiro e Ana Hutz tornaram o trabalho mais alegre e suave.

Márcia Monteiro foi minha orientadora informal, antes mesmo de ter ingressado no Programa de Pós-Graduação. Precursora e amiga, foi companhia cotidiana e desvelada durante a fase de elaboração da pesquisa. Tive, em sua companhia, acesso ao trabalho inédito do Sr. João Diana, funcionário mais antigo da BOVESPA em atividade, a quem sou muito grato pelo desprendimento em permitir que me utilizasse da sua pesquisa.

Eduardo Rocha Azevedo abriu-se sem reservas em entrevista, de forma cortês e disponível. Foi quem me apresentou a Horácio de Mendonça Netto, a quem também agradeço muito pela boa conversa. Não fosse a possibilidade desses diálogos, essa tese teria sido incompleta, desde que as informações por eles oferecidas não estão disponíveis de outras formas.

Devo a Angela Moraes e Ricardo Borgo o empenho na edição primorosa do texto e dos gráficos, que se colocaram à disposição para além do que seria devido.

Aos Padres Octaviano Elizondo, LC, Alexandre Paccioli, LC e Octávio Ventura, LC, meus Diretores Espirituais, conduziram-me à Verdade, condição única a conferir sentido a todas as coisas. É no bojo dessa questão que essa jornada é validada de forma definitiva. Ir. Antoine Coelho, LC, inteligência penetrante, ouviu-me recorridas vezes, oferecendo-me sua amizade e seu tempo, tão escasso. Agradeço a Toda a Legião de Cristo e ao Movimento Regnum Christi pelo espírito verdadeiro de fraternidade.

Meus queridos amigos, Andréa e Robert Chacra, Flavia e Marcelo Michaluá, Emanuela e Pedro Michaluat, Renata e Gustavo Rizzo, Maria Fernanda Carvalho,

Renata Piva de Albuquerque e Fernando Bayeux de Araújo são os companheiros de todas as horas: presenças especiais que elegi para a vida toda.

Tenho a sorte de poder contar sempre com o apoio da família, deixando aqui expressos meus sinceros agradecimentos a todos. José Guilherme do Nascimento Malheiro, mais que meu primo mais novo, é meu amigo em todas as horas, sobretudo nas alegres. Dedicou, nos momentos finais, dias de suas férias para classificar os recortes de jornais. À Lenita, sempre pródiga em zelar por mim, o fez nos momentos decisivos da redação do texto, sem economizar em seu afeto.

Meu pais, José Jobson e Maria Arminda, são o lastro essencial da minha vida. Me guiaram nesse processo, compartilhando comigo incondicionalmente todos os momentos, desde as primeiras idéias até a redação final, doando a si mesmos de forma desinteressada, reflexo de amor irrestrito.

Minha irmã, Mariana, referência primacial, não lograria expressar melhor a natureza de nossas relações senão me apropriando de suas palavras: “somos irmãos de sangue, somos irmãos de alma, somos irmãos de destino”.

À Vivi, minha companheira, aquela que Deus concebeu para mim desde a eternidade. Nela eu encontro o respaldo incondicional, o apoio irrestrito. Desde que estamos juntos - somos juntos - tornei-me uma pessoa melhor, sinal inequívoco do nosso eterno e desmedido amor.

“Onde está o argumentador deste século? Deus não tornou louca a sabedoria deste século? Com efeito, visto que o mundo por meio da sabedoria não reconheceu à Deus na sabedoria de Deus, aprouve a Deus pela loucura da pregação salvara aqueles que crêem... Pois o que é loucura de Deus é mais sábio do que os homens, e o que é fraqueza de Deus é mais forte do que os homens”.

São Paulo, I Carta aos Coríntios, 1: v. 21-25.

“Somente o próprio Messias conclui todo acontecimento histórico justamente ao liberá-lo de sua relação com o messiânico mesmo... É por isso que o Reino de Deus não é o telos da dynamis histórica; não se pode fazer dele um fim”.

BENJAMIN, W. Fragmento Teológico-Político.

RESUMO

A relação entre a BOVESPA e o mercado financeiro globalizado é o eixo central desse trabalho. A forma pela qual uma instituição centenária, surgida em país periférico, gradativamente se atrela ao movimento do grande capital tornando-se um dos players globais, é a sua especificidade. O desdobramento dessa problemática nuclear se dá em três níveis.

Primeiro, pela busca de conexões entre as crises do capitalismo em distintas temporalidades, a Crise de 1929 e as crises dos anos 1990, cujo elo se estabelece na busca de um denominador comum, detectado no estado de expectativa discutido por Keynes, que remete à natureza do capitalismo financeirista na sua dimensão fictícia descoberto por Marx.

O segundo nível se faz por via da caracterização da estrutura econômica, alicerçada no capitalismo da era da globalização, em que a dimensão financeira se torna dominante e na qual as crises de sobreacumulação transformam-se em crises de acumulação por despossessão, forma perversa de desvalorização e revalorização de ativos financeiros, por via da reciclagem. O terceiro nível envolve a análise da trajetória da Bolsa de valores de São Paulo em seu percurso centenário que, nos anos 1990, a transforma em instituição compatível com suas congêneres internacionais, ocupando o primeiro lugar disparado entre as bolsas brasileiras e o primeiro na América Latina. O enlace entre micro e macro história, o diálogo permanente entre as determinações mais gerais e as experiências locais dão a tônica metodológica ao estudo.

ABSTRACT

The relation between the São Paulo Stock Exchange and the financial market in the globalization scenario is the central axle of the present work. The way in which a centennial institution is blossomed in a peripheral country like Brazil and gradually joins the movement of the great capital to ultimately become one of the international players, is its specificity. The unfolding of such a nuclear problematic occurs in three levels. At the first level, there is a quest for the connections among the crises of capitalism which have erupted in distinct temporalities. For instance, the 1929 crisis and the 1990's crises, whose link is established along the search for a common denominator, detected in the Keynesian concept of expectation, which sends to the nature of the financial capitalism in its fictitious dimension uncovered by Marx. The second level happens through the characterization of an economic structure whose foundation was laid in the Capitalism of Globalization Era where the financial dimension becomes dominant, the over-accumulation crises is changed into accumulation crises for dispossession, a perverse form of depreciation and revalorization of financial assets through recycling. The third level is a comprehensive analysis of the São Paulo Stock Exchange in its centenarian course which by the 1990s becomes not only a financial institution compatible with the international ones, but also the most important stock trading center in Brazil, and the largest one in Latin America. The unique encounter between micro and macro history and the permanent dialogue between most general events and local experiences give to the present study a methodological tone.

ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

PÁGINA

CAPÍTULO I

1.1 Patrimônio dos investidores institucionais em anos selecionados entre 1986 e 1997	55
1.2 Evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimento nos anos de 1995, 1996 e 1997	57
1.3 Evolução dos ativos financeiros, 1970-1985	73
1.4 Evolução dos ativos financeiros de janeiro de 1980 a dezembro de 1995	74
1.5 Patrimônio líquido dos fundos de investimento norte-americanos em anos selecionados entre 1970-1995	77
1.6 Liquidez de Mercado: volume anualmente negociado nas principais bolsas brasileiras entre 1986 e 1996	87

CAPÍTULO II

2.1 Expansão da dívida externa dos países latino-americanos, 1977-1987 (referência: dívida total em % do PIB)	124
--	------------

CAPÍTULO III

3.1 Participação da BOVESPA no mercado acionário brasileiro de 1993 a 1994	169
3.2 Participação dos investidores estrangeiros no volume total negociado no ano de 1998	189

3.3 Evolução comparativa das bolas de valores de Nova York e IBOVESPA, de 1981 a 1995	191
3.4 A BOVESPA no concerto mundial das bolsas de valores em 1996	193
3.5 Valor transacionado sobre o PIB pelo mundo entre 1998-1996	195
3.6 Valor transacionado sobre o PIB pelo mundo entre 1998-1996	196
3.7 Valor transacionado sobre o PIB pelo mundo entre 1998-1996	199
3.8 Valor transacionado sobre o PIB pelo mundo entre 1998-1996	200
3.9 Concentração de mercado – valor transacionado entre 1991-1998	200
3.10 Concentração de mercado – valor transacionado entre 1991-1998	205

CAPÍTULO IV

4.1 Empresas de capital aberto e empresas que abriram o capital com emissão primária de ações e registro em Bolsa (IPOs)	217
4.2 ADRs negociadas nas bolsas norte-americanas, NYSE, AMEX e NASDAQ de 1990 a 1995	249
4.3 Captação bruta de recursos na América Latina em 1996 e 1997	250
4.4 Evolução do PIB brasileiro de 1990 a 2000 (referência: milhares de dólares)	252
4.5 Taxa de juros interbancário (taxa Selic) entre 1995 e 2000	253
4.6 Reservas internacionais brasileiras (1990-1999)	254
4.7 Evolução comparativa das bolas de valores de Nova York e IBOVESPA, de 1981 a 1995	255
4.8 Patrimônio dos Fundos de Investimento considerados pos tipos fundos em dezembro de 1996	257

4.9 Empresas de capital aberto e emissões primárias de ações (IPOs) (referência: 1980-2000).	259
4.10 Capitalização bursátil/ capitalização de mercado	260
4.11 Concentração de mercado na BOVESPA entre 1990-1999	261
4.12 Liquidez de Mercado: volume anualmente negociado nas principais bolsas brasileiras entre 1986 e 1996	262
4.13 Hierarquização das dez maiores EFPP por patrimônio e por massa abrangida em julho de 1997	263
4.13.1 Hierarquização das dez maiores EFPP por patrimônio e por massa abrangida em julho de 1997	264
4.13.2 Hierarquização das dez maiores EFPP por patrimônio e por massa abrangida em julho de 1997	264
4.14 Ingresso de financiamento externo líquido em países emergentes entre 1993 e 1997	266
4.15 Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos entre 1993 e 1996	267
4.15.1 Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos entre 1993 e 1996	267
4.15.2 Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos entre 1993 e 1996	268
4.15.3 Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos entre 1993 e 1996	268
4.16 Mercados futuros entre 1990 e 2001	270

A FLORESCÊNCIA TARDIA: A BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO E MERCADO GLOBAL DE CAPITAIS (1989 – 2000).

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. CAPÍTULO I – Mundialização financeira, crises e capital fictício.....	23
1.1 Prolegômenos.....	24
1.2 A Crise de 1929 e o afrouxamento monetário.....	28
1.2.1 Circunstanciamentos.....	28
1.2.2 Organização monetária internacional e Crise de 1929.....	30
1.2.3 Crises, uma interpretação pós-keynesiana.....	40
1.2.4 Considerações preliminares.....	50
1.3 Crises e Instabilidade no pós-II Guerra Mundial.....	65
1.4 Mercados futuros e capital fictício.....	82
2. CAPÍTULO II - Capitalismo, globalização e crises de sobreacumulação....	96
2.1 A era do capitalismo globalizado.....	97
2.2 Crises, temporalidades e sobreacumulação.....	115
2.3 Cartografia das crises.....	126
3. CAPÍTULO III - BOVESPA: do mercado de compadrio à inserção global.	149

3.1 BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO: breve história de uma trajetória centenária.....	150
3.2 O caso Nahas: um relato emblemático.....	170
3.3 Institucionalização do mercado de capitais: fundos, bancos e profissionalização.....	186
 4. CAPÍTULO IV – BOVESPA: a florescência tardia.....	208
4.1 Prolegômenos.....	209
4.2 A vocação neoliberal.....	212
4.3 Desenvolvimento econômico: a questão do financiamento e mercado de capitais no Brasil.....	224
4.4 Do acordo de Bretton Woods ao Consenso de Washington: do liberalismo ao neoliberalismo econômico.....	232
4.5 A Bolsa Brasil.....	246
 CONSIDERAÇÕES	
FINAIS.....	271
ANEXOS II: GRÁFICOS.....	282
ANEXOS I: ENTREVISTAS.....	291
Sobre as entrevistas.....	290
FONTES.....	356
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	364

INTRODUÇÃO

INTRODUÇÃO

PROBLEMAS DA HISTÓRIA DO TEMPO PRESENTE: HISTÓRIA FINANCEIRA E BOLSA DE VALORES.

O objeto desta tese é a Bolsa de Valores de São Paulo entre 1989 e 2000. Os marcos iniciais e finais correspondem, respectivamente, à crise da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, aliado à queda dos regimes socialistas; e a criação da Bolsa Brasil. O tema seria por si só relevante se se ativesse, exclusivamente, ao campo da história econômica brasileira, especialmente em sua dimensão da história financeira, porque conduz a questão da dinâmica da economia do país nos anos recentes. Mas, o objeto considerado é ponto de partida para a compreensão da questão do financiamento em economia periférica via mercado de capitais, particularmente através da bolsa de valores, impondo uma reflexão que pretenda ir mais além, pois o movimento do capital financeiro, em escala mundial, incorpora diretamente o Brasil. Significa, nesse sentido, que a abordagem não pode se furtar ao tratamento do macro tema da globalização, que aponta para transformações cruciais do capitalismo. Seja em sua natureza intrínseca, seja por seu recorte cronológico, a problemática a ser discutida aloja-se na extrema contemporaneidade. Poder-se-ia considerar mesmo que ultrapassa os limites da chamada história contemporânea, especialmente se considerarmos os marcos propostos por Eric Hobsbawm na sua concepção de curto século 20.¹

¹ Considera-se, neste caso, que o século não se fecha nos limites estreitos dos cem anos tradicionais. Prevalece seu significado histórico, assumindo-se que, nestes termos, o século possa ter mais ou menos de um século. O longo século 19 tem como limites históricos a Revolução Francesa e a eclosão da I Grande Guerra. Assim sendo, o século 20 teria início em 1914 e findaria em 1989, data em que se comemora a queda do muro de Berlim, um século reduzido a apenas 75 anos. Cf.

Este recorte de notória atualidade não pode ser assumido como dado. Tem que ser problematizado em termos do seu significado historiográfico, pois, a tradição disciplinar firmou-se nas análises de temas do passado e não de objetos tão imersos no presente imediato, cujos efeitos não se fizeram sentir em sua inteireza, cujos agentes encontram-se ainda em plena atividade, assim como o próprio pesquisador que está imerso na mesma trama do seu tempo. A questão fundamental refere-se à possibilidade ou impossibilidade de se conhecer objetos tão próximos do observador, questão esta que poderia lançar por terra a indispensável objetividade, tendo em vista o compartilhamento entre o objeto de estudo e as referências do seu intérprete.

Foi exatamente a vivência desta condição, que se encontra na origem da reserva dos historiadores, especialmente daqueles que, por sua obra e projeção, conseguiram enquadrar o campo semântico da história, como foram os grandes mestres, que eram majoritariamente especialistas no medievo e na modernidade. O tratamento dos temas do presente não foi, portanto, território específico da disciplina histórica, tal como acontece com as ciências sociais. Não estariam, entretanto, os cientistas sociais sujeitos às mesmas peias constrangedoras que afastaram os historiadores destas fatias cronológicas? Não seria possível atribuir-lhes as mesmas dificuldades, a despeito das diferenças entre as disciplinas?

Todavia, todos os grandes mestres construtores dos paradigmas disciplinar no século 20, reconheciam, unanimemente, a correlação inextricável entre a história do presente e a história do passado. Marc Bloch afirmava que a incompreensão do passado nascia da ignorância do presente; Lucien Febvre dizia que a análise do

presente poderia dar a régua e o compasso da pesquisa histórica.² Wiltold Kula radicalizou, ironizando a clássica relação entre história e documentação, afirmando que o produto mais acabado do passado é o nosso presente, “a mais rica e a menos utilizada das fontes históricas”.³ Talvez isto explique porque a obra de Fernand Braudel mantivesse um diálogo cerrado com o presente. *O Mediterrâneo e o Mundo Mediterrâneo na Época de Filipe II* é um exemplar da razão histórica hegemônica no tempo em que foi escrito, a primeira metade do século XX. *Civilização Material e Capitalismo* não deixa de ser a busca de compreender a economia informal generalizada na França nos anos 60, no chamado primeiro andar do capitalismo moderno. O reencontro da França consigo mesma no pós-guerra, imersa nos impasses da sua reconstrução, não se desprende dos três volumes de *L’identité de la France*.⁴

Há uma grande distância entre afirmar a incontornável relação presente-passado e reconhecer o estatuto de história válida para a história do presente. Evidentemente, o problema não deixa de ser central, uma vez que toda retórica historiográfica, há longo tempo sedimentada, baseou-se na concepção de que o objeto do historiador é o passado, embora obras tenham sido escritas sobre problemas do tempo imediato, a exemplo do livro de Ernest Lavisse sobre a história econômica da França que, em sua edição de 1923, trouxe já um balanço do impacto causado pela Primeira Grande Guerra.

² Citado por CHAUVEAU, A. e TÉTART, P. “Questões para a história do presente”. In: CHAUVEAU, A.; TÉTART, P. (Org.). **Questões para a história do presente**. Bauru: EDUSC, 1999. p. 10.

³ KULA, W. “História e Economia: a longa duração”, originalmente publicada em *Annales ESC*, n. 2, p. 249-313, mars-avril, 1960. **Estudos Históricos**, n.º 7. Marília: 1968. p. 187.

⁴ Refiro-me às três grandes obras de Fernand Braudel: **O Mediterrâneo e o Mundo Mediterrâneo**. 1ª edição (1949). 2 v. São Paulo: Livraria e Editora Martins Fontes, 1983; **Civilização Material, Economia e Capitalismo: Séculos XV-XVIII**. 3 v. São Paulo: Livraria e Editora Martins Fontes, 1995; **L’identité de la France. Espace et Histoire**. 3 v. Paris: Arthaud-Flammarion, 1986.

A grande ruptura historiográfica ocorrida em meio aos anos 1970, responsável pela emergência da *Nova História*, (apesar da maioria de seus seguidores identificarem-se como continuadores da tradição da *Escola dos Annales*) pouco mudou no que concerne ao lugar da história do presente em meio à pluralidade dos novos objetos e abordagens. O espaço concedido a Jean Lacouture, para expor seu pensamento concernente à História Imediata,⁵ quase nada significou num conjunto que privilegiava a história das mentalidades e, por decorrência, enfatizava a primazia da longa duração em relação ao tempo curto. A curta duração era ponto de partida para conjugar-se ao movimento do tempo longo, visto predominantemente no prisma dos fenômenos culturais.

O primeiro problema que se põe com relação ao significado e validade deste novo recorte histórico é sua própria duração. Quando começa a história do tempo presente? Depende da pergunta que se faz ao tempo. No plano dos eventos históricos há meio século, com o findar da II Guerra Mundial. No plano historiográfico, com o lançamento das coleções sobre história imediata por grandes editoras.⁶ Institucionalmente, com a criação, em 1978, do Instituto de História do Tempo Presente e, mais do que isto, sua legitimação pelo sistema de apoio à pesquisa ao constituir laboratórios acolhidos pelo CNRS. Desse modo, se o presente não é um dado, pois depende da questão que se faz ao tempo, ele tem o estatuto de uma noção. Não por outro motivo, os próprios historiadores sempre aderiram à assertiva de Benedetto Croce de que “toda a história é sempre história

⁵ LACOUTURE, J. “L'Histoire Immédiate”. In: LE GOFF, J.; CHARTIER, R.; REVEL, J. (Org.). **La Nouvelle Histoire**. Paris: CEPL, 1979. p. 270-293. René REMOND considera que “a crise da Nova História expressou-se também por um certo número de retornos, retorno da história-relato, da biografia, do acontecimento, mas sobretudo da história política”, história política esta que muitos confundem com história imediata porque os historiadores que nelas militam são mais ou menos os mesmos. RÉMOND, R. “O retorno do político”. In: *Questões para a história do presente*. Op. cit., p. 51 e 53.

⁶ A primeira destas coleções é a *Ce jour-là* da Robert Lafon, de 1958; a segunda é a coleção *Kiosque* da Armand Colin, de 1959; e a terceira, *L'Histoire Immédiate* da Editions du Seuil, de 1962.

contemporânea”, afirmação que, se desdobrada, obriga a que se trabalhe de modo conseqüente com a própria noção de contemporaneidade, colocando em foco os critérios a partir dos quais se define a relevância de certos acontecimentos.

No caso do objeto dessa tese, trata-se da própria história do tempo presente, recobrando o último decênio do século 20; uma história imediata na sua acepção mais rigorosa. Um fenômeno da atualidade, amplifica os problemas, pois

seus delineamentos são confundidos nesse turbilhão denso e indistinto de mensagens, nesse imenso rumor mundializado de um “atual” triturado, amassado, transformado sem trégua, sob o triplo efeito da mediatização do acontecido, da ideologização do ato e dos efeitos da moda na nossa apreensão de um curso da história? Se nosso presente é doravante uma sucessão de flashes, de delírios partidários e de jogos de espelhos, como sair dele para erigi-lo em objeto de investigação histórica?⁷

Ao assumir integralmente tal afirmação, o que está inviabilizado é a própria existência da história como domínio do conhecimento, ou, pelo menos, da impossibilidade de analisar qualquer objeto do presente.

Talvez a questão central do historiador contemporâneo seja exatamente questionar o seu próprio tempo, indagando-se sobre a impressão de uma história rarefeita e atemporal, produzida e reproduzida nas imagens midiáticas, por apresentarem tanto imaginários desenraizados de seus territórios culturais, quanto à exaltação do permanentemente novo, provocando uma espécie de diluição da consciência histórica.

Esta história, de fato, por ser feita com testemunhas vivas e fontes proteiformes, porque é levada a desconstruir o fato histórico sob a pressão dos meios de comunicação, porque globaliza e unifica sob o fogo das representações, tanto quanto das ações, podendo ajudar a distinguir talvez de forma mais útil do que nunca o verdadeiro do falso. Pois ela tem como

⁷ RIOUX, J. P. “Pode-se fazer uma história do presente”. In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 41.

missão... mostrar a evidência científica das verdades materiais diante do esquecimento, da amnésia ou do delírio ideológico.⁸

Ao trabalhar a presença ativa do tempo na construção do contemporâneo, a história do presente, a história imediata, pode contribuir para recuperar o sentido existente no ordenamento do mundo.

Se um cânon historiográfico consegue constituir-se a partir da história do tempo presente, pode-se presumir a sua potencialidade no que tange ao aprofundamento do conhecimento histórico, na reavaliação de certezas já consagradas pela tradição clássica? O grande medievalista Jacques Le Goff pensa que sim, respondendo positivamente a esta questão. Ao refletir sobre a Guerra do Golfo afirma que é preciso inseri-la na longa duração do confronto entre cristãos e muçulmanos, pois se os iraquianos a utilizaram para estimular a resistência aos invasores, se as cruzadas perduram na memória coletiva dos muçulmanos, isto altera sua importância relativa na história.⁹ Em termos metodológicos, significa ler o presente com profundidade histórica, ancorado em fontes seguras, buscando elucidar o significado que carregam, hierarquizar os eventos, a distinguir o incidental do decisivo. De tal forma que o acontecimento do presente seja reconhecido pelos estudiosos do passado; mas, sobretudo, “integrá-lo numa longa duração e numa problemática na qual todos os historiadores de ontem e de hoje, de outrora e do imediato, se reúnam”.¹⁰ Sob o impacto da queda das torres do World Trade Center, Le Goff retornou ao problema. Refletiu sobre o papel e o lugar dos grupos radicais na história religiosa do Ocidente Medieval.¹¹

⁸ Idem, p. 49-50.

⁹ LE GOFF, J. “A visão dos outros: um medievalista diante do presente”. In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 95.

¹⁰ Idem, p. 102.

¹¹ “Eu não amo as religiões, mas há racionalidade nelas. Nas seitas, não há. As seitas para mim são totalmente condenáveis. Sou um partidário da tolerância, mas não creio que deva haver tolerância para com as seitas”. LE GOFF, J. **Folha de São Paulo**, p. 14, 4 ab. 2002. Caderno Mais.

A abordagem da história imediata exige, no entanto, cuidado e cautela redobrados, particularmente do que diz respeito ao tratamento das fontes. Esta é uma questão nevrálgica e geradora de polêmicas infindas. Argumenta-se sobre a escassez de fontes completas e documentos confiáveis, sobre as falsidades propositais, sobre os arquivos que ainda não foram abertos.¹² Contra argumenta-se com a enorme disponibilidade e profusão das fontes audiovisuais.¹³ De fato, se um problema existe para o historiador é exatamente o de não se deixar submergir diante da pletora de fontes. Mesmo os arquivos que permaneceram fechados, não conseguiram preservar o sigilo de seus conteúdos, por força da inconfidência de muitos de seus autores ou gestores. A enorme expectativa em relação à abertura dos arquivos secretos da ex-União Soviética, das polícias políticas dos finados países comunistas, do serviço de inteligência dos Estados Unidos, especialmente da CIA comandada por Herbert Hoover, ou mesmo do DOPS no Brasil, não invalidou o conhecimento produzido até então.

Uma parcela substantiva destas fontes de informação baseia-se nas publicações da grande imprensa que se tornaram essenciais para o trabalho de reflexão, especialmente, para o analista dos fenômenos da economia nos tempos atuais. Os fluxos e refluxos das bolsas de valores, toda gama de indicadores e índices econômicos indispensáveis à mensuração do ritmo de crescimento da economia, de desempenho do comércio exterior, da taxa de investimento ou da empregabilidade, são, em larga medida, dados colhidos em fontes de ampla

¹² BECKER, J. J. "Marxismo e comunismo na história recente". In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 66. O autor considera que se estas possibilidades ocorrem em variados momentos da história, foi na época do domínio do partido comunista que os problemas se exacerbaram. Diz ele: "Nenhuma outra organização política dispunha a tal ponto de *seus* arquivos, de *seus* historiadores, de *seus* institutos de história, de *seus* jornais, de *suas* editoras".

¹³ "O historiador do presente é um privilegiado em relação a seus confrades, pois ele praticamente jamais corre o risco de se encontrar privado dos documentos necessários para seu trabalho". Cf. BERNSTEIN, S.; MILZA, P. "Conclusão". In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 129.

divulgação. Por serem baseadas em relações numéricas, tais indicadores são mais duros, mas não necessariamente mais confiáveis, pois também estão sujeitos a manipulações, como ocorreu nos balanços de gigantes como a *Enron*, *World Com*, *Xerox*, *Merck*, e *Vivendi-Universal*.

De outro lado, reconhecemos a correlação entre as tendências disciplinares hegemônicas e a configuração histórica peculiar de uma determinada época, problema que já foi apontado por inúmeros especialistas.¹⁴ A história econômica e suas variantes, a história empresarial ou financeira, não foge a estas determinações. Afinal, já se fez tabula rasa do aforismo de que “não há neutralidade na história”. A humanidade é sua época; fruto de suas circunstâncias, sujeita, portanto, às correntes de pensamento que atravessam o momento de sua vivência e que se imbricam, por sua vez, com o próprio movimento da história. O fermento ideológico dos anos 1960 e 1970, fortemente lastreado no marxismo, criou uma espécie de idade do ouro da história econômica, por força das acirradas discussões em torno do destino do capitalismo, de sua crise anunciada, de sua redenção na organização das sociedades socialistas.

Na ótica de muitos economistas, a história econômica tendia a transformar-se em economia retrospectiva totalmente dominada pela lógica das ciências exatas, mais especificamente da matemática; quando praticada por historiadores, acentua-se o papel da política e da teoria econômica, tratadas no bojo do processo histórico. Ao conceber a análise dos fenômenos da vida material como um domínio capaz de permitir o conhecimento da totalidade histórica, Karl Marx preservou a estreita

¹⁴ Para o tratamento deste tema: Cf. ARRUDA, J. J. A. “Linhagens historiográficas contemporâneas: por uma nova síntese”. In: **Economia e Sociedade**. Revista do Instituto de Economia da Unicamp, n° 10, p. 175-192, jun. 1998.

relação entre a história e a análise econômico-social.¹⁵ Por isso, Carlo Cipolla afirmou que a ênfase nos fenômenos econômicos construía um problema para a especialidade.

A história econômica viria, assim, a encontrar-se numa situação absurda. Disciplina fundamentalmente humanista enquanto “história”, não lhe era fácil acompanhar a economia nas posições “não-humanas” em que esta última tinha vindo a entrincheirar-se. Por outro lado, enquanto declaradamente “economia”, a história econômica não podia cortar completamente as pontes com a teoria econômica.¹⁶

A despeito dos reclamos de Jean Bouvier, que faz coro à afirmação inicial de Hobsbawm, de que “existe apenas história”,¹⁷ por considerar a unidade inextricável entre economia e sociedade, o historiador argumenta que se a economia aparece como pano de fundo do social, não o pré-determina, cabendo “interpretar socialmente os diversos tipos de conjuntura e os diversos índices econômicos”.¹⁸ Todavia, a torrente da história econômica correu em direção ao rio caudaloso da economia dominada pela racionalização matemática, na qual os pressupostos guiam a análise e validam as conclusões, articulando a interpretação aos resultados, conduzindo à simplificação dos enunciados e dos modelos construídos.¹⁹

Segundo Carlo Cipolla, foram os anos 1950 e 1960 que testemunharam o boom deste tipo de história, quando aumentou significativamente a produção pela chegada de novos cultores. O resultado em termos de qualidade, entretanto, não foi auspicioso, avultando, como seria de se esperar, trabalhos excessivamente

¹⁵ A ênfase nesta relação atravessa praticamente toda a obra de Karl Marx, mas se explicita de modo mais enfático em sua obra magna **O Capital**. Crítica da Economia Política. Tradução Reginaldo Sant’Anna. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1971.

¹⁶ CIPOLLA, C. M. **Introdução ao Estudo da História Económica**. Lisboa: Edições 70, 1993. p. 113.

¹⁷ HOBBSAWM, Eric. **Sobre História**. Ensaios. São Paulo: Companhia das Letras, 1988.

¹⁸ CIPOLLA, C. Op. cit., p. 111.

¹⁹ BÉRTOLA, L. “Historia Económica y Economía: reflexiones sobre objeto y método”. In: **Anais do VI Congresso de História Económica e II Conferência Internacional de História de Empresas**. Curitiba, 2-5 de setdmbro. 2003.

técnicos, acessíveis apenas a um grupo limitado de iniciados, hermetismo ainda mais acentuado quando seus autores procediam da ciência econômica.²⁰

A crítica não se fazia por acaso. Os anos 1970 assistiram à implosão do mundo organizado pelas grandes potências no pós-guerra. A polarização entre os grandes contendores, Estados Unidos e União Soviética, perdera intensidade. A Guerra Fria degelou. As alianças em torno dos eixos polares desmobilizaram-se. O movimento da descolonização acelerou-se criando numerosas nações novas, cada uma delas reivindicando direito à sua própria história, à sua própria identidade. À atomização dos impérios seguiu-se a fragmentação dos objetos. O reconhecimento dos novos sujeitos, das minorias étnicas, raciais, religiosas, confessionais, sexuais, sustentando o nascimento de uma nova história, revalorizaram a narração, a operação descritiva, o tempo curto e o evento. A história econômica, quantitativa ou não, não poderia ficar imune a este impacto. Identificada com as totalizações da era braudeliana ou com os procedimentos altamente racionalizados do matematismo do real, perdeu seu lugar de primazia entre as especialidades do conhecimento histórico. Passou a ser, por muitos, identificada como um procedimento arcaico e que deveria ser substituída pela história da cultura, que a incorporaria como parte integrante de um novo *corpus* explicativo a partir das determinações mais gerais do universo simbólico.

Essa oscilação da historiografia e, em particular da história econômica desde a II Guerra Mundial, está bem caracterizada em um artigo sobre a “revolução cliométrica”, de Robert Whaples, que analisa as tendências da produção histórica de um dos principais periódicos da confraria, *The Journal of Economic History*, desde suas origens, em 1941, até a década de 1990. Nos anos 1950, dominavam os temas

²⁰ COLEMAN, D. C. **History and the economic past**. An account of the rise and decline of Economic History in Britain. Oxford: Oxford University Press, 1987. Passim.

relacionados à história empresarial, ao pensamento econômico, aos bancos e à metodologia. Com exceção da história bancária, os demais temas desapareceram da agenda nos anos 1960, substituídos pelos interesses no crescimento econômico, comércio, industrialização e agricultura. Em conexão com os estudos sobre agricultura, na década seguinte, nos anos 1970, prosperaram as pesquisas sobre a escravidão, entrando em recesso o interesse nas questões relacionadas com o crescimento econômico. Nos anos 1980, os trabalhos sobre os problemas agrários assumiram a liderança das publicações, seguidos pela história monetária, bancária, empresarial, e, sobretudo, explodiram os estudos sobre mercado de trabalho, de cujo desdobramento resultou, nos anos 1990, a intensificação das publicações sobre história demográfica, migração e padrões de vida.

Apesar do privilegiamento da abordagem de cunho quantitativo, a escolha dos temas sofreu a influência de movimentos históricos mais amplos que, em última análise, apontavam quais objetos eram relevantes e quais não possuíam o mesmo significado. Se os movimentos de descolonização no pós-Segunda Guerra Mundial explicam a exacerbação dos estudos sobre o crescimento econômico na década de 1960, bem como o interesse sobre a crise do imperialismo, foi o amplo movimento sobre os direitos civis nos Estados Unidos que despertou os pesquisadores para o tratamento da escravidão em perspectiva histórica e, daí, para os temas das minorias e da desigualdade na distribuição de renda.²¹

De modo ancilar, a história quantitativa esteve presente no âmago da escola dos *Annales*, especialmente nas teses de Ernest Labrousse, Le Roy Ladurie e Pierre Chaunnu, só para citar os mais importantes. Com maior ou menor excesso, os números eram utilizados como meios para se alcançarem conclusões qualitativas.

²¹ Idem, p. 291.

Chaunnu, ao demonstrar o peso do comércio Sevilha-América para o Império Espanhol; Ladurie, ao analisar a economia camponesa a partir dos ciclos climáticos; Labrousse, ao explicitar a relação entre os preços dos produtos de primeira necessidade, as tensões, as revoltas e as revoluções sociais.

Foi nos anos 1960, contudo, que a historiografia quantitativista atingiu o auge. Seu máximo expoente e divulgador foi Jean Marczewski, criador do *Institute de Science Economique Appliquée* (ISEA) e que sintetizou suas idéias no artigo *Qu'est-ce que l'histoire quantitative?*²² Nos Estados Unidos, esse papel coube a Robert William Fogel, que estabeleceu uma nítida clivagem entre o que denominava “história tradicional” e “história científica”, que seria exclusiva daqueles que aplicassem os “métodos quantitativos e os modelos de conduta elaborados pelas ciências sociais ao estudo da história”,²³ entendendo-se por história social, de toda evidência, a economia em sua face matematizável.

As críticas que se poderiam formular a estas proposições são muitas. Em primeiro plano, no lugar de um rigor incontestável, o que se instala é uma pretensa cientificidade, ou, pelo menos, um empobrecimento dos objetos analisados. A indispensabilidade dos números reduz o tempo histórico analisável, no máximo a duas centúrias, quando se pode falar em épocas estatísticas e, assim mesmo, nas sociedades ocidentais que passaram pela revolução industrial. A aceitação pelos cultores da cliometria que se incluíssem os números elaborados a partir de médias anteriores e posteriores nas séries estatísticas, de modo a preencher lacunas existentes na documentação, introduz um artifício perigoso à reconstrução

²² Artigo de 1961, republicado em MARCZEWSKI, J. **Introduction à l'histoire quantitative**. Genève/Paris: Droz, 1965. p. 11-51.

²³ Apud ARÓSTEGUI, J. **La investigación histórica: teoría y método**. Barcelona: Crítica, 2001. p. 122.

histórica.²⁴ Este procedimento é o que se convencionou chamar de simulação contrafactual, um recurso estatístico indispensável à elaboração de modelos formalizados matematicamente que, no limite, enveredava pela construção de modelos históricos, supondo condições de forma totalmente abstrata, uma vez que são logicamente construídas.

Mais do que criticar o procedimento dos cliometristas, importa entender os motivos da sua emergência. Segundo a opinião crítica de Josep Fontana: “Foi neste clima antiprogressista, em meio à vigilância ideológica inquisitorial dos anos da ‘guerra fria’, que nasceu ‘a nova história econômica’”.²⁵ A observação revela a percepção das relações entre a difusão do quantitativismo econômico e a emergência de um clima político-ideológico peculiar.²⁶

A chamada crise das ciências humanas, com ela a da historiografia em geral e, em particular, da história econômica, ocupa grande parte dos debates nas décadas finais do século 20. A crise das grandes propostas paradigmáticas representadas pelo marxismo, pela escola dos *Annales*, pelo quantitativismo estruturalista, pela história das mentalidades, manifesta-se na vasta proliferação de trabalhos de fundamentação teórica, de argumentação metodológica, de defesa de posições assumidas, de críticas entre tendências, enredando todos numa verdadeira batalha pela disciplina. Se, de um lado, o horizonte apresenta-se disperso e até

²⁴ ARRUDA, J. J. A. “História e crítica da história quantitativa”. **Revista de História**. São Paulo, n. 110, p. 463-481, 1977.

²⁵ FONTANA, J. **História: análise do passado e projeto social**. Bauru: EDUSC, 1998. p. 191.

²⁶ ARÓSTEGUI, J. **La investigación histórica: teoría y método**. Barcelona: Crítica, 2001. p. 123.

confuso, fertilizado por modismos e *revivals*,²⁷ de outro, revela-se vigoroso em sua incansável busca por novas formas de expressão.²⁸

A fase da história econômica mobilizada pela econometria, isolada das condições históricas, apegadas aos modelos matemáticos, foi vigorosamente questionada. Ressurge, com força, reflexões de grandes pensadores da economia, como Joseph Schumpeter, para quem a experiência histórica sempre foi absolutamente indispensável à compreensão dos processos econômicos. Não apenas dos acontecimentos de caráter puramente econômicos, mas também daqueles de feição “institucional”, capazes de estabelecer a relação entre o econômico e o não-econômico, entre a economia e as demais ciências sociais.²⁹ Nesse viés, a história econômica eleva-se à condição de ciência humana e social ao lado das suas congêneres.³⁰

Nos anos 1980, na esteira da deglaciação da guerra fria, “o recuo do marxismo engendrou uma libertação historiográfica das superestruturas, relegadas até então ao plano de secreções do substrato sócio-econômico”.³¹ Em decorrência, duas tendências da mesma raiz se firmaram, sendo, por isso, fenômenos mutuamente referidos: o ocaso de uma certa modalidade da história econômica, equivocadamente identificada ao determinismo; a precipitação da história cultural elevada à condição de nova musa dos intelectuais. Em 1977, o antropólogo Clifford Geertz foi literalmente proclamado a referência dos historiadores.³² No entanto, a

²⁷ Idem, p. 129.

²⁸ Fontana remete a um certo tipo de marxismo a responsabilidade maior pela implosão dos paradigmas nos fins do século 20, sobretudo “o fracasso das expectativas que se haviam depositado em formas elementares e catequéticas do marxismo”. Cf. FONTANA, J. Op. cit., p. 9.

²⁹ SCHUMPETER, J. **História da Análise Econômica**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1954.

³⁰ “Just as economic life is an inherent and inseparable part of every individual life, economic history is an inherent inseparable part of history”. Cf. SUTCH, R. “The third task of Economic History”. **The Journal of Economic History**. v. 51, n. 2, p. 272-273, June, 1991.

³¹ SIRINELLI, J. F. “Ideologia, Tempo e História”. In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 88.

³² Referido por KUPER, A. **Cultura: a visão dos antropólogos**. Bauru: EDUSC, 2002. p. 156.

centralidade da história cultural não pode ser atribuída, apenas, ao questionamento das visões dominantes nos anos 1960-1970, tampouco do marxismo como perspectiva intelectual de análise. Ela resulta da necessidade de refletir sobre o papel e o lugar privilegiado da cultura em nossa própria sociedade, a explicar, em parte, a tendência a que se autonomize o cultural, que passa a subsumir as outras esferas da vida social. No entretanto, a história econômica, tal como era praticada, acaba por perder legitimidade na nova hierarquia estabelecida pelo cânone disciplinar, sendo levada a redefinir os seus problemas analíticos.

No entanto, ela ressurge como especialidade importante exatamente no fluxo das questões do presente, quando se constata que a condição de autonomia da cultura é mais aparente do que objetiva. Dito de outra maneira: o domínio da cultura nas nossas sociedades resulta, antes, da acentuação do caráter cultural assumido pelas mais diversas situações coletivas, manifestando-se, especialmente, na esfera do consumo, que, atualmente, aprofundou as dimensões simbólicas dos bens, visíveis na publicidade e nos veículos de comunicação; a culturalização da vida social caminha *pari passu* com a imaterialidade do dinheiro, com a sensação de desenraizamento do capital e da perda de concretude das relações, fenômeno revelado por Karl Marx, quando analisou o que denominou de “capital fictício”;³³ a analogia entre o domínio da cultura e o nublamento da materialidade da riqueza e das relações é fenômeno característico do capitalismo pelo menos desde o pós-II Guerra Mundial, aprofundando-se nos dois últimos decênios.

Coerentemente com essas propostas, os sistemas financeiros podem ser considerados manifestações centrais desse fenômeno de desmaterialização característico do mundo atual, tendo como correlato a sensação de enfraquecimento

³³ MARX, K. **O Capital**: crítica da economia política. Livro III: O processo global de produção capitalista, volume V. Tradução Reginaldo Sant’Anna. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1974. esp. cap. 29.

da densidade histórica, visível na cristalização do presente, perpetuado no futuro, na perda de substância do passado. Nesse enredo, essa tese se propõe a percorrer um caminho inverso: buscará as conexões com os acontecimentos do passado para chegar às origens de certas configurações; perseguirá a particularidade de um tecido histórico que expressa, dentre as suas diferenciações, extrema volubilidade, revelada num ritmo histórico singularmente avassalador, típico da história do tempo presente; tentará caracterizar a particularidade de um sistema financeiro de amplitude mundial, mas que se singulariza ao mover-se na Bolsa de Valores de São Paulo, pervertendo seus pressupostos clássicos. São esses os problemas da reflexão a que se propõe e que se distanciam de uma análise do tempo presente, entendida como desprendida das suas raízes históricas. É nesse contexto, que a questão das fontes ganha realce.

A história do tempo presente tem como material estratégico as fontes orais. Neste caso o especialista e as suas fontes encontram-se frente a frente no campo do estudo, vivenciando a condição de serem ambos sujeito e objeto do processo de conhecimento. De outro lado, estou consciente do alerta de Jacques Le Goff: a história oral é uma das mais frágeis que existe. Mas, uma série de salvaguardas e precauções pode fazer dela fonte insubstituível, para quem se aventure no terreno do tempo imediato. Desde o livro clássico de Paul Thompson, *The Voice of the Past. Oral History*, publicado em 1978, um inventário inesgotável foi construído em 1990, relacionando mais de 300 títulos relativos a fontes orais.³⁴ Entre nós, as publicações especializadas e as reuniões científicas se sucedem, alargando o campo de atuação da história oral, multiplicando os repertórios disponíveis. As fontes orais não são inferiores ou superiores às fontes escritas, mas têm as limitações próprias de sua

³⁴ Cf. FRANK, R. "Questões para as fontes do presente". In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 104.

natureza, pois raramente são espontâneas, uma vez que se estabelece uma relação de cumplicidade entre o pesquisador e a testemunha. O lado obscuro dos testemunhos orais vincula-se aos labirintos da memória: lembrança e esquecimento são seus componentes inseparáveis. Deve-se estar atento, pois, para os esquecimentos forçados por ideologias políticas, por traumas sociais ou motivações estéticas.³⁵ Equivale dizer, “o historiador do presente dialoga com sua própria fonte e trabalha, portanto, sob vigilância”.³⁶

A mesma hermenêutica envolvida no tratamento das fontes escritas aplica-se ao tratamento das imagens, dos testemunhos orais, das informações colhidas na imprensa. Se os depoimentos orais não podem ser tomados em si mesmos, como se fossem auto-evidentes, igualmente as fontes originárias da imprensa não podem ser tomadas como mera expressão de opiniões circunstanciais, pois são parte de todo um sistema cultural, hoje dominante, que compreende os outros veículos de informação e produção de mensagens.³⁷ Neste território particular, as reflexões sobre o tempo presente trabalham com matérias semelhantes àsquelas utilizadas pelos jornalistas, comumente tomando-os como fontes importantes, acabando por realizar, desse modo, o encontro entre os profissionais de áreas diversas e com objetivos diferentes. Os jornalistas, açodados pelo acicate do prazo e pela necessidade de produzir textos num fluxo contínuo, são vistos como escritores voltados para o esquecimento, uma espécie de “Sísifo do Efêmero”.³⁸

³⁵ Cf. FERRO, M. “Les oublis de L'Histoire”. In: **La mémoire et l'oubli, dirige**, par LAPIERRE, N. Communications, 49, Seuil, Paris, 1989, p. 57-66.

³⁶ “O historiador deve explicar, selecionar para hierarquizar... O historiador está lá para tentar compreender o que há de representativo ou não no depoimento... Se a testemunha não se reconhece no trabalho do historiador, este tem o dever de reconsiderar sua cópia, seja para confirmar as conclusões desta, desta vez com todo o conhecimento de causa, seja para combiná-las, modificá-las ou corrigi-las”. Idem, p. 116.

³⁷ BERNSTEIN, S.; MILZA, P. “Conclusão”. In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 130.

³⁸ RIOUX, J. P. “Entre a história e o jornalismo”. In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 120.

A mudança do panorama derivou, de um lado, do reconhecimento do caráter polissêmico dos acontecimentos, exigindo a multiplicação das abordagens; de outro, de que as visões de longa duração tendiam a isolar os historiadores, privando-os de acuidade na percepção do imediato. As publicações de grandes casas editoriais, organizadas em coleções que oscilavam entre a história e o jornalismo, corroboram esta tendência. Jornalistas como Jean Lacouture não se contentavam em registrar os ecos da atualidade. Almejam a condição de verdadeiros historiadores do instante, realçando o procedimento retrospectivo, o enlace entre passado e presente, buscando superar a fugacidade inerente à profissão. Reciprocamente, historiadores consagrados passaram a freqüentar o ambiente das redações, os estúdios de televisão, as emissões de rádio, convivendo com os profissionais de imprensa nas casas editoriais.³⁹ O resultado traduziu-se na qualidade das análises empreendidas pelos jornalistas, visíveis em sínteses temáticas escritas especialmente nos momentos comemorativos. A existência de bases de dados arquivadas nas redações e de rápido acesso, as consolidações parciais elaboradas nos suplementos, a construção de dossiês, deram outra densidade ao trabalho jornalístico, passando a aproximar-se da reflexão de historiadores, segundo a avaliação de Jean-Pierre Rioux. Noutros termos, o jornalismo “pôs-se à escuta do presente para iluminar uma volta para o passado”.⁴⁰

Da conjunção plural de todos estes suportes, submetidos ao procedimento crítico e reflexivo a que me proponho, buscaremos elucidar a representatividade da Bolsa de Valores de São Paulo no período – selecionado, tendo em vista a sua relevância para o problema proposto –, no entrecruzamento da história financeira do país, com o movimento das finanças em escala mundial, cujo tema de reflexão

³⁹ Idem, p. 123.

⁴⁰ SIRINELLI, J. F. “Ideologia, tempo e história”. In: **Questões para a história do presente**. Op. cit., p. 91.

considero fundamental para a compreensão do capitalismo contemporâneo. Por meio do tratamento da BOVESPA, pretende-se examinar dimensões cruciais do financiamento numa economia periférica como a brasileira, destacando as especificidades da sua realização, segundo uma análise, que tem por pano de fundo, o movimento do capital financeiro no concerto do mundo globalizado.

Tratar de uma organização como a Bolsa de Valores, significa assumir, seguindo a sugestão de Rondo Cameron,⁴¹ que os aspectos institucionais não somente penetram as considerações de longo prazo, como também a formação das racionalidades específicas, na variada e complexa rede de relacionamentos que determinam a conduta dos atores, inclusive a própria vivência do investigador. A eleição de um tema de corte institucional, a exemplo da BOVESPA, obriga a uma análise amplificada, em que uma gama complexa de interações de vária natureza abarca desde as escalas mínimas, de caráter local, às escalas máximas, que remetem ao próprio movimento do capitalismo em nossa época. Aí se condensam a materialidade e a imaterialidade, pois traduzem “a história das relações sociais de produção, da circulação e consumo de mercadorias, do universo mental e simbólico dos produtores e consumidores”.⁴² As Bolsas de Valores são *locii* representativos desse nosso tempo.

Tendo em vista os horizontes delineados por esse vasto cenário, elaboramos a problemática dessa tese a partir das reflexões teórico-metodológicas e do andamento da pesquisa que, como sabemos, muitas vezes nos conduz por sendas imprevistas, reelaborando as temáticas inicialmente projetadas, conferido-lhes mais

⁴¹ Apud BÉRTOLA, L. Op. cit., p. 8.

⁴² ARRUDA, J. J. A. Publicado originalmente com o título “A História Econômica e a ‘nova Nouvelle Histoire’”. In: **Anais do IX Encontro da ANPUH-MG**. Juiz de Fora: 1994. p. 72-89. Foi republicado sob o título “Linhagens historiográficas contemporâneas: por uma nova síntese histórica”. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 10, 175-191, p. 185-186, jun. 1998.

densidade pelo entrecurzar das leituras bibliográficas, da documentação arquivística e da artesanaria típica de toda reflexão dessa natureza.

A arquitetura do trabalho envolve quatro grandes pilares. No primeiro, CAPÍTULO I – Mundialização financeira, crises e capital fictício, acentamos os fundamentos, buscando na emblemática Crise de 1929, referencias essenciais à compreensão das crises financeiras dos anos 1990, sobretudo por constituir-se, em nossa ótica, em marco decisivo para a readequação dos sistemas monetário e financeiro internacional, sobre cujos pressupostos teria se sedimentado uma forma renovada e hegemônica de acumulação de capital. A partir dessa constatação, buscaremos esmiuçar as circunstâncias desse processo, a partir do movimento especulativo do capital financeiro, em sua lógica peculiar sublimada na década de 1990, mais que tem suas raízes fincadas no longínquo *Bretton Woods*. O retorno à Keynes em sua análise sobre o estado de expectativa que entranha a subjetividade dos investidores, e a conexão que daí se pode estabelecer com as análises de Marx sobre o capital fictício, escande um diálogo atemporal travejado entre pensadores críticos e criativos, finaliza este capítulo.

O segundo esteio, plantado nesse alicerce, CAPÍTULO II – Capitalismo, globalização e crises de sobreacumulação, descortina um grande cenário, largamente sedimentado em bibliografia atualizada, fere o tema da globalização, categoria genérica, mas que pode ser adensada pela lógica hegemônica do capital financeiro. O embate entre capitalismo e globalização nos remete, novamente, à temática das crises, com uma particularidade que, pensamos, pode ter sua originalidade, ou seja, trata da questão fulcral das temporalidades para cujo delineamento exige-se volver aos problemas de fundo do sistema capitalista, suas renovadas formas de acumulação, variando da sobreacumulação à acumulação

molecular, que se explicita no rastreio das crises orquestradas pela poderosa máquina das finanças internacionais.

Lastreado nas colunas anteriores, projetamos o CAPÍTULO III – BOVESPA: do mercado de compadrio à inserção global, em que buscaremos, na trajetória histórica de uma instituição singular, a Bolsa de Valores de São Paulo, explicitar os impasses de organismos dessa espécie aclimatados em ambientes impróprios, sobretudo quando lançados, pelas forças telúricas do grande capital, à condição de *players* internacionais, momento em que a história local, periférica, emergente, é colhida pelo movimento do grande capital financeiro, perdendo sua identidade original, mas inscrevendo-se no hall das instituições ascendentes no espaço da globalização. Nesse passo, ensaiamos um exercício de arqueologia histórica remontando à origem centenária da BOVESPA, bem como um experimento de história oral, consubstanciada em depoimentos de figuras ímpares, absolutamente estratégicas na compreensão de sua história imediata, por terem sido atores de um evento chave na determinação dos rumos da instituição.

Finalmente, fincamos a última estaca, que dará completude ao trabalho, um edifício histórico em duplo sentido, da BOVESPA e da própria tese, metáfora que remete ao artefato histórico como perene construção. A história detalhada, minudente, necessariamente mais descritiva e narrativa do que analítica, não pode se esgotar em si mesma. Torna-se o ponto de partida para, já inserida na grande história geral do capitalismo contemporâneo, conduzir-nos a um cenário mais amplo, em escala local, dentro do qual se move a história do mercado de capitais em São Paulo, objeto do CAPÍTULO IV – A florescência tardia. Estabelece-se aqui os paradigmas da vocação liberal e seu papel nos constrangimentos sócio-políticos-culturas que repontam nas questões atinentes ao financiamento através do mercado

de capitais no Brasil, dimensão complexa, que não pode ser alavancada sem o retorno ao núcleo duro do sistema mundial, o conjunto institucional que implementa a política econômica da potência hegemônica, expressa no Consenso de Washigton e no resultado prático de suas decisões, mensuráveis concretamente na massiva demonstração quantitativa, fruto de pesquisa verticalizada, que, consideramos, explicitará de modo inequívoco o lugar da Bolsa Brasil.

**CAPÍTULO I: MUNDIALIZAÇÃO FINANCEIRA, CRISES E
CAPITAL FICTÍCIO.**

CAPÍTULO I

MUNDIALIZAÇÃO FINANCEIRA, CRISES E CAPITAL FICTÍCIO.

Existe um quadro de Klee intitulado *Angelus Novus*. Representa um anjo que parece estar na iminência de afastar-se de algo em que crava o seu olhar. Seus olhos estão arregalados, sua boca está aberta e suas asas estão estendidas. O anjo da história deve ter essa aparência. Ele tem o rosto voltado para o passado. Onde, diante de nós aparece uma cadeia de acontecimentos, ele enxerga uma única catástrofe que incessantemente amontoa ruínas sobre ruínas e as lança a seus pés. Ele gostaria de demorar-se um pouco, acordar os mortos e juntar novamente os cacos. Mas do paraíso sopra uma tempestade que se prende em suas asas e é tão forte, que o anjo não pode mais fechá-las. Essa tempestade o impele irresistivelmente para o futuro, ao qual ele volta as costas, enquanto o amontoado de ruínas à sua frente cresce até o céu. O que chamamos de progresso é essa tempestade.

BENJAMIN, W. **Teses sobre o conceito de História**, IX.

I.1 PROLEGÔMENOS.

Nos últimos decênios, o sistema financeiro internacional passou por transformações radicais. A economia norte-americana revelou-se capaz de contornar a seqüência de crises que a abalava desde o final dos anos 1960 até o início da década de 1990, ainda que temporariamente e não de fato; espaços passíveis de serem explorados pela economia de mercado foram abertos com o colapso da União Soviética e a queda dos regimes comunistas do Leste europeu; emergiram novas tecnologias de informação e comunicação capazes de exercer uma compressão na relação espaço/tempo de modo antes inimaginável; postularam-

se políticas liberalizantes condensadas no Consenso de Washington, que acabaram por delinear os novos contornos deste mercado financeiro de ativos/passivos.

É exatamente neste contexto, de suposta florescência econômica, em que se estabelece a livre circulação de capitais por todos os recantos do globo – facilitada pela possibilidade de se ponderar rentabilidade, risco e liquidez entre uma pluralidade dos mais diversos ativos financeiros, postos lado a lado em uma tela de computador –, que este capítulo se inscreve. Em termos explícitos, trata-se de analisar como se caracteriza e se inter-relaciona, neste panorama global, a institucionalidade da Bolsa de Valores de São Paulo. Qual sua posição no conjunto; isto é, qual a particularidade dessa inserção nos quadros de uma economia subalterna. O que está em questão é apreender na BOVESPA o fluxo financeiro e produtivo internacional no sistema, assim como a especificidade brasileira no âmbito desse mesmo sistema.⁴³

Segundo a proposta anteriormente anunciada, pretendemos analisar o movimento da BOVESPA na dinâmica do sistema em seu conjunto. Necessariamente, ter-se-á que privilegiar o movimento internacional do capitalismo, no último decênio do século 20, caracterizado pela eclosão de crises financeiras seqüenciais. Aparentemente, tratava-se de eventos típicos do mercado de capitais nesse período. De fato, havia especificidades que exigem um tratamento que aponte para suas formas de estruturação. Todavia, uma análise cuidadosa dessas crises recentes pressupõe a compreensão da montagem do sistema monetário das economias capitalistas do pós-II Guerra Mundial, estabelecido pelo acordo de *Bretton Woods*, em 1947, ele próprio resultado da crise produzida pelo conflito e sujeito da nova configuração, uma vez que passou a regular as relações do mercado

⁴³

José Ricardo Gonçalves alerta-nos para esta forma de abordagem do tema.

capitalista estabelecidas desde então. Uma observação se impõe: o acordo de *Bretton Woods* teve como participantes centrais de personalidades do porte de John Maynard Keynes, de quem a *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*⁴⁴ representa um esforço criativo para destrinchar o encadeamento dos fatos que levaram à crise e, sobretudo, apresentar alternativas que saneassem o sistema como um todo. Sua obra, como se sabe, foi inspiração para as medidas de reequacionamento promovidas depois da crise de 1929, entre elas a política do *New Deal*, de Roosevelt.⁴⁵ Por essas razões, o presente capítulo contém uma reflexão que tem como ponto de partida a consideração do sistema financeiro que estava na base da Crise de 1929, até porque é com referência a esse momento que as propostas derivadas do acordo de *Bretton Woods* são construídas.

Tendo em vista a problemática delineada, discutiremos, na primeira parte deste capítulo, especialmente, os seguintes autores: Karl Polanyi, Barry Eichengreen, François Chesnais e Robert Guttman, referências centrais para o enquadramento da questão que nos propusemos a analisar. Complementarmente, serão consideradas as reflexões de Hyman Minsky e Robert Brenner, na medida em que eles permitem não apenas construir as inferências gerais, bem como analisar a dinâmica do capitalismo desde o pós-guerra, embora privilegiando facetas diversas: a do capital financeiro e a do capital produtivo. Nesta análise, a noção de *capital fictício*, elaborada por Marx, permitirá dar conta da natureza do capital financeiro que se rentabiliza nas bolsas de valores.

⁴⁴ Cf. KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1. ed. 1936. São Paulo: Edição Brasileira Nova Cultural, 1985. (Os Economistas).

⁴⁵ “Roosevelt formou uma equipe de assessores entre as pessoas mais capacitadas do país e de diferentes tendências políticas – liberais democratas, reformadores mais audaciosos influenciados pelas idéias teóricas do economista inglês John Maynard Keynes –, que elaborou um plano de ação econômica com características novas: era o *New Deal*”. In: ARRUDA, J. J. A. “A crise do capitalismo liberal”. Daniel Aarão Reis; Jorge Ferreira; Celeste Zenha (Org.). **O Século 20**. v. 2. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 2000. p. 31.

Neste capítulo, portanto, o ponto de partida é a Crise de 1929. Não se trata de analisar os condicionamentos determinantes da crise em si, mas, sim, de fixar uma referência pregressa de crise financeira que se disseminou mundialmente, assim como as crises dos anos 1990, traçando paralelos entre as duas temporalidades. Acima de tudo, a teoria econômica, no amparo de medidas regulatórias implementadas e seus desdobramentos, são os marcos indispensáveis a referenciar o período. A seguir, abordaremos o paradigma do crescimento dos anos do pós-II Guerra, tendo em vista, sobretudo, a reconstrução do sistema monetário internacional assentado, então, sobre novos pressupostos, bem como ao novo arcabouço institucional que passou a reger outros aspectos da experiência social em âmbito global, o mercado financeiro. A partir desse ponto, rastreamos quase 30 anos de instabilidade econômica e perda de produtividade, mais especificamente suas realizações nas economias avançadas. Por fim, atingem-se os anos 1990, culminando com a bolha especulativa engendrada no mercado acionário. Concluo o capítulo indicando a forma pela qual esses distintos momentos se conectam para dar condições ao surgimento de um regime diferenciado de acumulação e, conseqüentemente, como essa nova forma de rentabilização do capital desempenha um papel desestabilizador na economia e fragiliza as opções de financiamento, particularmente através do mercado secundário de capitais.

I.2 CRISE DE 1929 E O AFROUXAMENTO MONETÁRIO.

The financial panics produced dramatic effects on the real economies, with output collapses comparable in scale to those that took place in crisis countries (mostly in East Asia) in the 1990s.⁴⁶

I.2.1 CIRCUNSTANCIAMENTOS.

Compreender as crises cambiais dos anos 1990 a partir da retórica da Crise de 1929 é um recurso lógico, apesar de não ser necessariamente óbvio. A necessidade de abarcar, a um só tempo, em uma mesma estrutura analítica, todas as condições determinantes para esse período singular do capitalismo e de suas respectivas idiossincrasias, as dos anos 1990; significa arriscar-se pelos meandros da história na busca pelo viés interpretativo que pareça mais factível, atendendo, de certa forma, ao apelo de Geist para análise que busque as influências recíprocas entre os fatos e as bolsas de valores.⁴⁷ Evento cuja importância é central para o reforço dos nacionalismos brutais na Europa, assolada pela crise de marco zero localizado a milhas de distância do velho continente, precisamente na Bolsa de Valores de Nova York, o chamado *crash* de outubro de 1929 condensa as tensões de um mundo há pouco saído de uma grande guerra, que foi incapaz de dissipar os atritos existentes. Separadas no tempo por um período de mais de seis décadas, a crise dos fins dos anos 1920 e as crises dos anos 1990, possuem características

⁴⁶ JAMES, H. **The end of globalization: lessons from the great depression.** Cambridge; London: Harvard University Press, 2001.

⁴⁷ Cf. GEIST, C. **Wall Street: a history.** Oxford: Oxford University Press, 1977.

comuns. Mesmo em se tratando de confrontar, de um lado, a quebra da Bolsa de Nova York em 1929 e, de outro, uma sucessão de crises distintas: as crises mexicana, asiática, russa, argentina e brasileira. Apesar de ser incomparavelmente superior o grau de profundidade da primeira em relação às dos anos 1990, a forma de expressão, as circunstâncias, a difusão e parte do contexto institucional dos dois momentos históricos apresentam semelhanças entre si, questão a qual nos deteremos mais à frente. Nesse sentido, o exercício pretendido impõe a necessidade de que se retroceda algumas décadas no tempo, tendo em vista chamar a atenção para os aspectos que as aproximam. Assim sendo, retomamos, a seguir, ainda que em caráter indicativo, a formação do sistema monetário internacional consolidado em fins do terceiro quartel do século 19, seu desmantelamento e ressurgimento. Recuperar esses contornos gerais do sistema monetário no pós-I Guerra Mundial, em confronto com a mentalidade emergente a partir do século 20, revela a impossibilidade de retorno ao *status quo ante*. É na gênese desse enlace que a forma de acumulação capitalista engendra novos rumos.

I.2.2 ORGANIZAÇÃO MONETÁRIA INTERNACIONAL E CRISE DE 1929.

A civilização do século 19 se distinguiu pelo fato de estar assentada sobre um arranjo institucional claro e universal. De acordo com Polanyi, os quatro pilares desse sistema foram: o equilíbrio de poder entre as nações mais desenvolvidas à época, notadamente Inglaterra, Alemanha e França, que permitiu um período de relativa paz sem precedentes; o padrão internacional do ouro enquanto estrutura organizacional da economia mundial, uma forma de estender para além das fronteiras nacionais o arranjo doméstico das economias; a prevalência das leis de livre mercado como forma vigente de determinação econômica, com a livre circulação de capitais por todos os recônditos dos impérios neocoloniais; e, por fim, o Estado liberal, “uma criação do mercado auto-regulável”.⁴⁸ A instituição mais importante dentre as quatro enunciadas era, sem dúvida, o padrão-ouro. Com o propósito de mantê-lo a todo custo, cogitou-se restringir os fluxos internacionais de capital, tão logo estes passaram de estabilizadores a desestabilizadores monetários e econômicos. Foi no bojo da tentativa de salvaguardá-lo e, posteriormente, reimplementá-lo, que a estabilidade política e a orientação do Estado liberal esvaeceram.

O padrão-ouro evoluiu no século 19, a partir de uma gama de *commodities* adotadas à época enquanto moedas-mercadoria. Na Suécia, por exemplo, país detentor de vastas minas de cobre, o metal fora utilizado durante um período para a cunhagem das moedas. A pouca praticidade em sua utilização – as moedas cunhadas em cobre chegavam a pesar 19 quilos, determinado a partir da cotação do

⁴⁸ POLANYI, K. **A grande transformação**: as origens de nossa época. 9. ed. Tradução Fanny Wrobel. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. p. 17. cap. 1.

metal em relação aos outros que também serviam de moeda, como a prata – aliada à convergência do sistema monetário internacional, do “plurimetalismo” e do bimetalismo (ouro e prata) para o metalismo simples, praticado pela Inglaterra, levaram à adoção do padrão-ouro. O ouro, utilizado como lastro monetário da maior potência econômica, industrial, comercial e militar da época, impôs a conversibilidade de todas as moedas nacionais a ele. A conformação do sistema monetário internacional em torno do padrão-ouro se consolidou definitivamente em 1871.⁴⁹ Foi durante este período do neocolonialismo que a circulação de capitais conheceu uma liberdade irrestrita. A acumulação vociferante engendradora desde os tempos dos primeiros regimes coloniais modernos, que alimentou a revolução industrial na Inglaterra,⁵⁰ agora também se realizava através de investimentos externos na periferia do sistema, além de operações em diversos ativos e de arbitragem sobre câmbio em todos os países integrantes deste mesmo sistema.

Como se sabe, o padrão-ouro consiste na adoção de um regime internacional de taxas de câmbio fixas, garantidoras da conversibilidade das moedas nacionais por uma dada quantidade de ouro. Isso significava que a base monetária de todo o sistema estava limitada pela oferta da mercadoria-ouro, já que havia uma correlação direta entre a quantidade de ouro disponível e o meio circulante somado aos depósitos à vista, em um dado sistema financeiro nacional. Esta prática limitava a utilização do fracionamento de reserva bancária,⁵¹ ou seja, da oferta de crédito por

⁴⁹ Cf. EICHENGREEN, B. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. Tradução Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2000.

⁵⁰ Cf. ARRUDA, J. J. A. **A grande Revolução Inglesa: 1640-1780**. São Paulo: Hucitec, 1996. p. 135 et seq.

⁵¹ A prática de reserva bancária fracionária consiste na principal atividade dos bancos: conceder empréstimos a partir dos recursos depositados pelos correntistas e também de capital próprio, notadamente o capital social da instituição financeira subscrito pelos acionistas. É justamente na diferença entre as taxas de remuneração de depósitos e aplicações e as taxas cobradas em empréstimos que os bancos obtêm forma substancial de geração de lucro, o chamado *spread* bancário. A forma alternativa de atuação consiste na política de *narrow banking*, em que o capital

parte dos bancos, pois o aperto na oferta de crédito é inerente a um sistema cujo o lastro da moeda é dado por um ativo físico, palpável. Os acertos em conta corrente de governo para governo, a partir da geração de *superavits/deficits* decorrentes de importações, exportações, bens e serviços e movimentação de capitais, eram feitos com base na transferência de ouro-monetário. A arbitragem⁵² entre moedas era factível a partir da liberdade de movimentação de capital especulativo e do advento da conversibilidade fixada pelo padrão-ouro. Constrangimentos não estavam, no entanto, ausentes, em função do custo da transação (transporte e taxa de cunhagem) e, sobretudo, pelo interesse geral na manutenção do câmbio.

O compromisso com a manutenção do padrão-ouro era assegurado tanto pelos Estados quanto pelos próprios investidores: os fluxos de capital até a I Guerra Mundial não se caracterizavam por engendrar efeitos desestabilizadores. Ao contrário, tendiam a amparar um dado país cujas reservas centrais de ouro estivessem escasseando.⁵³ Afinal de contas, um ambiente de estabilidade cambial, que não desvalorizasse ativos, interessava a todos. No mesmo sentido, havia um acordo tácito entre as autoridades monetárias dos países centrais, que atuavam no mercado de câmbio, para ajudar a manter as taxas de câmbio de suas respectivas moedas oscilantes dentro de uma banda cambial estrita. Os bancos centrais também agiam em coordenação para emprestar reservas, quando seu congêneres estrangeiro estivesse necessitado. As instituições bancárias se comportavam da

subscrito pelos acionistas é a única fonte de recursos para as operações financeiras de uma dada instituição.

⁵² A operação clássica de arbitragem consiste em buscar rentabilidade a partir da diferença de valor entre dois ativos idênticos, normalmente negociados em mercados distintos. Ou ainda: “A arbitragem é a operação que busca tirar proveito de variações na diferença de preço entre dois ativos ou entre dois mercados, ou das expectativas futuras de mudanças nessas diferenças. As arbitragens são da mais variada natureza, e podem envolver operações com ativos, seus futuros e suas opções”. RUDGE, L. F.; CAVALCANTE, F. **Mercado de Capitais**. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

⁵³ O nível das reservas de ouro monetário em um dado país era rapidamente restabelecido com o aumento da taxa de juros implementada pelo Banco Central nacional, que estimulava o influxo de capital financeiro, desejoso de melhores taxas de rentabilidade. O resultado era a recomposição das reservas.

mesma maneira, inclusive nas relações que estabeleciam entre si. Esses mecanismos garantiam a preservação do sistema. Por fim, o maior custo de conservação do padrão-ouro foi o custo social. Mantê-lo significou, muitas vezes, adotar medidas recessivas e de arrocho monetário, mesmo em momentos nos quais o contexto econômico exigia políticas econômicas diferenciadas. Posturas assim eram possíveis no século 19, quando os direitos trabalhistas e a rede de proteção social, bem como a percepção da difusão dos efeitos desse sistema, era limitada. Este regime perdurou até a eclosão da I Guerra, em 1914, para depois retornar, enquanto sistema universalizado, na segunda metade da década de 1920, com duração inferior a dez anos.

Ao findar o conflito, a economia de guerra deveria ser convertida novamente aos padrões normais, com o restabelecimento do comércio internacional e, conseqüentemente, de uma nova ordem monetária. Saudosos da experiência passada, foram necessários cerca de cinco anos para que se pudesse tentar resgatar alguns daqueles pilares sobre os quais a civilização do século 19 se montara, sobretudo o crucial: o padrão-ouro.⁵⁴ O enquadramento limite que contém os circunstanciamentos dos fins dos anos 1920 e dá suporte a eles é este sistema financeiro internacional que volta a ser regrado pelo metalismo. Neste sentido, o século 20 mal arriscava seus primeiros passos à época da crise. A percepção desta injunção temporal não é sem importância, pois, assim, compreende-se que, nos ditames dos novos tempos, as características desta nova era se desarmonizam com o conteúdo institucional herdado do século findo. Aquela civilização do século 19 jamais reviveria. Ela findara com a eclosão da I Guerra Mundial. A fratura do equilíbrio de poder entre as nações avançadas fruto das disputas acirradas por

⁵⁴ Cf. POLANYI, K. **A grande transformação**: as origens de nossa época. 9ª edição. Tradução Fanny Wrobel. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. esp. cap. 1.

mercados, as frustrações coloniais italianas; o revanchismo francês latente após a perda de territórios na guerra franco-prussiana; o irromper do nacionalismo germânico; as crescentes tensões sociais nas sociedades industriais, acabaram por minar a solidariedade financeira que amalgamava o sistema monetário baseado no padrão-ouro.

Qual a relação, portanto, do *crash* de 1929 com a institucionalidade transplantada do século 19 para esse contexto diverso dos inícios da década de 1920? Inúmeras são as aproximações. A livre circulação de capitais e a instituição padrão-ouro foram, certamente, vias de realização da crise. A questão do que produziu a crise é, sem dúvida, passível de muitas respostas e análises, complementares na maioria das vezes. O fato é que, a nenhum estudioso do assunto, foi possível apresentar uma resposta plenamente satisfatória. De qualquer forma, a rentabilização do capital em bolsa de valores era acessível ao capital financeiro mundial, através da sua livre movimentação pelos meandros dos diversos mercados e fronteiras. O câmbio fixo, promovido pelo padrão monetário comum, também facilitava o cálculo capitalista na hora de ponderar a rentabilidade dos investimentos. Estes dois quesitos tornavam possível ao capital especulativo tanto buscar alternativas de valorização mais atrativas, quanto deixar um determinado mercado quando se sentisse ameaçado.

No fundo, essa racionalidade por detrás do movimento do capital especulativo é a mesma que testemunhamos nos anos 1990. A diferença conjuntural da década de 1920 para a época da chamada civilização do século 19 se apoiava no seguinte ponto: não havia mais confiança cega na manutenção do câmbio fixo das moedas – tratava-se de política incompatível, àquela altura, com o novo contexto social. Essa perda de confiabilidade nos governos fazia com que o capital especulativo adotasse

medidas acautelatórias ao menor sinal de perigo. Uma Europa sedenta por capitais, ao lado da percepção das crescentes dificuldades da Alemanha em cumprir com os custos indenizatórios da guerra, além das perspectivas de safras agrícolas ruins, compunham os motivos centrais a toldar os horizontes. Nesse sentido, o capital especulativo na Bolsa de Valores de Nova York poderia contextualizar mais facilmente as próprias circunstâncias e perceber a irrealidade da riqueza que vinha sendo alimentada artificialmente. Resta saber qual foi a centelha que provocou a reação em cadeia, cujos efeitos obrigaram a tomada de medidas drásticas, transformando de forma radical o padrão sobre o qual se assentava as regras financeiras, até então vigentes.

A grande depressão pôs fim ao sistema monetário internacional. É no bojo das reformas implementadas por ocasião da crise que se gesta o instrumento decisivo à compreensão das crises financeiras vindouras, a partir de meados dos anos 1960, com um novo modelo de geração de mais-valia. De fato, são nas novas diretrizes reguladoras do sistema financeiro norte-americano, condensadas no *New Deal*, implementadas pelo governo de Franklin Roosevelt, após a Crise de 1929, acrescidas pelo fim do padrão-ouro, que esta metamorfose encontra sua gênese. A Crise de 1929 levou à concepção e à adoção de reformas profundas que garantissem maior segurança ao sistema. Àquele momento, a crise produzira, para além das falências, a desvalorização massiva de ativos, o desemprego estrutural e a depressão, um sentimento de temor e trauma generalizados. Imerso nesse espírito da época e buscando formas para fazer frente a esta realidade extrema, Roosevelt, juntamente com os outros líderes mundiais, decidiram liberar a moeda de seu caráter mercadoria para convertê-la em moeda de crédito.

A necessidade de que a moeda não estivesse ligada de forma atávica ao limite metálico, materializado pelo ouro,⁵⁵ conduziu à medida liberalizante por parte dos governos, particularmente por Roosevelt, mediante uma série de atos direcionados ao mercado financeiro e mais especificamente à intermediação bancária. De fato, a prática do fracionamento da reserva bancária já vinha ganhando espaço desde a época da I Guerra Mundial.⁵⁶ Àquela altura, a atividade econômica como um todo estava sufocada pela escassez de crédito e demanda efetiva. Era preciso enfrentar o problema agindo no cerne sistêmico da economia, ou seja, a necessidade de financiamento. Somente o financiamento às mais diversas atividades constitutivas do ambiente econômico poderia fazer a economia sair do seu estado inercial e depressivo. A extensão da crise era tal que o Estado não estava aparelhado para enfrentá-la de modo integral.

A conversão da moeda-mercadoria em moeda-crédito, portanto, era a saída possível: o afrouxamento monetário colaboraria com a recuperação econômica, por meio do aumento do crédito bancário. O Estado perde a exclusividade na emissão de moeda, ao passo que os bancos comerciais começam a emitir simulacros de moeda, como os cheques, a partir dos depósitos bancários. O serviço de

⁵⁵ “Os governos, evidentemente, desejavam estimular suas economias moribundas. Porém, injeções de crédito e queda nas taxas de juro para fomentar o consumo e os investimentos eram incompatíveis com a manutenção do padrão ouro. O suprimento de crédito adicional significaria aumento na demanda por mercadorias importadas. Taxas de juro mais baixa encorajavam investimentos no exterior. As quedas nas reservas daí derivadas estimulavam temores de uma desvalorização da moeda, provocando uma fuga de capitais. Os governos que tentaram recorrer a políticas visando interromper a espiral descendente das atividades econômicas confrontaram-se com a incompatibilidade das iniciativas expansionistas e a conversibilidade ao puro”. EICHENGREEN, B. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. Tradução Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2000. p. 108.

⁵⁶ “À época da I Guerra Mundial, muitas dessas condições já haviam sido minadas pela modernização econômica e política. E ao ganhar terreno, a prática de reserva bancária fracionária havia exposto o calcanhar de Aquiles do padrão ouro. Os bancos em condições de financiar empréstimos com depósitos de seus correntistas ficavam vulneráveis a corridas dos depositantes na eventualidade de uma perda de confiança. Essa vulnerabilidade colocava em risco o sistema financeiro e criava uma justificativa para a intervenção de um emprestador de última instância. O dilema para os bancos centrais e governos passou a ser optar entre prover apenas um volume de crédito coerente com os estatutos do padrão ouro ou suprir a liquidez adicional esperada de um emprestador de última instância”. Ibidem, p. 30.

intermediação dos bancos era limitado relativamente à magnitude de seus ativos. Agora, com a moeda de crédito, tornava-se possível aos bancos privados aumentar e em muito a extensão de sua atividade principal, uma vez que o mercado creditício não mais se circunscrevia ao metalismo. Respeitando-se a margem necessária para se fazer frente aos saques hodiernos dos correntistas, as instituições bancárias passavam a criar dinheiro novo a partir de empréstimos, em volume muito superior às práticas sob regime de conversibilidade ouro, capital esse gerado nas entranhas do sistema financeiro. Uma oferta elástica da moeda, a partir das concessões de crédito pelos bancos privados sem o lastro em uma mercadoria, o ouro, passou a fazer frente às necessidades de financiamento.

A percepção do fenômeno de mutação da moeda, apreendido por Eichengreen e Guttman, é construída de forma distinta. Enquanto Guttman atribui às políticas do *New Deal* a gênese da moeda de crédito, Eichengreen não indica tal relação, referindo-se mesmo à origem do fracionamento da reserva bancária enquanto prática corrente já nos anos que antecederam a I Guerra Mundial. Consideramos, particularmente, a posição de Guttman melhor fundamentada, pois a força da Crise de 1929 impunha a necessidade de construir uma política de oferta de crédito elástica, ao passo que, apesar das práticas de fracionamento serem já conhecidas à época da moeda-mercadoria, a natureza do sistema exigia a manutenção de padrões rígidos de oferta do meio circulante.

Por mais que o rearranjo sistêmico, idealizado nos inícios dos anos 1930, visasse à regulação da oferta de moeda pela autoridade monetária, a partir de ação direta sobre o volume de meio circulante e de medidas de contenções necessárias junto à oferta dos bancos – já que o novo caráter da moeda estava esvaziado de sua qualidade mercadológica e, portanto, liberada da regulação endógena do mercado

pela lei da oferta e da demanda –, este novo rearranjo institucional representará mais adiante o rompimento efetivo do controle monetário por parte do Estado. Se, a princípio, foi possível manter o controle sobre a política monetária e a promoção de juros baixos (pelos instrumentos de *open market* da oferta dos títulos de dívida do governo e da limitação legislatória ao *spread* bancário à época), a moeda foi paulatinamente se emancipando do cabresto imposto pelo Estado, dando demonstrações de completa alforria a partir de meados dos anos 1960. Este fato consiste em uma ironia, pois o objetivo do *New Deal* era justamente o oposto: a implementação de tais medidas significava a apropriação das atividades econômicas por parte do Estado, a “estatização do capitalismo”.⁵⁷

É curioso que, no bojo dessas medidas, se encontre o surgimento de determinante fundamental para a liberalização desvairada do capital. Este movimento inicial de transformação identitário da moeda, associado aos artifícios inventivos da gestão bancária, aliado à reestruturação financeira internacional necessária no pós-guerra em *Bretton Woods*, mais o abandono definitivo da conversibilidade da moeda americana em ouro e a desregulamentação das taxas juros no governo de Richard Nixon, acabaram por dar vida à criatura: a moeda agora não se submete às regras mais básicas do ambiente econômico; tampouco é passível de ser realmente controlada por autoridade legítima.⁵⁸ Dito de maneira simples, o que se observa é a supremacia da rentabilidade do capital na esfera

⁵⁷ Cf. BELLUZZO, L. G. “Remember 1930”. *Revista Senhor*, 6 jul. 1983.

⁵⁸ “A estrutura reguladora implantada por Roosevelt em relação à moeda e ao sistema bancário (...) previa um cuidadoso equilíbrio entre as duas características da moeda, como bem público e como mercadoria privada. A regulação endógena da moeda, mediante uma determinada mercadoria e o jogo de mercado, deu lugar a uma regulação controlada pela vontade do Estado. (...) Os instrumentos de política monetária, tais como as operações de *open market* (aplicação de bônus do tesouro), ou a regulação da remuneração dos depósitos e juros dos empréstimos bancários, sob forma de um teto máximo, permitiram que o FED mantivesse baixas taxas de juros, de modo geral, garantindo aos bancos, ao mesmo tempo, uma margem de lucro entre a remuneração dos depósitos e as taxas de empréstimos”. GUTTMANN, R. “As mutações do capital financeiro”. In: François Chesnais (Coord.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 64 e 65.

financeira que perpassa e submete todo o sistema. Frederico Mazzuchelli sintetiza esta questão de forma clara:

Na verdade, o que se verifica é a propriedade do crédito (comercial e de capital) nas mãos de determinados capitalistas (os bancos) que passam a operar uma nova forma de capital. É assim que o capital a juros brota do desenvolvimento das relações de crédito e da função do dinheiro como meio de pagamento. Isto significa, por outro lado, que sua consolidação como uma forma independente de capital determina a subordinação do crédito e da circulação monetária à sua operação como capital a juros. Vale dizer: não só a circulação monetária passa estar subordinada à criação do crédito, como ambos passa a ser regulados pelo movimento de valorização do capital a juros.⁵⁹

A proeminência do capital bancário sobre a circulação e as operações creditícias representa o processo de domínio do capital financeiro no curso da valorização, cujo movimento enreda as economias capitalistas, que passam a estar submetidas ao fluxo da moeda. A conversão do caráter da moeda é central para que se compreenda a integração da mesma nas economias avançadas e, conseqüentemente, na economia global e o seu respectivo desenvolvimento. Esta independência da moeda é decisiva para o desenrolar dos acontecimentos, conforme pretendemos expor neste capítulo: é na possibilidade de criação de capital fictício, facilitado pela oferta de crédito sem lastro, em que se apóia o sistema capitalista atual. Trata-se de condição indispensável ao regime de acumulação em vigor, cuja rentabilização está centrada na esfera financeira do sistema emancipada da realidade objetiva. Este fato é determinante para que se examine a questão do financiamento em economias capitalistas em desenvolvimento. No caso do Brasil, significativamente, via mercado de capitais e bolsa de valores.

⁵⁹ MAZZUCHELLI, F. **Capitalismo: tendências e crises (uma reflexão a partir de Marx)**. Tese de doutoramento apresentada ao Departamento de Economia e Planejamento do Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas. Campinas: 1977. p. 80.

I.2.3 CRISES, UMA INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA.

O impacto das crises, de modo geral, particularmente da Grande Depressão, sobre a produção acadêmica como um todo, foi avassalador. Em todas as esferas do conhecimento, sempre comprometidas com as demandas e os problemas do presente e suas implicações para o futuro, as diretrizes de pesquisa apontam para o privilegiamento de construções argumentativas que busquem dar sentido a uma realidade que se impôs de modo incisivo. Este é o caso particularmente das ciências econômicas, especialmente quando ocorrem crises de ordem identitária.

Keynes, em seu clássico artigo de 1937, uma consolidação madura da *Teoria Geral* (publicada no ano anterior em meio às tensões inerentes ao período de crise), inicia sua reflexão fazendo uma rápida referência a algumas críticas recebidas naquele mesmo periódico, por ocasião da publicação da sua obra maior. Já na abertura, adverte que não se aterá a tais controvérsias, movendo-se rapidamente em direção à análise dos aspectos substantivos de sua obra mais recente, por julgar ser mais importante reexpressar algumas idéias centrais, apresentadas em 1936, do que dar corpo às polêmicas suscitadas.

Assim, Keynes retoma seus conceitos expressos na *Teoria Geral*⁶⁰ pela *incerteza* e, nesse sentido, a formação das expectativas para o agente econômico frente a uma realidade incerta, improvável. A dicotomia entre o paradigma clássico equilibrista, forjado pelo próprio Keynes no segundo capítulo da *Teoria Geral*, e os novos argumentos apresentados, fica particularmente matizada nessa abordagem, justamente pela natureza intrínseca à ortodoxia que lidava com

⁶⁰ KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1ª. Edição. 1936. São Paulo: Edição Brasileira Nova Cultural, 1985. (Os Economistas).

um sistema na qual era dada a quantidade dos fatores empregados e os demais fatos relevantes eram tidos como mais o menos certos. Isto não quer dizer que estavam lidando com um sistema do qual a mudança fora excluída, ou até com um no qual inexistia a decepção das expectativas. Mas, num determinado momento, supunha-se que os fatos e expectativas fossem dados de forma definida e calculável e que os riscos... podiam ser submetidos a exatos cálculos atuariais. Supunha-se que o cálculo de probabilidade... fosse capaz de reduzir a incerteza à mesma posição calculável da certeza.⁶¹

A redução do futuro e seus acontecimentos a uma variável certa e previsível se constituem, no texto, um contra-senso, ferindo a racionalidade corrente. Em posição diametralmente oposta, a incerteza em Keynes desempenha, em sua abordagem teórica, um papel de suma importância, no sentido de que condiciona a efetivação da demanda, e, conseqüentemente, o investimento, a variável central em uma economia capitalista.

O sentido em que estou usando o termo [incerteza] é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra européia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários particulares de riqueza no sistema social de 1970. Sobre estes problemas não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito.⁶²

O conceito de um futuro mensurável, quase que pré-programável por parte da ortodoxia econômica, além de se opor à percepção de um futuro incerto e insondável, ignora fenômenos e gera teorias errôneas, como a da taxa de juros. Nesse sentido, a percepção pessimista do futuro por parte dos agentes proporciona o *entesouramento*, ou seja, a preferência pela liquidez, e sua repercussão nos juros, fatos que exemplificam esses pontos. “Porque, em parte por motivos razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de

⁶¹ KEYNES, J. M. “A Teoria Geral do Emprego” (1937). In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). **John Maynard Keynes**. São Paulo: Ática, 1984. p. 170.

⁶² KEYNES, J. M. “A Teoria Geral do Emprego” (1937). In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). **John Maynard Keynes**. São Paulo: Ática, 1984. p. 171.

valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro”.⁶³

Então, em meio a tal adversidade, o homem racional e econômico baseia-se nas experiências do passado e nas circunstâncias atuais para se situar, deixando-se levar, muitas vezes, pelos fatos que merecem sua confiança.⁶⁴ Para Keynes, as principais técnicas que utilizamos para orientar nossas decisões são a superestimação do presente, de forma a ignorar quase por completo a possibilidade de mudanças futuras; a suposição de que a convergência de opiniões expressas nos preços e na produção atual estejam corretas e a busca por uma convergência pessoal das próprias opiniões acerca do futuro com a opinião consensual da maioria das pessoas.⁶⁵ Como desdobramento, Keynes postula, no capítulo doze da *Teoria Geral*, que, ao associarmos o nosso prognóstico, construído a partir do que já aconteceu ou está acontecendo, à *confiança*, formamos nosso *estado de expectativa*, definido por Paul Ricoeur como “horizonte de expectativa”.⁶⁶ O *estado de confiança* representa o grau de probabilidade de acerto que conferimos às nossas próprias expectativas. O estado de confiança é então, fundamental ao processo de tomada de decisão, influenciando diretamente as decisões de investimento. Fecha-se o que Keynes chama de uma “teoria prática do futuro”, frágil em seus pressupostos e, portanto, a mercê das contingências.

Nesses termos, explicitam-se os fundamentos da Teoria Keyneysiana a respeito da dinâmica econômica: a sua norma não é, pois, a estabilidade. Contrariamente, o seu movimento é comandado por ciclos, cujos motivos

⁶³ Ibidem, p. 173.

⁶⁴ KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1ª. edição. 1936. São Paulo: Edição Brasileira Nova Cultural, 1985. (Os Economistas). p. 110.

⁶⁵ KEYNES, J. M. KEYNES, J. M. “A Teoria Geral do Emprego” (1937). In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). **John Maynard Keynes**. São Paulo: Ática, 1984. p. 172.

⁶⁶ RICOEUR, P. **La Mémoire, L’histoire, L’oubli**. Paris: Seuil, 2000. p. 648.

desencadeadores não são previsíveis, em função de mudanças no estado das expectativas em longo prazo e que escapam à racionalidade dos modelos econômicos. Deriva dessas posições, “a visão institucionalista dos pós-keneynsianos” a respeito do meio circulante, ao chamarem a atenção para o caráter imprevisto da velocidade de circulação das moedas.⁶⁷

Incerteza, confiança e estado de expectativa. Esses são os conceitos que sustentam e constroem a formação das expectativas em Keynes. A contribuição de Dequech à Teoria Keynesiana sobre as hipóteses futuras, apresentadas em artigo de 1999, acaba por refinar esses conceitos, buscando identificar os determinantes do estado de expectativa em situação de incerteza, focado na “incerteza fundamental”, apesar de abranger também os riscos de *incerteza fraca* e *ambigüidade*. A incerteza fundamental em Dequech evidencia o conceito de incerteza apresentado por Keynes, formalizando a graduação à incerteza, uma escala em que pelo menos alguma informação essencial não está disponível no momento da tomada de decisão. A informação (conhecimento) faltante não pode ser inferida, justamente porque as ações futuras serão determinadas pelas ações presentes em curso; refere-se, nesse sentido, a uma realidade mutável, onde está contemplada a possibilidade de uma mudança estrutural imprevista. No entanto, o conceito de incerteza fundamental não exclui totalmente a possibilidade de algum tipo de informação em uma realidade mutável, pois não implica uma completa ignorância acerca do futuro. Na verdade, a existência dessa informação depende do próprio conceito de informação. Leis, instituições, contratos, convenções, costumes, a existência de um Estado que exerça sua autoridade, geram uma inércia ao longo do tempo; a crença nessas instituições significa algum tipo de informação acerca do

⁶⁷ Cf. COSTA, F. N. da. “Inovações Financeiras e Política Monetária”. **Textos para Discussão n. 19**. Instituto de Economia, UNICAMP. Campinas, p. 22, abr. 1993.

futuro, como se percebe no trecho: “If individuals believe in the enduring nature of this institutions... then they may believe they possess some knowledge of potential future outcomes, even in a transmutable reality”.⁶⁸

A partir de então, Dequech segue em busca da melhor compreensão do estado de expectativa, formulando um esquema que alinha os determinantes da confiança e a expectativa, as causas diretas do estado de expectativa sob a incerteza, discernindo uns dos outros e traçando relações entre eles. Em Keynes, o estado de expectativa depende das expectativas propriamente ditas e da confiança nelas depositadas por parte do agente. Os determinantes iniciais da confiança e da expectativa, segundo Dequech, seriam o *conhecimento*, a *criatividade* e a *disposição otimista frente à incerteza*. O conhecimento é um determinante na formação do estado de expectativa, dependendo da situação, graças a algum conhecimento tácito acerca do comportamento das instituições por parte dos indivíduos; apesar de não haver conhecimento disponível sob incerteza no ato da tomada de decisão para a maioria das decisões econômicas de importância. Isso posto, a criatividade passa a exercer um papel fundamental na formação das expectativas, na medida em que o conhecimento é parcial, incompleto.

In the present analysis, however, creativity is interpreted as an ability to see and do things in a novel way. Creativity in expectations is expressed as an innovative imagination, that is, as the ability to imagine a future that is, at least in some respects, radically different from the present.⁶⁹

⁶⁸ “Se os indivíduos acreditam na característica resiliente destas instituições... então, eles devem acreditar que possuem algum conhecimento potencial acerca dos acontecimentos futuros, mesmo em uma realidade transmutável”. Tradução própria. DEQUECH, D. “Expectations and confidence under uncertainty” (1999). **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 2, n. 3, p. 416, 1999.

⁶⁹ “Na presente análise, no entanto, criatividade é interpretada como uma habilidade para perceber e executar as coisas de uma forma diferente. Criatividade sob expectativa é expressa como uma imaginação criativa, ou seja, como a habilidade de imaginar um futuro que é, ao menos em alguns aspectos, radicalmente diferente do presente”. Tradução própria. Ibidem, p. 422.

O papel relevante desempenhado pela criatividade é um adendo sugerido por Dequech à formação das expectativas, tal como formulada por Keynes, uma vez que ele próprio não havia atribuído papel relevante à criatividade em sua obra no processo de construção das expectativas. Por fim, a disposição otimista frente à incerteza, muito parecido ao que Keynes chamou de *animal spirits*,⁷⁰ consiste numa noção que engloba uma série de elementos: *aversão à incerteza*, *percepção da incerteza* e *otimismo espontâneo*; esses três últimos, também sugeridos por Dequech, agindo como outros determinantes “intermediários” que compõem o quadro de formação do estado de expectativas.

O desdobramento do *animal spirits*, elaborado por Dequech, significa uma sugestão à formação das expectativas em Keynes, porque além de refinar o conceito, já que “Keynes did not explicitly distinguish the influence of animal spirits on expectations and on confidence. Animal spirits have sometimes been identified as that which provides confidence in expected returns”,⁷¹ Dequech associa o *animal spirits* não apenas com a confiança, mas também ao caráter otimista e pessimista das expectativas. Assim, a confiança não é determinada apenas pelo *animal spirits*, mas juntamente com a aversão e percepção da incerteza. Da mesma forma, as expectativas são influenciadas pelo *animal spirits* via otimismo espontâneo.

Spontaneous optimism means optimism not based on any knowledge. If animal spirits are very strong, then the estimates will be spontaneously optimistic and the confidence in them will be high. The weakness of animal spirits lead to low confidence and to lack of optimism or, in a more severe case, to spontaneous pessimism.⁷²

⁷⁰ *Animal spirits*, para Keynes, é o que está por detrás das atividades positivas engendradas pelo homem, uma disposição otimista para enfrentar a incerteza (TG).

⁷¹ “Keynes não distinguiu explicitamente a influência do *animal spirits* sobre expectativas e confiança. *Animal spirits* é, geralmente, identificado como aquele que provê a *confiança* em *retornos esperados*”. Tradução própria. DEQUECH, D. “Expectations and confidence under uncertainty” (1999). **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 2, n. 3, p. 420, 1999.

⁷² “Otimismo espontâneo significa otimismo que não seja baseado em nenhuma forma de conhecimento. Se o *animal spirits* é muito forte, então as estimativas vão ser espontaneamente otimistas e a confiança nelas será alta. A fraqueza do *animal spirits* leva a uma baixa confiança e a

A existência de algum tipo de conhecimento tácito acerca do futuro influencia o *animal spirits*, fazendo com que seu caráter não seja meramente subjetivo ou psicológico, apesar de nunca estar completamente isento de algum grau de subjetividade. *Animal spirits* e preferência pela liquidez estão intimamente e inversamente relacionados sob a incerteza. Quão maiores forem a percepção da incerteza e a aversão à incerteza, maior será a inclinação do agente econômico a não agir, levando-o ao entesouramento.

O papel dos determinantes iniciais (conhecimento, criatividade e disposição otimista frente à incerteza) na formação do estado de expectativa depende de que o determinante direto (confiança e expectativa) se está observando na relação entre eles. A expectativa é determinada pelo conhecimento, a criatividade e a disposição otimista frente à incerteza – *animal spirits*, via otimismo espontâneo. Já a confiança é determinada pelo conhecimento e pelo *animal spirits*, via percepção da incerteza ou da aversão à incerteza. Aversão à incerteza é uma questão meramente relacionada ao *animal spirits*; já a percepção da incerteza é influenciada pelo conhecimento, podendo estar totalmente livre do *animal spirits*. A confiança desempenha, então, papel decisivo no momento da tomada de decisão, pois a expectativa não é totalmente confiável devido ao caráter praticamente nulo do conhecimento envolvido. No esquema de Dequech, não se trata de uma simples questão de agir ou não agir, mas da qualidade e da intensidade da ação.

Seguindo adiante na questão, Keynes elenca, no capítulo 12 da *Teoria Geral*, meios pelos quais um mercado de capitais organizado influencia o investimento. Ele começa afirmando que as cotações dos ativos das empresas nas bolsas de valores,

uma falta de otimismo ou, em casos mais severos, ao pessimismo espontâneo”. Tradução própria. Ibidem, p. 420.

se por um lado representam uma maior liquidez para os investidores, por outro exercem uma influência no montante de investimento corrente, proporcionada pela reavaliação, a todo o momento, dos investimentos. Esta constante reavaliação faz com que os investidores sejam refratários a iniciar novos negócios, já que podem simplesmente adquirir ativos a um preço aparentemente mais barato no mercado acionário, ao passo que a ausência de tal informação não inibiria os investimentos, justamente por não se saber (ou ser custoso avaliar) o montante dos investimentos similares já existentes:

Não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço bem menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato.⁷³

Keynes também observa que algumas categorias de investimento passam a ser reguladas pela expectativa dos especuladores, expressas nas cotações das ações, e não nas “expectativas genuínas” do empreendedor. Essas “ingerências”, provocadas pelas bolsas de valores sobre o investimento, decorrem, pelas razões tratadas anteriormente sobre o caráter da incerteza, de total desconhecimento do futuro, levando os agentes a adotarem convenções que balizem suas ações.

Efetivamente, estamos supondo que a avaliação do mercado existente, seja qual for a maneira que ela se chegou, é singularmente correta em relação ao nosso conhecimento atual dos fatos que influirão sobre a renda e o investimento, e só mudará na proporção em que variar o dito conhecimento, embora no plano filosófico essa avaliação não possa ser univocamente correta, uma vez que o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficientes para uma esperança matematicamente calculada. De fato, nas avaliações do mercado intervém toda espécie de

⁷³ KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1ª edição 1936. São Paulo: Edição Brasileira Nova Cultural, 1985. (Os Economistas). p. 111.

considerações que são de modo algum relevantes para a renda esperada.⁷⁴

Portanto, os mercados organizados a partir de pressupostos tão frágeis determinam uma perspectiva de mais curto prazo para o investidor, pois a possibilidade de realocação constante de seus recursos dilui a incerteza com relação ao futuro, gerando boa parte da precariedade sobre o volume de investimento. Em decorrência, Keynes continua a apontar alguns fatores que agravam essa “precariedade”: redução do real conhecimento na avaliação dos investimentos, realizada tanto pelos empreendedores quanto pelos investidores potenciais; flutuações de curto prazo nas cotações das ações, por mais que resultem de mera atividade especulativa, tendem a exercer uma influência “absurda” sobre o mercado; avaliação dos investimentos, fruto da “psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, estar sujeita a modificações violentas”,⁷⁵ “fetiche da liquidez”, ignorando-se que não há liquidez para a comunidade como um todo, permitindo que investimentos, enquanto finalidade social, tornem-se uma atividade meramente individualista e especulativa, não se avaliando mais suas possibilidades, mas, sim, as expectativas dos investidores no curto prazo, tornando praticamente impossível o investimento pautado por análises autênticas. Keynes termina dizendo que, quanto mais se desenvolvem os mercados organizados, mais aumenta a especulação.

A fim de conter os efeitos nocivos dos mercados acionários, Keynes sugere a adoção das seguintes políticas: dificultar o acesso às bolsas pelo público através de

⁷⁴ KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1. ed. 1936. São Paulo: Edição Brasileira Nova Cultural, 1985. (Os Economistas). p. 112.

⁷⁵ Ibidem, p. 113.

normas e impostos (*custos*);⁷⁶ tornar as operações de compra de um investimento em praticamente irrevogáveis, salvaguardadas as situações especiais. Keynes usa, como figura de linguagem, para exemplificar essa segunda medida o casamento, onde a decisão de casar é somente revogável perante a morte, ou por outros motivos considerados graves, metáfora que não se harmoniza com o nosso tempo.

⁷⁶ “A criação de um elevado imposto sobre as transações talvez fosse a mais salutar das medidas capazes de atenuar, nos Estados Unidos, o predomínio da especulação sobre o investimento”. KEYNES, J M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 1ª edição. 1936. São Paulo: Edição Brasileira Nova Cultural, 1985. (Os Economistas). p. 116.

I.2.4 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.

Ao refletir sobre as posições da teoria keynesiana, anteriormente salientadas, constata-se que os contextos, tanto do legado institucional do século 19 aplicado aos anos 1920, quanto do meio ambiente dos anos 1990, são, em larga medida, similares. Assume-se, com Chancellor, que os impulsos que caracterizam o comportamento dos especuladores são, praticamente, os mesmos em todas as épocas.⁷⁷ A Crise de 1929, como já foi explicitado, é fundamental para compreender o período privilegiado por este trabalho por uma série de questões. Em primeiro lugar, o *crash* de 1929 representa o paradigma indispensável, pois sua identidade deriva da maior crise que o capitalismo já experimentou, sobretudo enquanto fenômeno que se realizou primordialmente no âmbito do mercado de capitais. A partir dessa ressalva inicial, que julgamos ser indispensável, apesar de meramente indicativa, explicitamos nosso argumento. Tanto a depressão originada em outubro de 1929 quanto as crises recentes dos anos 1990 são fenômenos possíveis a partir do advento de uma nova forma de propriedade capitalista, geradas pouco antes das referidas instabilidades.

No que se refere à crise seguida pela Grande Depressão, a forma de propriedade capitalista havia se alterado, transitando da posse simples e direta de capital para a posse compartilhada, via fracionamento acionário. A nova articulação no formato de propriedade da massa do capital representou condição indispensável ao novo estágio de acumulação e desenvolvimento, a partir da segunda revolução

⁷⁷ Cf. CHANCELLOR, E. **Salve-se quem puder**: uma história da especulação financeira. São Paulo: Companhia das Letras, 2001.

industrial,⁷⁸ alterando, necessariamente, a forma da reprodução. Mais recentemente, a grande inflexão corresponde à emergência de novos atores, na cena do capitalismo de acumulação financeira: os fundos mútuos de propriedade mista e os fundos de pensão.⁷⁹ Esses fundos de pensão que se constituem, tendo em vista garantir a seus participantes aposentadoria completa ou integral, além de outros benefícios, tornaram-se agentes centrais do mercado financeiro. Nesse caso, emerge uma nova modalidade de estruturação da propriedade capitalista, agora na forma do rentismo, denominada por Michel Aglietta de “capitalismo patrimonial”.⁸⁰

Esta mutação gênica se fez igualmente indispensável, desde que o ultra-adensamento da massa de capital consiste em fator determinante para a rentabilização adequada em ambiente prevalentemente financeiro. A rigor, esses investidores institucionais esperam que os mercados financeiros possam lhes garantir elevada liquidez e completa liberdade de movimento, especialmente a possibilidade rápida de fuga.⁸¹ Os motivos que se encontram na origem desse fenômeno de alteração na forma da propriedade são, essencialmente, os mesmos: os da busca por uma forma de adensamento de capital, tendo em vista uma metamorfose do processo de reprodução. O ator central do capitalismo agora pode ser personificado, na maioria das vezes, não mais no indivíduo que detém a posse exclusiva de uma planta industrial, de um banco ou de ferrovias, como ocorria majoritariamente até fins do século 19. Tampouco corresponde à figura do investidor de Wall Street, possuidor de vasta carteira de ativos financeiros – ainda que persistam figuras como as de Warren Buffet e George Soros. No fundo, quem mais

⁷⁸ Cf. BELLUZZO, L. G. “Remember 1930”. **Revista Senhor**, 6 jul. 1983.

⁷⁹ Cf. DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. “Superação da crise, ameaças de crises e novo capitalismo”. In: **A mundialização financeira**. Gênese, custos e riscos. Tradução Carmem Cristina Cacciaccaro, Luís Leiria, Silvana Foá e Vléria Coelho da Paz. São Paulo: Xamã, 1998.

⁸⁰ Cf. AGLIETTÁ, M. **Régulation et crise du capitalisme**. Paris: Odile Jacob, 1997.

⁸¹ Cf. ORLÉAN, A. **Le pouvoir de la finance**. Paris, Odile Jacob, 1999.

se aproxima hoje da representação fiel do novo detentor do capital é o presidente do conselho de administração de fundos de pensão.

Percebem-se, nesse passo, algumas “perversidades”. São difusas as atribuições dos atores nesse capitalismo que, apesar de manter a essência, se reinventa, atingindo o ponto culminante nos anos 1990. Somos, basicamente, todos rentistas e burgueses ao mesmo tempo. A nomenclatura marxista para tratar da estrutura social no capitalismo tem que passar, necessariamente, por um processo de redefinição, posto que a nova realidade lhe ultrapassa. Podemos identificar grandes fortunas, construídas, sobretudo, na seara das tecnologias da informação. Mas as forças motrizes do mercado de capitais são os fundos de pensão, por serem os grandes aglutinadores de direitos sociais. Aparentemente, aqueles que produzem estariam sendo beneficiados pelo sistema como um todo. “Os fundos de pensão agiriam substancialmente como mecanismos de mediação reguladora entre economia e sociedade, caracterizados, pelo contrário, por uma fratura e ampliação crescentes”.⁸²

Na verdade, não são os trabalhadores que se beneficiam dessa nova configuração. Pelo contrário, são muitas vezes vitimados pelo primado da mais-valia (DI) que, priorizando o lucro, acaba por tomar decisões que têm impacto negativo diretamente sobre produção, salários, demanda e, conseqüentemente, emprego, além de pôr em questão toda sorte de benefícios da seguridade social. Os capitalistas dos anos 1990 são, portanto, estes gestores de grande massa de capital que se configuram, aparentemente, como uma nova classe social.⁸³ Em essência, trata-se do mesmo grupo transformado por renovadas atribuições, antes identificadas com o labor e, portanto, com o proletariado. A lógica da hereditariedade

⁸² BELLOFIORE, R. “O capitalismo dos fundos de pensão”. **Revista do Instituto de Estudos Socialistas**, São Paulo, n. 7, p. 66, 2002.

⁸³ Cf SENNET, R. **A corrosão do caráter**. 5ª edição. Rio de Janeiro: Record, 2001.

é substituída pela ideologia do mérito, um tipo de darwinismo social muito mais perverso.

A constatação do surgimento de novas formas de adensamento e de posseção identitária de capital, formas estas inseridas no bojo do processo de instabilidade, tanto nos fins dos anos 1920 quanto nos anos 1990, torna-se fundamental para que se compreendam as crises. A seguinte razão orienta o argumento utilizado: a crise engendrada no âmbito de mercados diferenciados para a negociação de ativos – ações, futuros ou títulos –, basicamente nas bolsas de valores, sejam elas eletrônicas ou viva-voz, só se fez possível por conta do fenômeno de concentração da mais-valia em níveis exponenciais ao longo do desenrolar do sistema capitalista. Este processo de adensamento do capital entra em choque, em um dado momento, com uma institucionalidade inadequada, caduca, incapaz mesmo de incorporar o incremento produzido.⁸⁴ Resulta, daí, uma mudança do *ethos* do sistema que, ao se desenvolver, não pode mais ser contido pelas limitações de ordem corrente, forçando no sentido de alterar as regras do jogo de acordo com os novos requisitos do capital.

No caso da Crise de 1929, o capital densificado encontrou na especulação bursátil uma forma superior de rentabilização, rompendo qualquer relação de causalidade com o investimento concreto; agravando enormemente a causa central

⁸⁴ Este argumento é corroborado por Paul Krugman, em matéria veiculada pelo jornal **The New York Times**, em 18 de janeiro de 2008, publicado em versão traduzida na seqüência para **Folha de São Paulo**, de 19 de janeiro de 2008. O autor afirma que a economia norte-americana é a “bola da vez”, ou seja, aquela que é o mais recente alvo de uma recessão gestada sob a égide do capitalismo financeiro. Os Estados Unidos passam assim a desempenhar papel até então performado exclusivamente por países do terceiro mundo, logicamente atenuado pela condição inerente à economia americana enquanto a maior do mundo e do lugar do dólar, fundo de reserva internacional (o que o resguarda de uma explosão da dívida mobiliária por ser a mesma denominada na moeda nacional). Krugman indica como **causa** para a crise gerada a partir do rompimento da bolha especulativa no mercado imobiliário a incompatibilidade entre uma sofisticação crescente no mercado financeiro norte americano e a estrutura responsável pela regulamentação do setor. A institucionalidade encarregada de proteger a economia americana de crises passou a ser insuficiente perante esta sofisticação, sobretudo no contexto de dependência do capital financeiro ao qual passou a estar submetida à economia estadunidense. Para acessar a íntegra da matéria na versão original, veja: http://www.nytimes.com/2008/01/18/opinion/18krugman.html?_r=1&oref=slogin.

da crise, a sobre-acumulação observada no setor industrial; provocando, a partir da percepção da possível desvalorização de ativos, um movimento auto-realizável com o irromper da crise, que contamina todo o ambiente econômico. Neste episódio, ratificando o que fora dito até aqui, a emergência de um mercado secundário de capitais organizado, dinamizado, corroborou para que um desajuste na cadeia produtiva fosse inflado, ampliando muito as conseqüências desse feito; mercado este reforçado pela nova forma de propriedade capitalista. Se, por um lado, o fracionamento da propriedade dos fatores de produção foi decisivo no processo de incremento industrial e capitalista, por outro, propiciou a especulação, reforçando um processo de reajuste desestabilizador e, sobretudo, toldou o horizonte do investimento social produtivo, a partir da diluição dos riscos inerentes (incerteza), possível pela criação da **liquidez** proporcionada pela negociação em bolsa de valores.

Já no caso das crises dos anos 1990, este capital encontra-se infinitamente mais denso do que em 1929. (**VER GRÁFICOS 1.1, 1.2 E TABELA 1.1**). A reestruturação da propriedade capitalista da segunda metade do século 20, já amadurecida na década de 1990, representa, a partir de um dado ponto de vista, um vetor tingido pelos interesses sociais, comprometidos com os interesses das camadas trabalhadoras. Por outro lado, a concentração da massa de capital, reforçada pelo fato de este ter acesso a novos espaços de valorização cujo potencial é inimaginável, poder-se-ia dizer infinito (mercados criados única e exclusivamente com esse propósito, notadamente os mercados futuros), atua, logicamente, desestabilizando na mesma proporção, gerando crises de impacto global num simples movimento agregado por parte destes fundos, subordinando às suas injunções muitos países e o sistema como um todo. Aqui, a causa do movimento do

capital nos mercados global é, para além da manutenção do valor dos ativos – do capital –, a possibilidade extrema de rentabilidade a partir de ataques especulativos direcionados e potencializados pela alavancagem financeira que, ao se deflagrar, foge para se proteger do que ajudou a engendrar.

Gráfico 1.1: Patrimônio dos investidores institucionais em anos selecionados entre 1986 e 1997 (referência: bilhões de dólares).

Tabela 1.1: Patrimônio dos investidores institucionais em anos selecionados entre 1986 e 1997 (referência: bilhões de dólares).

Ano	Fundos Mútuos	Fundos de Pensão	Seguradoras	Total
1986	5	9	1	15
1987	7	8	1	16
1990	7	12	2	21
1994	54	55	5	114
1995	67	59	7	133
1996	104	69	8	181
1997	107	80	10	197

Obs.: As seguradoras incluem os fundos de pensão abertos.

Fonte: Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) e Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) apud SOUSA, Lucy Aparecida de. **O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998.** 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 31.

Os Fundos Mútuos e os Fundos de Pensão tiveram acréscimo patrimonial altamente expressivo a partir de 1994. Em apenas três anos, o patrimônio dos Fundos Mútuos simplesmente dobrou, passando de 54 para 107 bilhões de dólares. O patrimônio dos Fundos de Pensão, equivalentes aos Fundos Mútuos. O patrimônio das Seguradoras teve acréscimo modesto, levando praticamente uma década para passar de um a dez bilhões. No somatório total, os três fundos somados chegaram a 197 bilhões de dólares em 1997, recursos que transformavam estas instituições em *players* fundamentais no mercado de capitais brasileiro.

Gráfico 1.2: Evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimento nos anos de 1995, 1996 e 1997 (referência: por espécie em bilhões de dólares).

Finalmente, a constatação de certo grau de similitude entre a quebra de 1929 e suas congêneres mais recentes apontam para duas questões:

1. A dificuldade de se localizar a causa última das crises, revelando o seu caráter fugidio e irracional. Os movimentos de saída massiva de capital, tanto aqueles iniciados na Bolsa de Nova York e depois disseminados pelo sistema, quanto os realizados em bolsas no México, na Ásia, na Rússia ou no Brasil, são ondas condicionadas por uma percepção irracional da adversidade do ambiente, pelo pessimismo introjetado no estado de expectativa dos atores envolvidos;
2. O grau elevado de integração entre os diversos mercados no âmbito do mercado financeiro, tanto no que diz respeito às suas segmentações quanto às nacionalidades. Nas palavras de Harold James:

What produced the crash of 1929 in the United States is still mysterious, at least for believers in the rationality of markets. What did stock market investors know on "Black Thursday," 24 October 1929, that they had not known on Tuesday or Wednesday? There had been "bad news" since early September, and the weight of evidence had accumulated to such an extent that there was a panic in the face of the likelihood of the decline of stock prices. [...] What made the depression the Great Depression rather than a short-lived stock market problem or a depression for commodity producers was a chain of linkages that operated through the financial markets. The desperate state of the commodity producers along with the reparations-induced problems of Germany set off a domino reaction. In this sense the depression was directly a product of disorderly financial markets.⁸⁵

O pânico face à possibilidade de recrudescimento de circunstâncias associadas às variáveis macroeconômicas de alguns países, disseminado, muitas vezes, pelos próprios investimentos especulativos, combinado à contínua avaliação entre os *players* a respeito da saúde desses mercados, produziu a suposição de que o parceiro abandonaria o barco primeiro, desencadeando um movimento de "estouro da manada", para invocar o jargão corrente. O resultado foi a queda acentuada do

⁸⁵ JAMES, H. **The end of globalization**: lessons from the great depression. Cambridge; London: Harvard University Press, 2001. p. 29.

valor dos ativos. Trata-se da realização da profecia concebida por profissionais oriundos do setor que buscavam explicar as razões para as crises cambiais dos anos 1990, denominada de *bad panic view*, eles próprios gestores do sistema.⁸⁶ Remete, na essência, ao que fora postulado por Keynes e desenvolvido pelos pós-keynesianos, ou seja, os conceitos de incerteza fundamental, estado de expectativa e de confiança, já apontados. Reitera-se, mais uma vez que, para além da ressurreição de forma “clandestina” das idéias de John Maynard Keynes, a dicotomia entre a ortodoxia e a heterodoxia econômica é mais robusta no bojo da institucionalidade da produção intelectual em âmbito universitário, assim como em linhas abertas de debates em torno de políticas públicas. Keynes e Chang tratam da mesma coisa, unem-se ao dissecar fenômenos irmanados.

O outro fato que aponta para atributos da identidade entre a Crise de 1929 e as crises da “era da globalização” é, justamente, a liberdade da circulação de capitais financeiros experimentada nos dois períodos, ainda que mais limitada no primeiro exemplo. Para, além disso, os dois momentos foram, na verdade, circunstâncias de “tormenta”, após a retomada relativamente recente do fluxo de capitais, no caso de 1929, com a interrupção determinada pelo irromper da I Guerra Mundial; nas crises dos anos 1990, com o incremento de capitais especulativos nas artérias dos sistemas financeiros nacionais, provocando um choque. O arcabouço institucional dos anos 1990 apresenta, ainda, outras semelhanças com aquele dos anos vinte, que era herdeiro do século 19, na medida em que voltou a operar sem muitas mudanças no pós-guerra. Ambos contavam, também, com este contexto de liberalização da circulação de capitais de curto prazo, além de Estados de nítida inclinação liberal ou neoliberal. O antígeno utilizado na Grande Depressão foi, justamente, a adoção de um sistema que solucionasse a dificuldade de se operar de

⁸⁶ Cf. CHANG, R. “Understanding recent crises in emerging markets”. **Economic Review** – Federal Reserve Bank of Atlanta. Atlanta: Second Quarter 1999.

forma mais suave. A superação da carência de solidariedade, condição para que se pudessem amalgamar os sistemas financeiros nacionais e, sobretudo, monetário internacional, que estavam comprometidos com a irrupção da Primeira Grande Guerra, era essencial. O equilíbrio de forças era impossível de ser conquistado em um ambiente de grande rivalidade internacional, acentuado com o aparecimento de países em disputa por hegemonia, caso dos Estados Unidos da época.⁸⁷

Já nas crises cambiais dos anos 1990, sua via de eclosão se realizou, mormente, sob a égide do ataque especulativo às moedas, cuja resistência foi posta à prova de forma impiedosa. México, Tailândia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia do Sul⁸⁸ e Brasil são países que, a despeito das diferenças ponderáveis e da diversidade do estado de desenvolvimento, passaram a integrar o que o jargão neoliberal, surgido no coração do sistema financeiro, classificado como “economias emergentes”. São, de fato, países periféricos, cujas moedas, condensadoras das respectivas economias, eram incapazes de lidar com a magnitude dos ataques empreendidos. São países cuja abertura fora feita após décadas de protecionismo, empregado com o propósito de incentivar o processo tardio de industrialização. Trata-se países cujas pretensões de ascender ao rol dos países desenvolvidos são claras e que, justamente por este motivo, aderiram ao apelo neoliberal, tendo em vista a receita formulada pelo chamado *Consenso de Washington*. Por esse motivo, abriram suas economias, facilitando o acesso dos capitais especulativos, sem exercer controle sobre a movimentação. O mercado financeiro internacional serve-se dos mercados financeiros locais, enquanto espaços de realização da mais-valia,

⁸⁷ BELLUZZO, L. G. “Remember 1930”. **Revista Senhor**, 6 jul. 1983.

⁸⁸ Cf. CANUTO, O. **Brasil e Coreia do Sul**: Os (des)caminhos da industrialização tardia. São Paulo: Nobel, 1984. Relatório de estudos e pesquisa do IBMEC, de 1978, reconhece a complexidade do transporte de experiências em mercados financeiros de país a país, sobretudo se um for emergente e outro um dos mais agressivos tigres asiáticos; mas diz da clara conexão entre política desenvolvimentista e o mercado financeiro, confiando-se ao mercado acionário um papel estratégico. Cf. MENDONÇA NETTO, H.; NESS JR, W. L. **Mercado de capitais e desenvolvimento econômico**: a experiência sul-coreana. Relatório de Estudos e Pesquisas, IBMEC, Rio de Janeiro, 1978, p. 12, 17, 19 e 21.

integrando-os aos próprios quadros de forma parcial, oblíqua; discriminando os mercados cujos países não interessa agregar na articulação global. A exceção à regra foi a Rússia, cuja moratória sacudiu fortemente o planeta em 1998, mas que, em função de sua inserção singular, fica difícil enquadrá-la na lista das crises dos referidos países.

Portanto, o influxo recente de capitais especulativos gerou crises em duas temporalidades distintas. Em ambas, o descompasso institucional em relação à sociedade – abertura ao mercado globalizado de capitais em economias com desenvolvimentos econômicos e sociais desiguais, particularmente nos caso dos países hospedeiros do olho das crises da década de 1990 – acabou por convulsionar estas nações. Para, além disso, a abertura ao capital promovida desde os anos 1980 evoca as características anteriores desse movimento: no caso dos anos 1990, diferentemente do que ocorria em fins dos anos 1920, a institucionalidade passa a operar como um subproduto do sistema. Nesse momento, a liberdade de circulação do capital financeiro não apenas desestabiliza a economia enquanto efeito inerente ao seu próprio movimento, mas também o faz de forma intencional, como meio de rentabilização superior. Na forte oscilação na cotação de ativos financeiros, o capital encontra a possibilidade de acumulação diferenciada e, então, produz um fluxo desestabilizador.

Resta, ainda, salientar outra semelhança: se em 1929, o câmbio era fixo em torno do padrão-ouro, facilitador da acumulação e mote de conflitos, também o era nas economias alvo das crises dos noventa. Nos anos 1920, o câmbio fixo fora instaurado a partir de um saudosismo dos idos tempos das altas taxas de acumulação; igualmente nos anos 1990, o câmbio fixo, além de resquício de período de economia assistida cerceada por regulação mais estrita, era, sobretudo, instrumento importante nas estabilizações monetárias nacionais, particularmente, no

caso do Brasil, cuja estabilização no bojo do Plano Real ancorava-se na valorização da moeda de cotação equiparada ao dólar. A diferença é que, nos noventa, antes de o câmbio fixo ser apenas regime potencialmente desestabilizador, conforme ocorrera no segundo quartel da década de 1920, era, sobretudo, o sujeito desse movimento.

Os anos 1990 não possuíam o padrão-ouro; por outro lado, a geopolítica global não estava estilhaçada em meio a um punhado de países, mas, sim, concentrada nas mãos dos Estados Unidos, única nação hegemônica desde o colapso soviético. A polaridade havia desaparecido; restava o Império.⁸⁹ Um império e seus artefatos, que não estão aqui referidos aos de natureza bélica, mas, sobretudo, aos informacionais, às novas tecnologias de informação e comunicação.⁹⁰ Enquanto no passado a circulação era facilitada por um sistema monetário uno, atualmente, ela se realiza de modo infinitamente mais ágil e desmaterializado, por meio dos circuitos da Internet e da utilização dos recursos da microinformática, no amparo à formulação de modelos que colaborem para a tomada de decisão por parte dos investidores-especuladores.

Retomamos, por essa via, nossa problemática inicial, prestando um tributo a Harold James, cuja obra recupera a retórica da Crise de 1929 para tratar das crises da globalização. James, em livro concebido no calor das crises do chamado capitalismo global, dedica-se a mostrar as similitudes entre os dois acontecimentos, tão distantes temporalmente, apontando para as reciprocidades mútuas, ainda que os nexos causais não possam ser facilmente estabelecidos.⁹¹ A justaposição dos dois momentos históricos isolados justifica-se no âmbito das ações dos agentes na

⁸⁹ Utilizo o termo Império para referir-se ao conceito de Antonio Negri e Michael Hardt. Para mais detalhes, Cf. HARDT, M.; NEGRI, A. Op. cit.

⁹⁰ “Os Estados Unidos ocupam uma posição determinante. Suas despesas militares contam com 39% e a dos países da Otan com 63% das despesas militares mundiais. Em termos de equipamento militar, a superioridade é maior ainda, visto que em 1998 sua produção de armas corresponde a 56% da produção mundial”. SERFATI, C. “O braço armado da mundialização”. **Revista do Instituto de Estudos Socialistas**, São Paulo, n. 6, p. 48, 2002.

⁹¹ Cf. HAROLD, J. Op. cit.

década de 1990, pois agiram motivados por expectativas formadas no conhecimento do ocorrido há mais de meio século. Dessa forma, os efeitos produzidos pelo *crash* de 1929 atuavam como uma espécie de profecia do passado. Este é, pensamos, o grande diferencial desta obra, especialmente para a finalidade desta tese. A partir de sua análise, vislumbra-se a possibilidade de arquitetar um viés explicativo distinto para a compreensão do período por nós demarcado, centrado na questão crucial do financiamento via bolsa de valores no Brasil, partindo das crises.

Em síntese, um arco abstrato de similitudes multifacetárias se estabelece na aproximação temporal ente dois eventos, aparentemente tão distantes, 1829 e 1997-98, mas que, no plano financeiro, encetam uma dialógica temporal na qual os investidores, personagens centrais desse fenômeno histórico, falam entre si, num exercício de transtemporalidade, pois, nos atores centrais da crise dos anos 1990, se instalara um horizonte de expectativa sustentado na experiência histórica dos anos vinte. Um sentimento quase premonitório atrelado à sua sensibilidade, vinculado ao conhecimento empírico do passado, produtor de um arsenal de indicadores de avaliação altamente subjetivos, apesar de referidos a realidades objetivas, dirigidos à consecução da riqueza monetária que, num relance, poderia ser infinitamente ampliada ou totalmente perdida, como se o passado tivesse renascido no futuro, fazendo tabula rasa do presente, uma espécie de passado do futuro, na teorização fecunda de Koselleck.⁹²

Um diálogo temporal que, em tempos de crise, extravasa para diferentes latitudes, o que explica porque o pânico financeiro pode ser altamente contagioso.

“The financial panic view emphasizes that crises may or not occur in internationally illiquid countries, depending on the expectations of short-term claimants on the financial system. Then, if these claimants lost confidence

⁹² Cf. KOSELLECK, R. **Futuro passado**: contribuição à semântica dos tempos históricos. Rio de Janeiro: Contraponto, 2006, *ibidem*.

in, say Thailand, the resulting Thai crisis may have led them to become more pessimistic about other Asian economies and to attempt to liquidate their financial holdings in those economies, triggering more crises”⁹³

Significa que os países tornam-se vulneráveis às crises quando as expectativas em relação ao futuro, com base numa experiência do passado, apresentam-se de forma negativa. “Financial contagion, is, therefore, viewed as reflecting contagion in expectations”.⁹⁴

⁹³ Cf. CHANG, R. Op. cit., p. 14.
⁹⁴ Idem, p. 14.

I.3 CRISES E INSTABILIDADE NO PÓS-SEGUNDA GUERRA MUNDIAL.

Os anos subseqüentes à II Guerra Mundial foram caracterizados como um período do capitalismo marcado por crescimento vigoroso e consistente, aliado à percepção de melhora significativa no bem-estar social, com as economias operando com índices de pleno emprego, reforços nos padrões de seguridade social e aumento real dos salários. Este período dos meados do século 20, rotulado pela tradição analítica francesa como os “anos dourados”, ou gloriosos do capitalismo, cristalizaram-se enquanto paradigmas a serem alcançados. Como recuperar esta era de pujança sem igual? Seria esta fase uma excrescência do sistema, instável por natureza, caracterizado pelas ondas cíclicas de Kodratieff?

A política econômica ditada para o mundo capitalista, nesse período de pujança, não foi obra do acaso: resultou de uma elaboração refletida e sistemática na conferência de *Bretton Woods*, em 1944, numa reunião aparentemente inofensiva de intelectuais, cujas sugestões passaram a reger os comportamentos das instituições financeiras internacionais mais poderosas, o FMI, o Banco Mundial e o *Federal Reserve* dos Estados Unidos, acabando por definir todo um sistema operacional que visava a consolidar a hegemonia norte-americana sobre o mundo não socialista, embasada nos princípios do liberalismo, do comércio relativamente livre, da introdução do padrão monetário do dólar, metalicamente lastreado em ouro, conjunto de medidas que podem ser vistas “como a face monetária e financeira da hegemonia do modelo do *New Deal*, sobre a economia global”,⁹⁵ que baliza a prática econômica e política internacional dos Estados Unidos no imperialismo da Guerra Fria, cuja arquitetura lembra muito o imperialismo do comércio livre, agora com os

⁹⁵ Cf. HARDT, M.; NEGRI, A. **Império**. Rio de Janeiro: Record, 2001. p. 286.

norte-americanos no lugar dos britânicos, e do dólar fazendo as vezes do ouro, mas com um resultado semelhante, isto é, a consolidação de uma determinada hegemonia. Outras foram as ferramentas utilizadas pela União Soviética em suas práticas imperialistas, mesmo que sistematicamente negadas pelos soviólogos que lhe recusavam o *status* de Império,⁹⁶

No entanto, depois de quase três décadas deste crescimento vigoroso, observado após o final da II Guerra Mundial, a economia internacional experimentou um longo período de desempenho atípico. Esta atipicidade se reflete na redução do ritmo de crescimento econômico, em especial nos Estados Unidos, mas também de forma agregada em termos mundiais. Talvez a melhor forma de exprimir este período seja conferir-lhe um caráter *instável*. Esta *instabilidade* econômica se traduz em queda na produtividade do capital; desequilíbrio financeiro; crises seguidas que não chegam a deprimir, de fato, a economia, e a inflação. Muitos conceitos foram forjados para identificar parcelas deste fenômeno de reversão econômica, como estagflação. Por exemplo: a aliança de sintomas que até então nunca haviam caminhado juntos, com desaceleração econômica e alta dos preços – o que representou um desafio para os formuladores de políticas macroeconômicas da época, tendo em vista a ineficiência dos instrumentos tradicionais de política monetária que, potencialmente, incentivariam a economia e alimentariam *pari passu*.

O termo instabilidade, atribuído à economia neste dado contexto histórico, remete às melhores tradições da heterodoxia econômica, referência direta a Hyman Minsky, que utiliza o conceito para sintetizar o espírito de turbulência do período. Se, por um lado, a assunção de que passados 30 anos da II Grande Guerra, durante os quais se conciliou crescimento econômico e bem-estar social, seguiu-se um período de refreamento da economia; por outro, a demarcação temporal desse momento de

⁹⁶ Cf. COHEN, A. **Russian Imperialism**: Development and crisis. Westport, CT: Praeger, 1998.

instabilidade econômica varia de um autor para o outro. Concordam, sim, que se tratou de uma época extensa, que pareceu contrariar as formulações teóricas mais basilares quanto aos ciclos econômicos, um período que chega às portas da década de 1990. De fato, ocorre que encilhados na seara que lhes é mais peculiar; estes intérpretes apontam causas para o fenômeno que, antes de serem opostas entre si, compõem no todo um quadro explicativo, chegando até a atingir certa redundância argumentativa. Desse fato, advém a incompatibilidade quanto às delimitações temporais limites deste fenômeno: o início e o fechamento deste período de desempenho econômico de viés negativo. Manifestações de estagnação econômica que se fazem perceber antes, a partir do mercado financeiro, são mais tarde manifestos na curva decrescente de produtividade do capital.

Durante os anos 1990, particularmente no segundo quartel da década, havia indícios que o período de prostração econômica mundial ficara para trás. A retomada do crescimento do capitalismo passou a ser inferida, pela “versão oficial”, como retomada vigorosa do crescimento, a partir da recuperação dos índices de produtividade auferidos no pós-guerra. Os ganhos de produtividade seriam proporcionados pelas mudanças de natureza produtiva, amealhadas com o advento das novas tecnologias de informação e comunicação. Para além de implementos tecnológicos no bojo do processo de produção, seria mesmo um novo *ethos* surgido, que passaria a permear todas as esferas da experiência socioeconômica, aclamada por muitos como a “Nova Economia” que, combinada a muitas outras vertentes da experiência contemporânea, comporia ainda uma nova fase do capitalismo. Este fenômeno surge enquanto incremento desconexo do encadeamento factual: suas variâncias seriam fruto do implemento tecnológico auferido hexogenamente ao processo do desenvolvimento econômico, rompendo com todo um processo recente de estagnação e crescimento claudicante, relançando o desenvolvimento econômico.

Os fatos demonstraram, de forma cabal, que um período de progresso econômico assemelhado aos anos de ouro do capitalismo não ocorreu. Tampouco se constitui em ponto pacífico a avaliação de que uma fase diferenciada do capitalismo tomou forma a partir de um novo modelo calcado na alta tecnologia, que inseriu todos os povos em um processo de globalização. O que realmente pôde ser observado foi a ocorrência de uma sucessão de crises que repercutiram por todos os países abertos ao capital financeiro. Este arraigamento no caráter cíclico do capitalismo, que constrange as fases típicas de expansão e o declínio a durações minguadas, culminou no estouro da bolha especulativa no mercado acionário norte-americano, inflada sobre projeções equivocadas acerca das perspectivas de lucratividade das empresas de alta tecnologia. São, portanto, no período compreendido, ao menos seis momentos de crise sucessivos: México, Ásia, Argentina, Rússia, Brasil e a bolha. A Nova Economia, portanto, enquanto processo renovado da produção, capaz de arremeter a economia mundial de forma consistente, ao ser frustrada em seus propósitos alardeados, inscrita numa perspectiva histórica mais longa, desde a crescente instabilidade observável, durante os anos 1990, nada mais será do que a progressão de um movimento já em curso há quase três décadas.

Neste passo, propomos a fusão de duas interpretações que convergem no mesmo sentido, complementando-se respectivamente. Trata-se das obras do economista Hyman Minsky, particularmente *Stabilizing an Unstable Economy*,⁹⁷ sua obra mestra; e as reflexões fundamentais de Robert Brenner, condensadas, sobretudo, no livro *O boom e a bolha*.⁹⁸ Minsky e Brenner tratam da mesma questão,

⁹⁷ MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

⁹⁸ BRENNER, R. **O boom e a bolha: os Estados Unidos na economia mundial**. Tradução Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2003. Esta obra incorpora, em larga medida, as reflexões de Brenner em seu livro anterior **The Economics of Global Turbulence: The advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn (1945-2005)**. London, New York: Verso, 2006.

a perda do dinamismo econômico norte-americano e, por desdobramento, mundial, a partir de enfoques distintos. Brenner, em livro publicado originalmente em 2001, aborda a perda do vigor da economia a partir de 1973, que perdurou até meados dos anos 1990, ou seja, em torno de 25 anos. De acordo com o autor, a fase de instabilidade foi interrompida por um período de expansão americana, acompanhada da bolha no mercado de ações. Já Minsky identifica o período de início do mal funcionamento econômico, precisamente com a crise estabelecida na seara do crédito, no ano de 1966. A periodização de Minsky, portanto, inicia-se mais cedo, já em meados da década de 1960, e estende-se por toda a década de 1970, adentrando o decênio de 1980, até a data da publicação de seu livro, ou seja, o ano de 1986.

O primeiro traço de complementaridade, portanto, nas obras desses dois autores, consiste justamente na ampliação temporal de um período de instabilidade econômica: iniciado em meados da década de 1960, encerra-se em meados dos noventa.⁹⁹ Tendemos a concordar com esta delimitação, sobretudo com o limite inferior do período, levando-se em consideração que, de fato, aí é o começo de uma longa fase de estagnação. No entanto, se considerarmos a questão da instabilidade financeira para caracterizar o período, como o fez Minsky, parece-nos que ele não se encerra em 1995, mas, sim, que perdura por toda a década de 1990, adentrando as portas do novo milênio. A sucessão de crises financeiras que Minsky observa a partir dos anos 1960, não foi mais interrompida. Pelo contrário, intensificou-se, tendo mesmo ampliado os seus horizontes de ação.

De acordo com Brenner, a meia década dos anos 1990, de crescimento da economia americana, interrompe esta fase de estagnação, ainda que de forma

⁹⁹ “O foco desta obra é a expansão americana dos anos 1990, a bolha no mercado de ações que veio acompanhá-la, o resultante estouro da bolha e o declínio cíclico... uma longa duração na economia mundial, entre 1973 e 1995, seguindo-se ao duradouro boom do primeiro quarto do século pós-guerra”. Idem, p. 13.

aparente, sendo o declínio cíclico retomado novamente em 2000. Este desacordo, quanto ao limite temporal do período em questão, deve-se à já mencionada diferença nas abordagens interpretativas dos dois autores. Esta diferença consiste, basicamente, no seguinte: a análise de Minsky está centrada na percepção de um desarranjo econômico, entendido como decorrência da fragilidade do sistema financeiro norte-americano, fragilidade esta que se construiu progressivamente desde o pós-guerra, atingindo seu ápice em 1966. Já Brenner constrói seu argumento centrado nos fatores de produção industrial, demonstrando como a queda na produtividade industrial americana e, sobretudo, a geração de um excesso de oferta dos produtos industrializados, agregados em âmbito mundial, que nunca fora corrigida, são os efeitos causais para a estagnação.

A partir de Brenner, portanto, fica claro que o crescimento econômico, enquanto o fator determinante – que seria também o crivo de Minsky –, fica sobrepujado pela questão do comportamento econômico. No entanto, ao dirigir a percepção do período para os anos 1990, marcados pela ocorrência de crises financeiras, percebemos não apenas o mesmo processo em curso descrito na obra mencionada de Minsky, como também identificamos na gênese das crises a fragilidade financeira explicitada pelo autor. Nesse passo, a constatação da possibilidade deste viés interpretativo, de Minsky, significa reconhecer a supremacia das finanças sobre a produção. Significa também que, apesar da concretude dos índices econômicos, que indicam uma retomada do crescimento, o movimento geral de instabilidade permanece mais vigoroso do que antes.

O que está em questão é a subordinação da produção industrial à esfera financeira, que segue condicionando o movimento geral, submetendo as relações de produção, assim como engendrando expansões, mormente financeiras, independentes, em larga medida, do mundo material. Em suma, quando Minsky se

preocupa com a estagnação econômica, identificando na fragilidade do sistema financeiro o motor da crise, transforma a questão financeira em sujeito da análise. Desse modo, ao transferir as suas posições para se pensar o contexto da década de 1990, recorte temporal da obra de Brenner e igualmente deste trabalho, nota-se que, a despeito de vigorosa expansão econômica, as crises financeiras ritmaram todo o período, o que aponta para o caráter crucial da esfera financeira no atual regime de acumulação.

Retomando a análise de Minsky sobre esses anos, as crises discutidas em seu livro não consistiram em realizações isoladas, mas, sim, no seu encadeamento, com a crise subsequente sempre mais aguda que a anterior. Esse período se iniciou com a crise de 1966, seguindo-se a ela, com certa periodicidade, as dos anos de 1970, 1974-75, 1978-79 e 1982 – *grosso modo*, uma crise a cada quatro ou cinco anos – gerando fortes oscilações no desempenho econômico.¹⁰⁰ Essas crises foram contornadas pela ação do governo norte-americano, através da geração de *deficits* e aportes de garantias aos instrumentos creditícios.

No entanto, a partir das crises de 1974-75 e da crise de 1982, Minsky constrói o argumento da fragilidade do sistema financeiro. Esses episódios pareciam, à época de suas realizações, eventos inescapáveis e contagiosos, com potencial para se propagar por toda a economia mundial. No entanto, ambos os eventos foram interrompidos pelo início de um forte ciclo expansionista na economia, não se desdobrando em uma recessão aos moldes da de 1929, apesar de os atores deste cenário terem começado a se comportar como se tal desdobramento fosse certo. Nas palavras do autor:

¹⁰⁰ Esse mau funcionamento do sistema fora atribuído pela ortodoxia econômica à aplicação do legado keynesiano. Minsky afirma, no entanto, que este comportamento anômalo da economia capitalista era o resultado de um sistema financeiro frágil aliado a um governo (americano) pródigo em agir no sentido de conter as crises, conforme atestado no pensamento Keynesiano. Cf. BRENNER, R. **O boom e a bolha: os Estados Unidos na economia mundial**. Tradução Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2003. p. 4.

In both episodes [1975 and 1982] financial disarray seemed to be contagious, and there were fears that all asset values would soon be affected. A financial crisis seemed to be in the making. But in May 1975 and in November 1982 the downward movement was abruptly halted and a strong business cycle expansion began.

The episodes of instability so evident in 1974-75 and 1982 were not isolated events. Since 1966, the American economy has intermittently exhibited pervasive instability. Serious threats of financial disarray loomed in 1966, 1970, and 1979, but these financial crises were not of the scope and magnitude of 1974-75 and 1982. Even though the financial difficulties in 1974-75 and 1982-83 were more serious than in the other episodes, and even though money-market participants and the regulating authorities began to behave as if a full-fledged financial crisis reminiscent of what happened in 1929-33 was imminent, no full-fledged crisis took place.¹⁰¹

Em termos mais específicos, a crescente instabilidade econômica é decorrente de um processo de soltura às amarras do sistema financeiro norte-americano, gerando uma gestão das finanças assentada sobre o controle de passivos e não ativos, graças ao avanço da sofisticação desse mercado, possibilitando aos bancos o desenvolvimento de uma pluralidade de quase-moedas, ou ativos altamente líquidos, ampliando, sobremaneira, a base monetária. Conforme enfatizado na unidade anterior, este processo se desenvolveu com o advento da moeda de crédito. Se, à época da conversão do caráter monetário de mercadoria para crédito, notadamente no programa estabelecido pelo *New Deal*, a moeda creditícia estava contida pela ação coercitiva do Estado e a crescente sofisticação financeira, tratou de emancipá-la. Nesse contexto, a capacidade de gestão monetária por meio de seus instrumentos tradicionais é inibida; a base monetária não é determinada *a priori*, fazendo com que a atuação regulatória seja sempre insuficiente, já que passa a ser *ex-poste*.

Gráfico 1.3: Evolução dos ativos financeiros, 1970-1995 (referência: % do PIB, GDP).

¹⁰¹

Ibidem, p. 4, 13-14.

Fonte: *A economia brasileira em gráficos*. Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia, Banco de Dados, Rio de Janeiro, 1996, p. 19.

De acordo com o Gráfico I.3, a evolução dos ativos financeiros sob a forma de meios de pagamentos, depósitos de poupanças, títulos públicos e títulos privados, para a economia brasileira, indica o aumento na base monetária, de 1970 a 1995, pelos títulos públicos e privados facilmente conversíveis.

Gráfico 1.4: Evolução dos ativos financeiros de janeiro de 1980 a dezembro de 1995 (referência: dólar de 1995).

Fonte: *A economia brasileira em gráficos*. Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia, Banco de Dados, Rio de Janeiro, 1996, p. 126.

O gráfico 1.4 indica a evolução criativa no sistema bancário, das diferentes modalidades de quase-moeda, no Brasil, em período caracterizado pelo desarranjo macroeconômico. Percebe-se, no contexto dos anos 1980, a diversificação das quase-moedas, ou seja, ativos altamente líquidos necessários em ambiente altamente inflacionário. As quase-moedas representavam também um esforço de socializar o risco inerente. Constata-se que no ano de 1990, em virtude do Plano Collor, há um forte declínio nos ativos financeiros no sistema.¹⁰²

Esse aumento exponencial na liquidez torna o mercado financeiro instável pelas seguintes razões: a primeira, consiste no avanço desta desregulamentação financeira, que incita à formação de posições abusivas, pelos intermediários bancários, as unidades econômicas e os especuladores. Esse excesso de capital financeiro gerado no sistema induz à instabilidade por conta da sua perda de substância, que, em dadas circunstâncias, quando a coerência deste capital é posta à prova, provoca um rompimento sistêmico. É esta a razão de ser de um sistema que opera de forma instável, estando sempre em estado de alerta. A consequência desta característica comportamental do sistema financeiro impacta as relações em

¹⁰² Cf. MADI, M. A. C. *Política Monetária no Brasil: uma Interpretação Pós-Keynesiana*. Tese de doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. UNICAMP: 1993. Esp. Cap. 3.

ambiente de produção real, que dependem de uma organização sadia para atuar adequadamente. Como a economia não dispõe de um sistema financeiro que funcione de forma consistente, produz-se um impacto negativo nas relações produtivas que, ao se aderirem às ingerências do capital financeiro, reforçam o caráter desestabilizador. Segundo Minsky:

Borrowing, selling assets, and selling output in markets whose normal functioning depends on financial arrangements working well are attributes of our economy. The smooth functioning of a complex interdependent financial system is necessary for the normal functioning of the U.S. economy; anything that disrupts financial markets has an adverse effect on output, employment, and asset values.¹⁰³

A outra causa para um arraigamento na instabilidade econômica provocada por um sistema financeiro ineficaz, caracterizado por Minsky, consiste na prática que este denomina de *expeculative finance*, que significa financiar e, sobretudo, refinarçar as próprias posições, ou seja, os compromissos financeiros, possível com o advento dos novos instrumentos disponíveis, altamente sofisticados. Surge, portanto, um desvio no comportamento das unidades econômicas, notadamente nos segmentos produtivos, que passam a se arriscar nessas operações de financiamento especulativas que não possuem vínculos com a atividade produtiva em si (principal). Em dadas circunstâncias, esta atuação, em termos agregados para todo o sistema econômico, engendra a valorização de ativos, reforçando a capacidade de que se efetue investimentos na produção. Nesse passo, o horizonte da gestão financeira se reduz: a necessidade de estar constantemente renovando empréstimos dissipa a possibilidade de planejamento em prazos longos. Constata-se, assim, que a natureza dos grandes conglomerados é corrompida: passam a operar enquanto

¹⁰³ BRENNER, R. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. Tradução Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2003. p. 42.

bancos, fazendo rodar um passivo que garante a lucratividade a partir das diferenças nas taxas praticadas entre empréstimos distintos:

The multi-billion-dollar corporations, which dominate our economy, borrow in a wide array of financial markets and form many different institutions in order to carry out their operations and fulfill their financial contracts. In such a complex network of debt, the day-to-day financial operations of any unit with short-term debt can be characterized as the financing and refinancing of positions, namely, they “do what banks do”. In our economy, non-financial corporations have many of the liability management attributes of banks.¹⁰⁴

O caráter instável crescente na economia americana fora apenas contornado pela ação enérgica do governo. Essa seqüência de recessões não se transformou em uma depressão nos moldes de 1929 graças à capacidade do governo estadunidense de gerar *deficits*: empregos via gastos diretos, investimentos e transferências de renda, alimentando, assim, o capital de giro das corporações e famílias, e também garantindo as margens de operação no mercado financeiro por meio de sua atuação enquanto emprestadores de última instância. É por este motivo que, durante o referido período, constatou-se o fenômeno já mencionado de estagflação: a injeção de recursos em economia debilitada gera um excesso de meios de pagamento desvinculado do fator produtivo, que, logicamente, está em franca desaceleração. Assim, ao baixar a taxa de juros com o intuito de estimular a atividade econômica, a autoridade monetária fracassa no seu propósito de racionalizar a economia.

Os efeitos dos abalos na economia norte-americana atingem o resto do mundo. Como grande potência industrializada e militar, cuja moeda possui o caráter de reserva internacional – os Estados Unidos são, naturalmente, os grandes credores/devedores da atualidade. Essa reverberação tem ganhado intensidade com o passar dos anos. A crescente complexidade do sistema financeiro, com a criação

¹⁰⁴ Ibidem, p. 42 et seq.

de formas cada vez mais diferenciadas de financiamento, gerando uma supercriação de liquidez que rompe as amarras em relação à produção, introduz alta volatilidade financeira.¹⁰⁵ Essa instabilidade é endógena ao sistema; a causa atual da trajetória claudicante das economias.

Tabela 1.5: Patrimônio líquido dos fundos de investimento norte-americanos em anos selecionados entre 1970-1995 (referência: bilhões de dólares).

Ano	Fundos de Ações	Fundos de R. Fixa	<i>Money Market Funds</i>	Total	% do PIB
1970	45,1	2,5		47,6	4,7
1980	44,4	14,0	76,4	134,8	5,0
1985	116,9	134,8	243,8	495,5	12,3
1990	145,8	322,7	498,3	966,8	17,5
1995	1.269,0	793,0	753,0	2.815,0	38,8

Gráfico 1.5: Patrimônio líquido dos fundos de investimento norte-americanos em anos selecionados entre 1970-1995 (referência: bilhões de dólares).

Fonte: **Investment Company Institute; International Financial Statistics** apud **SOUSA, Lucy Aparecida de**. O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 33.

A participação dos Fundos norte-americanos cresceu de forma significativamente entre 1970 e 1995, bastando para tanto, considerar sua participação porcentual no PIB dos Estados Unidos. Se no início do período considerado era de apenas 4,7%, alcançou o índice exponencial de 38,8% em 1995, com um patrimônio líquido consolidado de 2.815 trilhões de dólares. Alguns mega-fundos, dado o volume de recursos disponíveis para aplicação e as constrições administrativas que geravam, chegaram mesmo a proibir a entrada de novos cotistas, o que dá bem uma idéia do seu potencial de agregação e investimento. Não somente o comportamento dos Fundos tornou-se verdadeiros

¹⁰⁵ MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986. esp. Parte I.

termômetros indicativos das tradicionais banqueiros como expressões financeiras centrais, atraindo sobre si um alto grau de visibilidade.

A existência dessa especificidade do mercado financeiro decorre da prevalência do capital especulativo sobre as outras modalidades do capital (**VER TABELA E GRÁFICO 1.5**), que subordinam a esfera produtiva. Nesse passo, é possível retomar a interpretação de Brenner, que empreende um exercício vigoroso para capturar as oscilações econômicas plasmadas, particularmente, nas transações bursáteis, a partir de uma perspectiva histórica. Segundo o autor, as circunstâncias do pós-guerra determinam uma configuração geopolítico-econômica tal que, do ponto de vista dos Estados Unidos, o exercício hegemônico demandava a reconstrução dos mercados consumidores externos. Essa premissa foi incentivada pelo Plano Marshall que, tendo em vista este objetivo, incitou o reordenamento econômico da Europa e do Japão, mediante o financiamento e a permissão de um câmbio desvalorizado que estimulasse a produção doméstica nestes países, conferindo-lhes maior competitividade externa.¹⁰⁶

A recuperação, no entanto, foi empreendida mais rapidamente do que poderia se supor e, após menos de duas décadas, as economias estimuladas estavam disputando com a americana espaço no comércio mundial. Se a Europa estava menos desenvolvida tecnologicamente, o que impactaria diretamente a produtividade, possuía também uma organização socioeconômica menos evoluída que a norte-americana, gerando uma relativização do impacto tecnológico, a partir uma diminuição da importância da fator trabalho sobre o resultado produtivo.¹⁰⁷

A manutenção desse descompasso gerou, em um período relativamente curto, uma dessintonia nas relações de oferta e demanda no setor produtivo.

¹⁰⁶ Cf. BRENNER, R. **O boom e a bolha**: os Estados Unidos na economia mundial. Tradução Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2003. p. 50, 51, 52 et seq.

¹⁰⁷ Cf. *ibidem*, p. 49.

Tratava-se, de fato, de uma oferta excessiva em termos agregados ao nível mundial. Essa crescente degradação das relações de produção em âmbito da cadeia produtiva, de bens industrializados, acabou por deprimir as relações de troca e, assim, rebaixar os níveis gerais de produtividade. A correção desta distorção fora postergada por medidas de vária ordem, engendradas pelo governo americano, até os anos 1990, quando o acerto no lado da produção ocorre na eclosão da bolha especulativa, cultivada nos mercados acionários mundiais, sobretudo na esfera das empresas de alta tecnologia e informação.

Durante a segunda metade da década de 1960, os produtores da Europa Ocidental e do Japão exploraram os ganhos com o comércio para assegurar as taxas de expansão econômica mais altas da época do pós-guerra. Ao mesmo tempo, entretanto, esses mesmos produtores começaram, sem aviso, a suprir frações ainda maiores do que antes do mercado mundial. Anteriormente haviam estado produzindo para os seus mercados internos bens bastante similares àqueles que já eram produzidos pelos Estados Unidos. Assim, os bens que eles agora acabaram exportando tenderam a duplicar, em vez de complementar, os produtos dos titulares americanos nos mercados existentes, incitando a redundância, o excesso de capacidade e de produção.¹⁰⁸

À essa situação de fragilidade nas relações de produção aliaram-se as crises financeiras, tratadas por Minsky e indicadas por Brenner, colaborando para o recrudescimento geral do desempenho econômico que caracterizara o período em questão. A necessária correção no setor produtivo nunca foi realizada, e as taxas de produtividade seguiram minguando; situação que permitiu a manutenção de estruturas tecnológicas e gerenciais ultrapassadas ainda em operação, convivendo com experiências altamente competitivas. De fato, o que fica patente nesse quadro é a explicitação de um movimento globalizador, que imbrica no mesmo contexto as singularidades nacionais, que estão obscurecidas na análise de Brenner. Em contrapartida, o autor apresenta uma versão na qual ele alinha factualmente os

108

Ibidem, p. 55.

acontecimentos segundo um encadeamento lógico, acabando por construir um somatório de eventos auto-explicativos.

A reversão desse quadro se delineara nas duas décadas seguintes, com o

colapso do sistema de Bretton Woods entre 1971 e 1973, e em especial depois de meados da década de 1980. [...] Vastas quantidades de meios de produção de alto custo e baixa lucratividade foram eliminadas no decurso da meia década seguinte. Essa reorganização foi, principalmente, efeito da recessão e das altas taxas de juros das políticas de Volker, assim como do dólar em alta que as acompanhou, mas foi igualmente resultado dos esforços conscientes, de acionistas e financistas frustrados, para espoliarem os ativos corporativos tentando elevar o valor das ações – em especial por meio de um gigantesco movimento de fusões e aquisições tornado possível pela maior febre de empréstimos corporativos da história. [...] Sob o impacto de um aperto no crédito sem precedentes da política monetarista de Volker entre os anos 1979 e 1982, as taxas de juros reais decolaram de -2% em 1979 para uma média de 7,5% entre 1981 e 1985, as mais altas em qualquer período de quatro anos durante o século 20. [...] Em consequência, choveu dinheiro de todo o mundo para os Estados Unidos. Esse resultado correspondia ao desejo da administração Reagan de fortalecer o setor financeiro americano.¹⁰⁹

A esses acontecimentos, juntou-se o enfraquecimento do movimento trabalhista, observável tanto nos Estados Unidos quanto na Inglaterra, em função da crise, tornando-o suscetível às bandeiras do conservadorismo político. A debilidade da classe trabalhadora tornava-a, portanto, impotente diante das políticas em curso, arrefecendo sua força reivindicatória.

Apesar das tentativas do governo Reagan, a recuperação econômica acontece, de fato, em meados da década de 1980, mais de forma parcial do que efetiva. Após anos de queda real no nível dos salários, da desvalorização cambial do dólar e da redução de impostos, representou

um considerável aumento na competitividade internacional dos Estados Unidos e um drástico aumento da orientação da economia do setor manufatureiro americano para as exportações foram desse modo facilitadas, permitindo aos Estados Unidos lançarem um longo e decisivo processo de recuperação da lucratividade.¹¹⁰

¹⁰⁹ Ibidem, p. 95, 96, 98, 102 et seq.

¹¹⁰ Ibidem, p. 96, 97 et seq.

A manutenção de um desajuste macroeconômico foi preservada até o final da década de 1990, quando se reeqüacionou, com o estouro da bolha formada no mercado acionário. É nesse movimento abstrato que o ajuste econômico é praticado, quando 2,5 trilhões de dólares de riqueza financeira se evaporaram, pela perda da ordem de 95% da capitalização de mercado das empresas de telecomunicações.¹¹¹ O desajuste vigente, desde meados dos anos 1960, encontrou seu correlato na irracionalidade das expectativas geradas em torno dos novos segmentos de alta tecnologia. A bolha inflada nesse setor era, obviamente, irreal quando a capitalização bursátil referente às empresas de informação e comunicação respondia por 15% do Produto Interno Bruto (PIB). Os dados efetivos, no entanto, conferiam a esse setor uma participação no PIB de apenas 3%. Chama a atenção também a distância entre a capacidade instalada das companhias de telecomunicações e sua utilização real: para 39 milhões de milhas de fibra ótica construídas, o suficiente para circundar o globo 1.566 vezes, a utilização ficou em torno de 2,5 a 3%. Já para os cabos submarinos, essa taxa de utilização foi de apenas 13%.¹¹²

Percebe-se, portanto, que o fenômeno das crises que pontuaram os anos 1990 se inscreve nos quadros de um movimento de grande especulação financeira, combinada ao enfraquecimento do setor produtivo, dinâmica essa que não foi coibida; quer pela inexistência de um regime monetário em condições de introduzir amarras, quer pela debilidade das políticas econômicas nacionais diante da força dos mercados mundiais.

¹¹¹ Cf. Ibidem, p. 25.

¹¹² Cf. Ibidem, p. 22.

I.4 MERCADOS FUTUROS E CAPITAL FICTÍCIO.

Considerar a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), no período privilegiado por esta tese, significa pensá-la em função da sua congênere, avizinhada nas cercanias da BOVESPA à Praça Antonio Prado, a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F).¹¹³ A BM&F foi criada em meados da década de 1980, mais especificamente no ano de 1986, a partir da iniciativa de profissionais comprometidos intimamente com o mercado de capitais no Brasil, alojados em postos de comando e de administração de instituições e de sociedades intermediárias. Surgiu, sobretudo, da vontade deste grupo, cuja atividade no âmbito desse mercado de capitais era, basicamente, a intermediação nos negócios com títulos, e na administração de recursos, tanto próprios quanto de terceiros.

A concepção de uma bolsa de futuros foi amadurecida nos quadros da Bolsa de Valores de São Paulo, a partir do Conselho de Administração, do ponto de vista político, projeto identificado em larga medida com a figura de seu presidente à época, Eduardo Rocha Azevedo;¹¹⁴ e também no âmbito do corpo técnico da BOVESPA, liderado por Horácio de Mendonça Netto, Superintendente Geral à época, empenhado em conceber o funcionamento da BM&F no que tangia as operações, com as especificidades inerentes a uma bolsa que requer a padronização de contratos (ativos futuros negociados) e *clearing*,¹¹⁵ que exerce a compensação de forma diversa da bolsa tradicional. A BM&F iniciou suas atividades com a

¹¹³ Mariano Laplane chamou-nos a atenção para este fato por ocasião da apresentação de artigo na I Conferência Internacional de História Econômica; III Encontro de Pós-graduação em História Econômica. Campinas, IE-UNICAMP, 6 e 7 de setembro de 2006.

¹¹⁴ Cf. o capítulo 3, página 20X deste trabalho para maiores informações do contexto político relacionado à criação da BM&F.

¹¹⁵ Câmara de compensação particular às bolsas de futuros que exercem, na maioria das vezes, a liquidação das negociações mediante a realização de uma operação idêntica, mas inversa em relação à primeira efetuada, zerando as operações de forma agregada; visto que a liquidação física ocorre raramente.

integralização de seu capital social, da ordem de 25 milhões de dólares à época; recursos estes investidos pela Bolsa de Valores de São Paulo, ou seja: fruto da cisão do capital da BOVESPA.

Tradicionalmente, as bolsas de mercadorias e futuros se desenvolveram a partir da negociação de contratos futuros de *commodities*, ou mercadorias, com o propósito de conferir aos produtores de bens agrícolas proteção frente à incerteza introjetada na produção, sobretudo pelo fator clima, e pela oscilação acentuada nos valores de comercialização – este último bastante atrelado à variação do primeiro.¹¹⁶ Houve ao longo da história, muitos mercados correlatos às bolsas de futuros atuais em que se negociava produtos a serem entregues posteriormente. Há indícios de que mercadores no Oriente Médio, há mais de quatro mil anos, já transacionavam com a Índia a partir de tal modalidade contratual; com variações acerca desta modalidade de contrato obserável em outros momentos; mas é no Japão feudal do século 17 que se encontra o exemplo mais próximo dos dias atuais.¹¹⁷

Esses contratos futuros são hoje denominados *derivativos* porque consistem em ativos financeiros cuja cotação é vinculada à de um ativo regular, comumente chamado de ativo-objeto. A partir da sofisticação contínua do mercado financeiro, particularmente do mercado de capitais, introduziu-se a negociação de contratos que ponderavam a variação no tempo da cotação de outros tipos de ativos, *commodities* diferenciadas, como: suco de laranja; petróleo; metais, dentre eles o ouro e ferrosos; taxa de câmbio para diversas moedas; índices, particularmente de bolsa, que garantiriam as projeções feitas por parte dos agentes econômicos, notadamente os

¹¹⁶ Conforme Spinola, “os contratos futuros não eliminam certos subsídios e ações do governo visando a proteção do agricultor”. Cf. SPINOLA, N. **O futuro do futuro**. São Paulo: Editora Futura, 1997. p. 64.

¹¹⁷ Cf. FUTURES Industry Association, Inc. “Futures Trading Course & Handbook”. Washington DC: 1923 et seq.

empreendedores, quanto ao desempenho futuro da economia, fundamental na constituição dos cenários individuais; taxa de juro futura; títulos de dívida e *swaps*.¹¹⁸

Atualmente, há uma indústria vigorosa e sofisticada, composta por vasta quantidade de derivativos. Estes podem ser divididos, basicamente, entre derivativos agropecuários e financeiros.¹¹⁹ Em consequência da regionalidade inerente ao processo de produção dos ativos agropecuários, assim como de uma contextualização intrínseca entre o ativo financeiro negociado e o país residente da bolsa de mercadorias onde este é listado, os diferentes ativos, atualmente, são transacionados nas suas bolsas de origem, isto é naquelas em que eles foram negociados pela primeira vez. Evidentemente, com o advento das novas tecnologias de informação e comunicação, a compartimentação geográfica foi anulada.

O primeiro contrato futuro criado pela “nova gestão” da BM&F (que nada de novo havia desde que os jogadores eram os mesmos, alterara-se apenas “a mão”) foi o de Índice Bovespa. A constatação da particularidade nessa trajetória fundacional é curiosa, apesar de não parecer inusitada. As bolsas de futuros contemporâneas, como é o caso da BM&F, cujo surgimento aconteceu em uma época cujas práticas de mercado já estavam desenvolvidas e consolidadas, operam de modo caracteristicamente especulativo, desde seus primórdios. A formulação dos contratos futuros mais sofisticados, a exemplo do derivativo de Ibovespa, indica esta característica das bolsas de mercadoria, *locus* impar no que diz respeito ao potencial de lucros pujantes mediante atividade especulativa. Esta percepção se dá a partir da extrema intangibilidade desses ativos.

¹¹⁸ *Swaps* são contratos de troca de indexadores, em que se negocia a troca de taxas de remuneração referentes a dois ativos-objeto distintos. Têm por finalidade “criar travas de segurança” em operações, ou seja servir de *hedge* ao investidor.

¹¹⁹ Atualmente, são negociados na BM&F os seguintes contratos de derivativos: de juros – DI em um dia, DI longo, Índice e taxa de juros Spot; Índices: Futuro do Ibovespa, DI, IPCA, Cupom de IPCA, IGP-M, Cupom de IGP-m e Swap (balcão); Dívida: Global Bonds e A-Bond; Câmbio: Dólar, Euro, Ouro e IBRx-50; Agropecuários: café arábica, café robusta conillon, açúcar cristal, boi gordo, bezerro, algodão, álcool anidro, soja e milho. **Fonte:** BM&F. Disponível em: http://www.bmf.com.br/portal/pages/frame.asp?idioma=1&area=contratos&link_char=resenha.

Na hipótese de que a BM&F servisse de fato aos seus objetivos precípuos, inerentes à própria natureza de uma bolsa de futuros, não pareceria lógico pressupor que sua criação tivesse sido mediada por grandes grupos envolvidos com a produção agrícola, ao invés de *brokers*? Nesse caso, não seria de se esperar que o primeiro contrato fosse destinado a negociar cotações futuras de sacas de café ou de soja? Quem sabe arrouba de boi? Apesar da natureza aparentemente ingênua das perguntas suscitadas, a BM&F surge da demanda de atores que atuam nos mercados financeiros, desejosos de fazer a valorização do capital, seja próprio ou de terceiros, em esfera exclusivamente financeira. Esse é o mercado predominante da BM&F:

Existe um mercado fascinante, onde é possível comprar sem ter dinheiro e vender sem ter mercadoria; em que menos de 2% das operações são liquidadas pela entrega efetiva do bem transacionado; onde a especulação, mais do que tolerada ou desejada, é imprescindível.¹²⁰

O fascínio, no caso, é o do jogo tendo em vista a aquisição sem esforço, no qual toda materialidade se evapora. De fato, na grande maioria das vezes, os especuladores que operam em tais mercados ou contratos pouco sabem ou verdadeiramente se interessam por tais segmentos produtivos: jamais produziram uma única arroba de carne ou se depararam com um pé de café. Utilizam este novo produto, o contrato futuro, como subterfúgio para a valorização pura e simples do capital.

O que se observa neste passo é, talvez, a aplicação mais explícita do fenômeno de autonomização do capital descrito por Marx: o movimento preponderante nas bolsas de mercadorias passam a ser engendrados, sobretudo, não por produtores e investidores ciosos da socialização de risco produtivo, em

¹²⁰ FORBES, L. F. **Mercados Futuros**: uma introdução. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 1994. p. 5.

busca de *hedge*, mas, sim, pelos especuladores que, mediante a alegação de que aceitam o risco oferecido pela contraparte, ingressam nos mercados futuros, em busca de lucros soberbos.

As regras que amparam a negociação de derivativos em mercado organizado foram concebidas com o firme propósito de promover a especulação, tornando possível a maximização da rentabilidade do capital financeiro¹²¹. Eis o ponto nevrálgico que confere este caráter às bolsas de futuros: a constatação de que os contratos negociados entre duas partes serão liquidados apenas no futuro faz com que as bolsas não imponham, enquanto regra, a quitação do negócio acordado no ato da aquisição (solicitam apenas o depósito da margem de garantia ao negócio, usualmente em torno de 10% do valor nominal), diferentemente do que ocorre nas bolsas tradicionais que exigem o pagamento praticamente imediato. Nesse sentido, decorre que os especuladores em ambiente de mercados futuros possam adquirir um número de ativos muito superior ao que, de fato, teriam como disponibilidade financeira, prática corrente denominada de *alavancagem*.

Nesse contexto, percebe-se que o potencial de retorno de um investimento praticado em mercados futuros é incomensuravelmente maior frente às possibilidades existentes nas bolsas de valores, uma vez que, por mais que a capitalização engendrada nas instituições tradicionais esteja suscetível a fortes oscilações provocadas, que refletem de forma difusa o real estágio dos investimentos e de suas perspectivas, estas representam o capital industrial e, portanto, real, lastreado. Sendo assim, o domínio do capital financeiro encontra seus

¹²¹ Apesar das ponderações de caráter técnico que afirmam a possibilidade dos mercados derivativos contribuírem para o desenvolvimento do mercado de capitais “graças à transferência de tecnologia financeira sofisticada... pela introdução de instrumentos que permitem controlar e gerenciar os riscos do negócio”. Cf. ALVES, N. C. **Mercados dinâmicos**, princípios eternos. As bolsas, competitividade, futuros e derivativos. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999. p. 40.

espaços privilegiados de realização, e uma instituição como a BM&F é o seu lugar por natureza.

Gráfico 1.6: Volume anualmente negociado nas principais bolsas paulistas entre 1986 e 1996 (referência: bilhões de dólares).

Tabela 1.6: Volume anualmente negociado nas principais bolsas paulistas entre 1986 e 1996 (referência: bilhões de dólares).

Ano	BOVESPA	BM&F
1986	30	30
1987	8	15
1988	10	40
1989	15	80
1990	6	70
1991	9	90
1992	28	300
1993	50	500
1994	90	600
1995	80	700
1996	100	800

Fonte: Relatórios anuais BOVESPA e BM&F, 1986-1996 apud SOUSA, Lucy Aparecida de. O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 123.

O Gráfico 1.6 e a Tabela 1.6, ao compararem as tendências econômicas da BOVESPA e da BM&F, revelam que, desde a criação desta última, em 1986, os movimentos apresentam maior correlação até 1991. O desempenho da BM&F, sempre acima da BOVESPA, descolou-se desta em 1994, pois a regressão registrada pela BOVESPA não se confirmou em sua co-irmã que, pelo contrário, continuou a ascender enquanto a BOVESPA regredia. O crescimento da BM&F indica a liberalização econômica nos anos 1990. Até então, estava constrangida pela proibição governamental de acolher investimentos estrangeiros. A partir da instituição do Anexo IV, aliado à estabilização dos preços agrícolas, alcançada com o Plano Real, sua capacidade operacional se intensificou, pelo alongamento de percepção, implícita, da temporalidade nas negociações envolvendo mercado futuro.

Os gestores dessa modalidade de capital, logo, devem ponderar o custo de oportunidade da rentabilização. Comumente, no desenrolar do cálculo das expectativas, a BOVESPA já parte em posição desvantajosa.¹²² Em termos mais explícitos, as operações ocorridas na Bolsa de Valores de São Paulo preservam laços com a realidade produtiva, diferentemente da BM&F, cujas ligações se tornaram rarefeitas. No capitalismo, a realidade parece pairar sobre a vida material, cada vez mais descolada da dinâmica palpável do processo de acumulação. Tendo como referência a noção de capital fictício de Marx, Sombart distingue o capitalismo contemporâneo das etapas precedentes, apontando para o fato de que a metamorfose ocorrida introduziu nova periodização no curso de desenvolvimento capitalista.¹²³

A construção da categoria de capital fictício por Marx, no Livro 3 de *O Capital*, resulta da sua análise sobre o capital bancário, que compreende o sistema de créditos e de juros.¹²⁴ O capital fictício é, naturalmente, o capital financeiro; mas, na medida em que adquiriu uma importância central nas operações, pode ser destacado como uma fração determinada dessa forma de capital. O próprio capital financeiro deriva da relação simbiótica estabelecida entre o capital bancário e o capital industrial, como bem assinalou Rudolf Hilferding, em seu livro clássico: “Esta relação, precisamente, é a causa de o capital, [...] tomar a forma de capital financeiro, que constitui sua manifestação mais abstrata e suprema”.¹²⁵

¹²² Estamos cientes das operações em Opções e a Termo realizadas no âmbito da BOVESPA, também modalidades de contratos futuros.

¹²³ Werner Sombart cunhou em livro publicado em 1915 a expressão “Quitessência do Capitalismo”. Cf. SOMBART, W. **The Quintessence of Capitalism**: a study of the history and psychology of the modern business man. London: T. F. Unwin, 1915.

¹²⁴ Especialmente nos capítulos 24, 25, 29, 30, 31 e 32.

¹²⁵ HILFERDING, R. **El Capital Financiero** (1909) .Trad. esp. Madrid: Editorial Tecnos, 1963. p. 9.

De modo semelhante, porém apoiado na realidade dos Estados Unidos e, não na alemã, como Hilferding, John Hobson assinala que “a dominação financeira na indústria capitalista é exercida em grande medida pelos banqueiros”; e ainda que

o estudo das finanças no capitalismo torna claro, primeiro, que um mecanismo financeiro complexo é essencial à delicada ajustagem da indústria moderna; segundo, que esse mecanismo, operado com finalidade do lucro individual, pode conseguir freqüentemente os lucros mais elevados, provocando transtornos e desajustamentos industriais.¹²⁶

No mesmo sentido, Lênin identifica o Imperialismo ao domínio do capital financeiro, desde os últimos decênios do século 19. Como se sabe, segundo Lênin, o capital financeiro pressupõe o processo de concentração e centralização, os monopólios que aparecem da fusão entre o capital bancário e o capital industrial, bem como do domínio do primeiro sobre o segundo em função dos créditos e empréstimos. A proeminência assumida pelo capital bancário subordina o movimento do conjunto, pois, da concessão de financiamentos, os proprietários dos bancos podem participar tanto do desenvolvimento quanto da administração das empresas, por meio de compra de ações. Dessa fusão, emergem os conglomerados, que detêm o controle da produção. Por essa razão, a dominação imperialista ocorre por meio do capital financeiro, que se projeta das economias nacionais para a dinâmica internacional.¹²⁷ Nas palavras de Hilferding:

A política do capital financeiro persegue, pois, três objetivos: primeiro, a criação de um espaço econômico, o maior possível; segundo, a exclusão, no seu interior, da competição estrangeira, por meio de barreiras criadas por tarifas protecionistas, e, terceiro, a conversão desse espaço econômico em áreas de exploração de setores monopolísticos nacionais.¹²⁸

¹²⁶ HOBSON, J. A. **A evolução do capitalismo moderno**: um estudo da produção mecanizada. (1894). Trad. Port. São Paulo: Nova Cultural, 1985. p. 188.

¹²⁷ Cf: LÊNIN, V. **L'imperialisme, Stade Suprême du Capitalisme**. Trad. Francesa. Paris: Editions Sociales, 1971.

¹²⁸ HILFERDING, R. **El Capital Financiero** (1909) .Trad. esp. Madrid: Editorial Tecnos, 1963. p. 367.

O princípio gerador do capital financeiro é a própria autonomização do dinheiro que se converte “[...] no sujeito de um processo que permite aos detentores do dinheiro como capital o comando de meios de produção e de trabalhadores assalariados” ¹²⁹. Do desenvolvimento do crédito e do dinheiro como meio de pagamento, como já se tratou neste capítulo, aparece o capital a juros, que adquire independência e passa a subordinar as operações creditícias e as transações em moeda.

No capital produtor de juros está perfeita e acabada a representação fetichista do capital, a idéia que atribui ao produto acumulado do trabalho e por cima configurado em dinheiro a força de produzir automaticamente mais-valia em progressão geométrica em virtude de qualidade inata e oculta.¹³⁰

Daí a desmaterialização das relações sociais no capitalismo alçar à condição suprema, agudizada pelo sistema de créditos. “O crédito que o banqueiro dá pode ter diversas formas, por exemplo, letras e cheques contra outro banco ou abertura de crédito a outro banco, e por fim bilhetes de banco, no caso de bancos emissores”.¹³¹

O capital financeiro designa também o valor dos títulos de propriedade, obrigações, o conjunto de certificados e papéis negociáveis que podem ser convertidos em dinheiro. Esses papéis são um “valor-capital”, porque representam um “capital imaginário” e “ilusório” que se capitaliza, transformando-se em Capital Fictício, na medida em que adquire a condição de capital-futuro.¹³² “O valor de mercado desses títulos é em parte especulativo, pois não é determinado apenas pelo rendimento efetivo, mas pelo esperado, pelo que previamente se calcula”.¹³³

¹²⁹ BELLUZZO, L. G. M. **Valor e Capitalismo**: um ensaio sobre a economia política. São Paulo: Editora Brasiliense, 1980.

¹³⁰ MARX, K. Opus cit., cap. 29, p.459.

¹³¹ Ibidem, cap. 20V, p. 464.

¹³² Cf. Ibidem, cap. X19, p. 536 et seq.

¹³³ Ibidem, p. 538.

O crescimento puramente fictício do capital, esse capital volátil, no qual “tudo se duplica e triplica e se converte em pura fantasmagoria”,¹³⁴ sem lastro de solidez, desenvolveu-se nas últimas décadas do século 19 com as sociedades financeiras que passaram a negociar seus títulos e ações em instituições como a Bolsa de Valores de Londres. Nesses termos, o capital fictício, de forma genérica, é capital financeiro; mas, em termos mais precisos, pode ser entendido como sua fração, como sua expressão mais abstrata, enquanto “capital-futuro”, “capital-especulativo”, “capital imaginário” ou “capital ilusório”, isto é, uma modalidade específica do capital financeiro.

Na verdade, o que distingue esta forma de capital financeiro das que a precederam historicamente é o caráter universal e permanente dos processos especulativos e de criação contábil de capital fictício. A natureza intrinsecamente especulativa da gestão empresarial, nesta modalidade de ‘capitalismo moderno’, traduz-se pela importância crescente das práticas destinadas a ampliar ‘ficticiamente’ o valor do capital existente, tornando necessária a constituição de um enorme e complexo aparato financeiro.¹³⁵

A especulação, tornada o meio fundamental de operação no capitalismo, baseia-se em apostas, permanentemente utilizadas para se obter ganhos exponenciais, fazendo do risco, naturalmente com boa dose de cálculo, seu princípio.

“Ganhar ou perder por meio das oscilações de títulos (...) são cada vez mais resultado da especulação, do jogo”.¹³⁶ Inspirado nessa análise de Marx, Robson, por sua vez retomado posteriormente por Keynes, estende a regra do jogo para o conjunto das atividades, salientando a sua condição de definir o modo de ser capitalista e de nortear o comportamento dos agentes.

O sistema como um todo, é um jogo: não, efetivamente, um jogo cego, mas uma especulação em que a previsão e a oportunidade

¹³⁴ **IBIDEM**, p. 543.

¹³⁵ BELLUZZO, L. G. M. “Capitalismo Fictício”. In: **Ensaio sobre o Capitalismo no Século 20**. São Paulo: Edição Unesp/Unicamp, 2004, p.202.

¹³⁶ **Ibidem**, cap. 30, p. 549.

desempenham papéis de dimensões variáveis. Quando o empresário mais simples toma um empréstimo, ele empenha sua experiência e sorte, para produzir e vender, dentro de determinado prazo, uma quantidade suficiente de mercadorias, a um preço tal que lhe permita pagar com juros o empréstimo feito e assegurar para si certo lucro. Tanto quem pede quanto quem dá emprestado, evidentemente, tem em vista a probabilidade de vendas lucrativas nessa “especulação”. O que é verdade aqui continua verdadeiro para o sistema especulativo mais sofisticado do “crédito” moderno.¹³⁷

Com a extremação dessa última modalidade, no mundo contemporâneo, no qual todo o movimento de capitais realiza-se por intermédio das teclas de computador e tem sido o setor privilegiado de investimentos, a categoria capital fictício atinge, possivelmente, o seu ápice, a absoluta desmaterialização. Dessa forma, as crises serem momentos centrais para a manutenção da capitalização, pois, uma riqueza desmaterializada é uma riqueza carente de lastros reais.

A construção da categoria de capital fictício, elaborada por Marx, segue dois andamentos analíticos centrais, podendo ser logicamente distinguidos, já que são, na verdade, inseparáveis: histórico e teórico. Referimo-nos ao fato de que, para construir a noção de capital fictício, Marx considera o processo histórico de desenvolvimento do capitalismo, pois essa modalidade pressupõe a divisão de funções entre os capitalistas, expressa na diferenciação entre o capital-dinheiro (capital produtor de juros), capital-mercadoria e capital-produtivo; considera também o processo de autonomização das formas, uma vez que “esse capital fictício possui movimento próprio”.¹³⁸

Como apropriadamente acentuou Mazzuchelli,

Esta afirmação condensa uma das questões centrais subjacentes à construção de Marx: a do desenvolvimento das formas. Se a mercadoria e a forma valor que lhe é característica, constituem a “forma mais geral e abstrata”, a “forma elementar” do regime capitalista de produção, é a partir do desenvolvimento lógico dessas formas que se torna possível

¹³⁷ HOBSON, J. A. **A evolução do capitalismo moderno**: um estudo da produção mecanizada. (1894). Trad. Port. São Paulo: Nova Cultural, 1985. p. 180-181.

¹³⁸ Ibidem p. 535.

compreender a estrutura interna, a natureza mesma do capital. De fato, é partindo geneticamente da forma valor que Marx estuda a natureza do dinheiro enquanto forma de existência social dos produtos do trabalho, e é do estudo do dinheiro e de suas funções no processo de circulação das mercadorias que Marx demonstra como essa “substância social comum” aos produtos do trabalho se autonomiza ante a circulação, a subordina e se constitui, assim, numa “substância social progressiva”, no “sujeito de um processo” cuja finalidade é o próprio processo.¹³⁹

Ou, nos termos de Marx, no capital que se autonomiza “(...) desaparece o último vestígio de conexão com o processo efetivo de valorização do capital e reforça-se a idéia de ser o capital autômato que se valoriza por si mesmo” (capítulo 29, p. 537). Vale dizer: Marx referem-se às aparências necessárias, produtoras de ilusões das quais o capital é o mais acabado fenômeno, inerente à opacidade da historicidade do capitalismo, por isso, o movimento de constituição dessa forma autônoma de capital é a capitalização, que adquire autonomia desprendendo-se da sua condição de forma transitória. O capital fictício contém “o dom místico” de se auto-reproduzir ¹⁴⁰, por se desprender da origem do valor. Trata-se do fetiche do capital, análogo ao fetiche da forma mercadoria, pois, ao ser uma forma que se sobrepõe à outra se torna “riqueza financeira imaginária”¹⁴¹ e, nessa condição, afasta-se da própria forma de base.

Outro desdobramento da análise de Marx possui nítido significado político, pois se refere ao caráter da dominação. A predominância do capital financeiro significa nos termos de Hobson o “domínio da classe dos financistas”.¹⁴² Para Hilferding, semelhantemente, “em sua perfeição o grau mais elevado do poder econômico e político nas mãos da oligarquia capitalista. É a culminação da ditadura

¹³⁹ MAZZUCHELLI, F. **Capitalismo: tendências e crises (uma reflexão a partir de Marx)**. Tese de doutoramento apresentada ao Departamento de Economia e Planejamento do Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas. Campinas: 1977. p. 13-14.

¹⁴⁰ Cf. MARX, K. Op. cit., p. 536.

¹⁴¹ Ibidem, cap. 20X, p. 549.

¹⁴² Cf. HOBSON, J. A. Op. cit., p. 175. A relação entre o imperialismo, classes sociais e política em Hobson, foi recuperada recentemente por CHIBBER, Vivek. “The return of imperialism to Social Sciences”. **Arch. Europ. Sociol.**, XLV, n. 3, p. 428, 2004.

dos magnatas capitalistas”.¹⁴³ Equivale dizer que o imperialismo coroa a ascensão burguesa, constituindo-se, portanto, ao contrário do que pensava Lênin, no “primeiro estágio do domínio político da burguesia” e não o “último estágio do capitalismo”.¹⁴⁴

A questão diz respeito ao caráter desmaterializado e volátil do capital, em função da evanescência das relações pressupostas: a esse capital sem matéria corresponde uma dominação sem corpo. No mundo global, tal desmaterialização atinge o paroxismo, não apenas porque o movimento financeiro rompeu todas as barreiras, mudando de residência em instantes, mas, sobretudo, porque parte substancial do capital consiste de fundos de pensão.

Cremos ser esse o sentido das reflexões recentes de André Gorz, quando aprofundou suas teses sobre a perda de substância do trabalho nas sociedades atuais. Segundo seu argumento central, a metamorfose do trabalho, ocorrida nos últimos decênios do século 20, teria provocado a perda da medida reguladora interna do capitalismo, uma vez que o trabalho se tornou “imaterial”.¹⁴⁵

Em suma, são os mercados futuros o paraíso do capital fictício. Segundo o diagnóstico de Guttmann, o capital fictício da moeda de crédito alcançou patamares inusitados, em função da especulação financeira, através dos mercados de câmbio ou do mercado interbancário mundial. O volume das atividades, que recobriram o mundo, promoveu a destruição dos controles sobre o capital e as divisas, de forma que as ações de especulação se desenvolvessem sem limites, obrigando que os governos nacionais construíssem políticas econômicas a elas ajustadas.¹⁴⁶ As operações realizadas nas bolsas de valores no mundo são manifestações flagrantes de que “tudo se desmanchou no ar”.

¹⁴³ HILFERDING, R. Op. cit., p. 420.

¹⁴⁴ ARENDT, H. **Imperialism**. New York: Harcourt Brace Janovitch, 1968. p. 32.

¹⁴⁵ Cf. GORZ, A. **L'immatériel- Connaissance, Valeur et Capital**. Paris: Galilée, 2003.

¹⁴⁶ Cf. GUTTMANN, R. GUTTMANN, R. “As mutações do capital financeiro”. In: François Chesnais (Coord.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998. p. 82-83.

CAPÍTULO II: CAPITALISMO, GLOBALIZAÇÃO E CRISES DE SOBRECUMULAÇÃO.

CAPÍTULO II

CAPITALISMO, GLOBALIZAÇÃO E CRISES DE SOBREACUMULAÇÃO.

“Impelida pela necessidade de mercados sempre novos, a burguesia invade todo o globo. Necessita estabelecer-se em toda parte, criar vínculos em toda parte. Pela exportação do mercado mundial a burguesia imprime um caráter cosmopolita à produção e ao consumo em todos os países [...] Em lugar do antigo isolamento de regiões e nações que se bastavam a si próprias, desenvolvem-se um intercâmbio universal, uma universal independência das nações. As criações intelectuais de uma nação tornam-se propriedade comum de todas. A estreiteza e o exclusivismo nacionais tornam-se cada vez mais impossíveis; das inúmeras literaturas nacionais e locais, nasce uma literatura universal”

MARX, K.; ENGELS, F. Burgueses e proletários. In: FERNANDES, F. (Org.). **K. Marx, F. Engels: história**. São Paulo: Ática, 1983.

II.1 A ERA DO CAPITALISMO GLOBALIZADO

A expressão globalização recobre, na bibliografia que se dedica à análise deste fenômeno característico dos últimos decênios, um vasto leque de significados, embora nem sempre coincidentes. Em Marx, já aparece referida nas acepções de mercado mundial e de intercâmbio universal, em *O manifesto do Partido Comunista*, escrito em colaboração com Engels, para tratar do aceleração do tempo histórico no capitalismo, inerente ao ritmo intenso das transformações, condição mesma de existência do mundo burguês.¹⁴⁷ À contração temporal corresponde a integração dos mercados em escala mundial, promovendo a interdependência entre as nações, encurtando as distâncias com o desenvolvimento das comunicações e dos

¹⁴⁷ MARX, K.; ENGELS, F. **Manifesto del Partido Comunista y otros Escritos Políticos**. Trad. Esp. México: Grijalbo, 1970. p. 25-27.

transportes, transformando as culturas locais, impondo os padrões civilizatórios da sociedade burguesa.¹⁴⁸

A noção de globalização emerge, na bibliografia mais recente, contemporaneamente ao próprio fenômeno, expressando uma gama de posições que oscilam entre a crítica e a celebração; talvez em função da sincronia entre o objeto e a reflexão, as obras sejam mais frágeis do ponto de vista das suas formulações. Immanuel Wallerstein considera que, apenas a partir do decênio de 1970, surgem condições propícias ao aparecimento da noção de *sistema-mundo*, mas, apesar disso, a categoria não está propriamente respaldada numa teoria. Segundo o autor: “Eu tenho considerado o trabalho dos últimos 20 anos e de mais alguns que virão como o trabalho de limpar a vegetação rasteira, para que possamos construir um aparato mais adequado para as ciências sociais”.¹⁴⁹

Independentemente dos contornos valorativos manifestos nas obras, há concordância geral sobre a natureza do problema, que se caracteriza por transformar radicalmente o mundo por meio do desenvolvimento das tecnologias eletrônicas, permitindo a integração quase absoluta dos mercados, destruindo as barreiras culturais existentes entre os povos. Nesse sentido, a globalização é um fenômeno que tende a homogeneizar o mundo sob o signo do capitalismo. Não é por casualidade que as sociedades ditas periféricas, anteriormente nomeadas de subdesenvolvidas ou pertencentes ao Terceiro Mundo, tenham passado à categoria de “mercados emergentes”, sintoma do domínio das relações mercantis, sobretudo da perda de dignidade dessas nações, privadas do direito de se autoneomiar.

¹⁴⁸ Formulação já referida de Marx, largamente utilizada por HARVEY, D. **The limits of capital**, Oxford: Basil Blackwell, 1982, e que ressurgue em seu clássico **A condição pós-moderna**. São Paulo: Edições Loyola, 1993, especialmente na terceira parte.

¹⁴⁹ WALLERSTEIN, I. “The Rise and Future Demise of World-System Analyses”. **Review XXI**, n.1, p.103, 1998.

Em sua face tecnológica e econômica mais visível, a globalização alterou as relações entre países, uma vez que “a telefonia ou a informática empresarial densificam o tempo através da velocidade que aproxima os espaços”,¹⁵⁰ produzindo, desse modo, efeitos de ordem cultural.¹⁵¹ Assim sendo, a globalização é tributária da revolução tecnológica dos anos 1980, corporificada pelos computadores, responsáveis pela agilização vertiginosa no processamento, difusão e transmissão de informações; correlatamente, permite o desenvolvimento da inteligência artificial e da engenharia genética. A grande transformação se deu no momento em que a informação associou-se às telecomunicações, gerando a rede mundial de computadores, a Internet, ícone maior de nosso tempo,¹⁵² um símbolo cultural capaz de enredar a todos na sua malha desconcertante. A chamada revolução da microeletrônica levou de roldão a organização fordista do trabalho, produzindo efeitos sociais perversos.

O desenvolvimento de um aparato tecnológico revolucionário é condição necessária ao processo da globalização, outros não menos importantes lhe são agregados, como a construção da hegemonia econômica e política norte-americana, desde, pelo menos, o pós-II Guerra Mundial. Naturalmente, no exercício hegemônico, no contexto da Guerra Fria, os Estados Unidos fizeram concessões econômicas aos seus parceiros, acabando por criar um alto grau de cooperação econômica internacional, que os levava a tolerar o intervencionismo, o protecionismo, as taxas cambiais desvalorizadas praticadas por seus virtuais concorrentes. Os índices de crescimento, nos anos 1960, foram elevados de maneira geral, pois os aliados dos americanos, que eram beneficiados pela alta do preço do

¹⁵⁰ Cf. DURAND, J. P. **La chaîne invisible**. Paris: Éditions de Seuil, 2004. p. 220.

¹⁵¹ Cf. COWEN, T. **Creative Destruction**: how Globalization is Changing the World's Cultures. Princeton: Princeton University Press, 2004.

¹⁵² Cf. FRIEDMAN, T. L. **The Lexus and the Olive Tree**: Understanding Globalization. New York: Anchor Edition, 2000.

petróleo, conseguiram penetrar em mercados tradicionalmente controlados pelos americanos, competindo em setores industriais até então intocados, como o automobilístico, favorecendo, assim, a penetração de veículos japoneses em países antes dominados pelas montadoras de Detroit. Os gastos crescentes no conflito do Vietnã, envolvimento típico da época da Guerra Fria, associados ao declínio do consumo interno redundaram em grave crise fiscal, forçando o governo a emissões monetárias que, inevitavelmente, pressionaram os índices inflacionários.¹⁵³

A um conjunto tão significativo de eventos, nem mesmo a mais poderosa economia do mundo poderia resistir. Diante da impossibilidade de retomar em curto prazo aos mesmos níveis de produtividade industrial do período anterior, mobilizou todo o potencial financeiro de sua vasta economia. A abertura de mercado, então apregoada pelos Estados Unidos, fazia parte de uma estratégia excepcionalmente bem conduzida, uma reedição sofisticada do livre-cambismo com a finalidade de promover a recuperação da economia norte-americana, pelo aumento do fluxo de capitais para o país, o que daria sustentação ao gasto público e ampliaria a capacidade de consumo interno, reativando, em decorrência, o parque produtivo.¹⁵⁴

Em termos mais explícitos, tratava-se de criar condições para que os bancos americanos pudessem assumir o controle dos petrodólares, ou seja, o privilégio monopolista de reciclá-los na economia mundial. A expansão de acordos comerciais caucionados por empréstimos garantidos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pela Organização Mundial do Comércio (OMC), além de outras práticas cunhadas como neoliberais, foram os mecanismos que permitiram a realização dessa nova modalidade de hegemonia. Internamente, a balança do poder econômico deslocou-se da capacidade de produzir para a capacidade de investir e de controlar o

¹⁵³ Cf. HARVEY, D. Op. cit., p. 57.

¹⁵⁴ Cf. TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.

movimento do capital, que David Harvey qualificou como a substituição da “acumulação pela reprodução ampliada” para a *accumulation by dispossession*.¹⁵⁵

As conseqüências foram quase imediatas. O parque produtivo foi reestruturado a partir das tecnologias de informação que restaurariam seu poder competitivo; o crescimento econômico se deslocou da América Latina e Europa rumo aos Estados Unidos e países do Sudeste Asiático, especialmente o Japão e, mais recentemente, a China.¹⁵⁶ É bem verdade que o crescimento chinês não é admitido sem tensões. Segundo a análise de um especialista no assunto:

A política dos Estados Unidos na China está mal orientada (...), porque uma China rica não será um poder que aceite o *status-quo* internacional. Pelo contrário, será um estado agressivo e determinado a conquistar uma hegemonia regional. Não porque a China ao ficar rica venha a ter instintos malvados, mas porque a melhor maneira para qualquer estado maximizar as suas perspectivas de sobrevivência é se tornar um *hegemon* na sua região do mundo. Agora bem, se é do interesse da China ser o *hegemon* no nordeste da Ásia, não é do interesse da América que isto aconteça.¹⁵⁷

Independentemente de futuras ações a guiar a política chinesa para o mundo, o envolvimento dos Estados Unidos, assim como da Europa, nos mercados asiáticos, é considerável, apontando para o fato de que o rompimento de qualquer harmonia na região, mesmo que provisória, provocaria desequilíbrios ponderáveis. A abertura dos mercados asiáticos, aprofundada a partir de meados dos anos 1990, tem permitido a entrada de novos investidores.

¹⁵⁵ Significa acumulação por desapropriação, por desapossamento, por esbulho, que na edição brasileira foi traduzido acumulação por espoliação. Cf. HARVEY, D. **O novo imperialismo**. São Paulo: Edições Loyola, 2004. p. 121 et seq.

¹⁵⁶ A globalização criou uma relação entre centro e periferia, cujas divisões sociais substituem as divisões geográficas, em que a política de exclusão substitui a política de incorporação característica das etapas prévias do capitalismo. Cf. HOOGLVELT, A. **Globalization and the Postcolonial World: the New Political Economy of Development**. Baltimore, Maryland: Johns Hopkins University Press, 2001. Em dissonância com esta interpretação, Jagdish Bhagwati aponta vários aspectos que considera positivos na globalização, que entende ser mais parte da solução do que raiz dos problemas mundiais. Cf. BHAGWATI, J. **In Defense of Globalization**. Oxford: Oxford University Press, 2004.

¹⁵⁷ MEARSHEIMER, J. **The Tragedy of the Great Power Politics**. New York: Norton & Company, 2001. p. 402.

Com exceção de Formosa e Coréia do Sul, os investidores estrangeiros têm acesso mais ou menos irrestrito aos mercados acionários secundários da Ásia, embora Tailândia, Indonésia e Sri Lanka limitem o investimento estrangeiro em qualquer ação a 49%, visando assim evitar o controle estrangeiro.¹⁵⁸

Nestes termos, a reconstrução da economia norte-americana resultou da expansão da produção à escala mundial, num processo de integração do sistema produtivo transnacional viabilizado pelos fluxos de investimento externo, realizado diretamente pelas finanças internacionais encasteladas nos países líderes, sob o comando dos Estados Unidos.

De acordo com o banco de investimentos Morgan Stanley, o comércio mundial atingiu o recorde de 26% do produto bruto do planeta no ano 2000, ante 18% em 1990. As transferências entre afiliadas estrangeiras de multinacionais aumentaram em ritmo duas vezes superior ao do comércio internacional, ao longo da década passada.¹⁵⁹

O volume de investimentos, no ano de 2006, realizado por empresas localizadas fora dos seus países-sede ultrapassou um trilhão de dólares, apresentando um crescimento de quase 70% em relação ao período imediatamente anterior.¹⁶⁰

O processo de globalização atingiu, dessa forma, pleno êxito, se considerado no prisma da economia. A política dos organismos internacionais constrangia as demandas desenvolvimentistas nas áreas submetidas, em favor da internacionalização da produção, significando que uma articulação estreita se estabelecia entre o centro (core) e as áreas de intervenção (periferia), visível no papel desempenhado pelas instituições de relevo supranacional, a exemplo do FMI

¹⁵⁸ DAWSON, R. "Uma via de mão única". **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 1, n. 4, jan. 1994, p. 15.

¹⁵⁹ ROACH, S. "Terror põe globalização sob ameaça". **Folha de São Paulo**, Caderno Dinheiro, p. B5, 30 set. 2001.

¹⁶⁰ Cf. COSTAS, R. "Patriotas nos negócios". **Veja**, São Paulo, p. 81, 8 mar. 2006.

ou do Banco Mundial, binômio que, no plano interno, enlaça Wall Street e o Tesouro americano.¹⁶¹

O êxito desta política exprime, portanto, uma dupla lógica no liame centro e periferia de forma absolutamente nova, o que Harvey denominou por jogo dialético entre a lógica capitalista e a territorial. Se, de um lado, o capital engendra suas próprias regras, em estreita conexão com o Estado, do outro, a dinâmica da acumulação capitalista cria redes moleculares estruturadas no amplo espaço mundial de forma complexa, envolvendo em sua teia os movimentos populacionais, os vínculos pessoais e profissionais, as fragmentações étnicas e religiosas, arrebatando os códigos lingüísticos na construção de um léxico adequado à comunicação tecnológica, agenciadora dos circuitos do capitalismo financeiro.¹⁶²

Verifica-se, aí, um jogo intrincado que envolve as lógicas capilares de acumulação à escala mundial, em que vigem os microinteresses locais associados às políticas mais gerais de Estado remetidos ao conjunto, isto é, ao amplo espaço de dominação praticamente imperial, delineando-se, na interpretação posta por Harvey, o que Robert Kurz já havia detectado ao se referir à contradição fundamental do capitalismo da globalização: um Estado nacional, os Estados Unidos, sujeito aos constrangimentos de sua política interna, exercendo o papel de árbitro supremo da economia mundial devendo, por isso mesmo, exercer o papel de gendarme planetário.

Emerge uma espécie de novo imperialismo, derivado das fortes pressões econômicas particulares ao capitalismo, exigindo um tipo igualmente peculiar de Estado que, apesar de estar identificado com os agentes imediatos do grande capital, das corporações ou firmas, tem seus próprios desígnios que podem levá-lo a

¹⁶¹ Cf. COX, R. W. "Social forces, states and world orders: beyond international relations theory". In: LITTLE, R.; SMITH, M. **Perspectives on world politics**. London: Routledge, 1977. p. 107.

¹⁶² Cf. HARVEY, D. Op. cit., p. 80.

resistir às pressões propriamente econômicas. Seu leque de interesses recobre o domínio de territórios, povos ou recursos, que pode não coincidir com os impulsos capitalistas imediatos no afã de controlar mercados ou fatores de produção, mas que, caso ocorra, o resultado inexorável pode levar à criação de tensões e conflitos incontroláveis. A racionalidade do Estado e a complexidade do exercício da dominação mundial o livram de ser apenas criatura dos capitalistas, como analisa, com propriedade, David Harvey.

A aliança entre os dirigentes políticos e os representantes do capital se dá pelo fato de que, árbitros das decisões de investimentos, os empresários controlam os recursos que deverão ser aprovionados pelo Estado, a fim de atender a seus próprios interesses, quer tornando a expansão viável, quer se defendendo face aos concorrentes, fazendo renascer a competição entre Estados. A mola propulsora do imperialismo, ainda nas trilhas de Harvey, são os mecanismos das crises, que geram a necessidade ingente de buscar as melhores oportunidades para rentabilizar os investimentos, evitar a desvalorização dos ativos próprios e lucrar com a perda de valor dos ativos a serem incorporados. O nervo da questão é a sobreacumulação capitalista, ou simplesmente o excesso de excedentes de capital à busca de escoadouros lucrativos, que engendra a acumulação por espoliação. O que ela faz é “liberar um conjunto de ativos... a custo baixo... e dar-lhes imediatamente um uso lucrativo”, questão decisiva à qual retornaremos proximamente.¹⁶³

Se a natureza impetuosa do capitalismo engendra os motivos propriamente econômicos para explicar a expansão de cunho imperialista, viu-se também que sua face política é absolutamente indispensável à compreensão do fenômeno. Como já vimos, o colapso da União Soviética limpou o terreno para a escalada do capitalismo

¹⁶³ Cf. HARVEY, D. Op. cit., p. 124.

à sua dimensão universal¹⁶⁴ por integrar ao espaço econômico do capital vastos territórios e densas populações, do Leste Europeu aos rincões asiáticos, potencializando investimentos, valorizando e desvalorizando ativos, relançando a hegemonia norte-americana à condição de poder unipolar, o que lhe deu a oportunidade de se livrar das constrações impostas por instituições da Era da Guerra Fria, requalificando seus papéis ou simplesmente criando instituições substitutivas adequadas aos novos tempos. Tal é o caso de instituições típicas do multilateralismo como a OTAN, a SEATO, a ONU que, dóceis frente aos governos nos Estados Unidos, tornam-se ferramentas da política externa americana, pois facilitam o uso de bases estrangeiras; a logística das tropas; a liberação de fundos coletivos para financiar as operações; e, acima de tudo, legitimam as mais espúrias situações. A força descomunal representada pelo poder militar norte-americano, jamais visto na história, em termos das “despesas militares relativas, da capacidade de inibir os atacantes, do alcance ofensivo global e do nível de fogo ofensivo utilizado com risco mínimo para si mesmo”,¹⁶⁵ é tão espetacular que as velhas instituições foram reorganizadas para servi-lo.

Se as antiquadas instituições multilaterais foram recicladas no plano internacional, internamente, na orgânica do poder, novas instituições assumiram a cena principal, ao lado das existentes que foram reaparelhadas. A natureza militarista do Estado se expressa no poder conferido a essas instituições: o

¹⁶⁴ “Algumas transformações sociais, econômicas, políticas e culturais que estavam germinando desde os começos do século, aceleraram-se depois da Segunda Guerra Mundial e intensificaram-se ainda mais a partir das reformas iniciadas por Gorbachev desde 1985. A queda do muro de Berlim em 1989 simboliza não só a crise dos regimes socialistas do Leste Europeu, mas também a abertura de novas fronteiras para a expansão do capitalismo naqueles países. [...] A crise do Leste Europeu, ou do Bloco Soviético, dos países organizados com base na economia centralmente planejada, pode ser vista também nessa ótica: continua em marcha a globalização do mundo, sob a influência do capitalismo”. IANNI, O. **A Sociedade Global**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1992. p. 12, 13, 56 e 57.

¹⁶⁵ Cf. MANN, M. **Império da incoerência**: a natureza do poder americano. Rio de Janeiro: Record, 2004. p. 39.

Pentágono, o Estado-Maior Conjunto e o Conselho de Segurança Nacional.¹⁶⁶ Se a principal função do antigo Pentágono era garantir a defesa do Estado, dos cidadãos, dos interesses norte-americanos, agora deveria atuar no sentido de “estender o poder e a influência dos EUA”,¹⁶⁷ contexto em que o “Departamento de Defesa completou sua transformação em um Departamento de Projeção do Poder”.¹⁶⁸ Mudanças estruturais que os governos buscaram legitimar por via das demonstrações exemplares de força em diferentes continentes: africano (Somália); americano (Panamá); europeu (Sérvia) e asiático (Iraque); operações em que se fazia alarde da absoluta poupança de vidas norte-americanas, tributárias dos avanços tecnológicos que, por outro lado, produziam enormes devastações materiais, abrindo espaços para os investimentos de capital excedente, e ceifamento de vidas humanas, tidas por acidentes inevitáveis, simples efeitos colaterais, nas solertes expressões cunhadas pelas autoridades de plantão. As transformações das instituições existentes, combinadas à criação de novas, são iniciativas relevantes porque significam a formalização do poder de império e, em decorrência, da prática do domínio, realizando um caminho inverso daquele trilhado pelos ingleses quando marcharam do imperialismo formal para o informal.

As razões da truculência político-militar norte-americana são anteriores à era George W. Bush. Segundo Bacevich, iniciaram-se em 1993, um ano considerado marco, quando a gestão Bill Clinton mudou o rumo de sua política externa, transitando do *containment* para o *enlargment*, num processo de militarização sem precedentes na história americana em tempos de paz, e que foi traduzido na agressividade de Madeleine Albright, Secretária de Estado, que não se constrangia ao afirmar que se os Estados Unidos tinham os meios e os motivos, por que não

¹⁶⁶ Ibidem, p. 83.

¹⁶⁷ CF. BACEVICH, A. **American Empire**: the realities and consequences of US diplomacy. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 142.

¹⁶⁸ Ibidem, p. 127, 222.

fazer uso da força? Estabelece-se, portanto, uma linha de continuidade entre essas iniciativas e as empreendidas por Bush, ao militarizar organicamente o aparelho de Estado e radicalizar o direito de agir pela força, no anúncio da nova doutrina da política externa. O trânsito da “contenção” para a ação “preventiva” foi inaugurado, seguindo a retórica de Bill Clinton, quando, em 1995, a propósito da crise da Nicarágua, afirmava: “os Estados Unidos agirão multilateralmente quando possível, mas unilateralmente quando necessário”.¹⁶⁹

Esse projeto de dominação, engendrado no período dos governos de Tony Blair e Bill Clinton, foi, em parte, obscurecido, pela retomada do crescimento das economias centrais; pela vitória norte-americana na primeira guerra do Iraque; pela celebração do mundo global propiciado pelas tecnologias informacionais. No livro *The Pos-Modern State and the World Order*, um assessor de Tony Blair enumera as estratégias a serem implementadas pelos países hegemônicos em relação ao resto do mundo, por ele designadas “imperialismos aceitáveis ao mundo dos direitos humanos e dos valores cosmopolitas”: “imperialismo cooperativo”, que regula as relações entre os países hegemônicos; “imperialismo baseado na lei das selvas”, dirigido aos países “pré-modernos”; “imperialismo voluntário da economia global”, voltado àqueles que se abriram para o exterior de forma pacífica¹⁷⁰. Em termos miúdos, essa política propõe a solidariedade entre os dominantes para submeter os países em posição subalterna, seja pela aquiescência, seja pela “lei das selvas”.

A doutrina Bush, nascida após os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, foi elaborada por acadêmicos de sólida formação intelectual e profundas convicções religiosas. Rotulados como novos conservadores, esta teoria fundamentava o surgimento do poder imperial norte-americano, consolidado no

¹⁶⁹ Cf. ARRUDA, J. J. A. **Nova história moderna e contemporânea**. Bauru: EDUSC, 2003. p. 766.

¹⁷⁰ Cf. COOPER, R. **The Post-Modern State and the World Order**. Londres, Ed. Demos, 1996.

documento publicado em setembro de 2002, denominado *Estratégia de Segurança Nacional dos EUA*. Por ele, “dissuasão” e “contenção” nada mais significavam e deviam ser substituídas pela política de “prevenção”, que legitimaria ataques antecipados, pois “os Estados Unidos jamais permitirão que sua supremacia militar seja desafiada”, afirmou George W. Bush, em 21 de setembro de 2002, aduzindo que “o livre comércio e o livre mercado são prioridades na estratégia de segurança nacional”.¹⁷¹

Concluía-se que os poderes comercial, industrial e financeiro dos Estados Unidos deveriam ser mobilizado como “instrumentos estratégicos na política de ação preventiva contra possíveis inimigos”,¹⁷² merecendo, por estas formulações, serem responsáveis pela “viragem genuína rumo à política imperialista”.¹⁷³ Do ponto de vista da defesa dos interesses norte-americanos no mundo, portanto, não há praticamente divergências entre os democratas e os republicanos, diferenciando-se, apenas, pelo *modus operandi*, pelo nível da retórica; uns mais discretos, outros mais diretos, sem peias, dependendo do arsenal destrutivo que poderiam mobilizar, o que transforma as palavras de ordem da política externa americana em meros artefatos discursivos, com forte substrato ideológico. O que se poderia questionar, como o fez Chomsky, é se, de fato, o nascimento do imperialismo data dos anos 1990, pois suas origens podem ser rastreadas em frases proferidas por autoridades norte-americanas em defesa do “poder, posição e prestígio” da América, como o fez Dean Acheson, no longínquo 1963,¹⁷⁴ num momento histórico nada favorável aos Estados Unidos, pois a União Soviética tinha a eles se equiparado, em termos de arsenal atômico, com o lançamento de seus artefatos nucleares.

¹⁷¹ Cf. documento disponível em <www.whitehouse.gov/nsc/nsc>.

¹⁷² Idem, p. 767.

¹⁷³ Cf. MANN, M. Op. cit., p. 7.

¹⁷⁴ Cf. CHOMSKY, N. **Hegemony or survival**: America's quest for global dominance. New York: Metropolitan Books, 2003. p. 16-26.

Mas será mesmo que a vocação expansionista dos Estados Unidos deveria ser limitada à segunda metade do século 20? Como assinala Chalmer Johnson, de modo desabrido e, talvez, exagerado, “as raízes do império mergulham fundo no passado americano”, resultando na transformação da República em Império, alicerçado no poderio militar encravado em 969 bases militares no interior do país, mais 725 espalhadas mundo afora, para não falar das bases secretas, prova insofismável, segundo o autor, de que os Estados Unidos preferem o uso da força ao trato respeitoso com as demais nações. O estreitamento dos laços entre executivos industriais e políticos de alto nível, complementado pela militarização das agências de inteligência e a substituição dos civis por militares de carreira nas linhas de frente da política externa, respaldaram o poderio militar, tendência que, para ser interrompida, pressupõe a retomada do controle do Congresso por parte da sociedade, condição para sufocar o orçamento do Pentágono e promover uma espécie de revolução dentro da ordem, tendo em vista subordinar a instituição ao controle democrático e republicano.¹⁷⁵

Não se pode, portanto, outorgar a condições fortuitas as ações de domínio imperialista dos Estados Unidos. Não diz respeito, por isso, a um presidente com especial vocação para as soluções militares; tampouco é condicionada pelos processos eleitorais que alternam no poder republicanos e democratas; muito menos resulta do acaso ou pura má sorte.¹⁷⁶ Prova-o a constatação de que os governos democratas não restringiram os orçamentos militares, como aconteceu na era Clinton. Apesar da retórica antibelicista e antimilitarista, os gastos militares cresceram de forma significativa, antecipando a escalada, jamais vista, da guerra no Iraque, já no contexto do combate ao terrorismo.

¹⁷⁵ Cf. JOHNSON, C. **The sorrows of empire**: militarism, secrecy and the end of the Republic. London: Verso, 2004. *Passim*.

¹⁷⁶ Cf. MANN, M. Op. cit. *Passim*.

E nem poderia ser diferente, considerando-se a importância da indústria bélica, da corporação petrolífera, de seus liames com as lideranças militares, de seu papel na experimentação de vanguarda dos artefatos de guerra sofisticados. Gastos que, no fundo, são de fácil aceitação por parte da sociedade e, sobretudo, de fácil receptividade por parte dos contribuintes norte-americanos, permanentemente bombardeados com o tema da segurança, das conspirações contra a população do país, fossem elas elocubradas pelos japoneses, em tempos idos; pelos soviéticos, mais recentemente; ou pelos terroristas da Al-Qaeda, de fato, uma ameaça real e presente, mas, nem por isso, menos manipulada. O volume de gastos militares realizados no Iraque e a intensidade das manifestações de desaprovação produzidas pela população americana, são desproporcionais às perdas humanas e ao impacto real produzido pelo conflito, o que demonstra implicitamente a aceitação às decisões tomadas pelo governo nesse campo.

A magnitude dos recursos destinados no orçamento aos gastos militares pelo governo norte-americano, que gira em torno de 4% do PIB e não dá sinais de que possa diminuir, ao contrário do que vem acontecendo com quase todos os países do mundo, sobretudo depois do fim da Guerra Fria, atesta a natureza das relações dos Estados Unidos com os outros países. “Em 2001, representava 36% do mundo inteiro – seis vezes maior que o da potência número dois, a Rússia, e sete vezes maior do que o das três seguintes, França, Reino Unido e Japão”, alcançando 40% do total mundial em 2003. Dos 840 bilhões de dólares gastos mundialmente, os Estados Unidos aplicaram 400 bilhões, parte deles para a manutenção de bases militares espalhadas por 132 países, segundo informa o próprio Pentágono, que permite aos generais norte-americanos dispor de forças militares mobilizáveis no mundo inteiro, não havendo “nenhum lugar fora do alcance americano”.¹⁷⁷ A

¹⁷⁷ Cf. MANN, M. Op. cit., p. 33-34.

voracidade da máquina militar necessitada de permanente atualização, verbas subtraídas dos setores sociais, explica, grandemente, o rebaixamento do padrão de vida de amplos setores marginalizados da população. O casamento entre os interesses da indústria bélica e dos militares, bem como sua capacidade de fazer *lobby* junto ao Congresso, respondem pela capacidade de sugar recursos públicos para a máquina militar, especialmente de suplementações orçamentárias justificadas pelos tempos de guerra.¹⁷⁸

Por essa razão, o peso da dimensão política entranhada na palavra globalização exige sua ressignificação. Para John Kenneth Galbraith, não é um conceito sério, apenas dissimula a política de penetração econômica dos Estados Unidos nos demais países. Roupagem nova para um velho significado, o do imperialismo, é, no fundo, uma sofisticada arquitetura de dominação de amplo espectro, como bem aparece nos textos de um número crescente de intérpretes do fenômeno, dentro e fora dos Estados Unidos. Essa literatura tende a convergir na identificação da globalização com uma forma renovada do neo-imperialismo,¹⁷⁹ uma estranha mescla de guerras e negócios que dão ao novo domínio americano a aparência de um Império Neoliberal.¹⁸⁰ Apenas na aparência, pois a economia global é administrada não por um Estado global, mas por um sistema múltiplo de Estados que conferem aos Estados Unidos o papel de guardião da paz mundial que, ironicamente, se transforma num sistema de guerras permanentes.¹⁸¹

O processo de globalização produziu, aliás, o desenvolvimento de políticas regionais, como é o caso exitoso da Comunidade Econômica Européia e do acordo firmado entre as bolsas de Londres e de Frankfurt, anunciado em 7 de julho de 1998,

¹⁷⁸ Cf. ARRUDA, J. J. A. Op. cit., 2003. p. 770-771.

¹⁷⁹ Cf. VELTMEYER, H. **Globalization and Anti-globalization: Dynamics of Change in the New World Order**. Aldershot, Hampshire, UK: Ashgate Publishing, 2005.

¹⁸⁰ Cf. PIETERSE, J. N. **Globalization or Empire?** Oxford: Routledge, 2004.

¹⁸¹ Cf. WOOD, E. M. **The Empire of Capital**. New York: Verso, 2003.

tendo em vista organizar o mercado de capitais europeus; com o mesmo propósito, firmou-se um tratado de cooperação entre as bolsas de futuros de Frankfurt, Paris e Zurique, denominada *Eurex*.¹⁸² Se essas iniciativas podem funcionar como contrapeso à homogeneização globalizada, pois, rigorosamente falando, no capitalismo moderno, a especialização e a concentração geram, contraditoriamente, a fragmentação. De fato, a busca permanente por redução dos custos, inclusive de capital, que ampliasse as margens de lucro, levou a *franchises*, terceirizações e verticalizações, um conjunto de práticas que permitiram a gestão descentralizada, o respeito a padrões locais e à transferência de tecnologia sofisticada em logística e marketing.¹⁸³ Apesar dessas barreiras montadas, o exercício das políticas de dominação no âmbito mundial não foram eliminadas. No entanto, as ações de grupos terroristas são uma ameaça permanente à constrição por produzirem a insegurança que provoca o impulso à inversão da queda de barreiras.

A face dessa modalidade de domínio, o imperialismo da globalização como preferimos denominar, é claramente assumida pelos poderes representativos do governo norte-americano, especialmente pelo Presidente da República e pelo Secretário de Estado, submetidos a forças poderosas que orquestram a compulsiva política de projeção mundial dos Estados Unidos. Para além das grandes corporações, cujos interesses são evidentes, um complexo aparato institucional joga um papel decisivo na parte operacional, especificamente a simbiótica relação entre Wall Street, o Tesouro Americano, o Fundo Monetário Internacional e o Pentágono.¹⁸⁴ Não por casualidade, após o dia 11 de setembro de 2001, o mercado

¹⁸² Cf. TAMER, A.; CRESCENTI, M. "A surpreendente aliança Londres-Frankfurt". **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 5, n. 58, jul. 1998, p. 20.

¹⁸³ Cf. DUPAS, G. "O futuro das empresas". In: *Revista Bovespa*. São Paulo, ano IV, n. 38, novembro de 1996, p. 26.

¹⁸⁴ Cf. HARVEY, D. *Op. cit.*, p. 67.

financeiro dos Estados Unidos convocou o “governo para a guerra”, aprofundando as relações entre o Tesouro americano e os negócios.

Com uma simples assinatura, Busch concedeu ao secretário do Tesouro, Paul O'Neill, o que ele descreve como “poderes draconianos” para punir ou até mesmo pôr fim às operações de qualquer banco estrangeiro que ele suspeite não esteja cooperando plenamente na guerra mundial ao terrorismo encetada pela administração. A Securities and Exchange Commission (SEC, órgão de atribuições semelhantes às da Comissão de Valores Mobiliários brasileira) suspendeu, temporariamente, logo após o ataque ao World Trade Center e o Pentágono, a aplicação da seção 10 da Lei de Comércio de Valores Mobiliários, adotada na era da depressão, que proíbe “operações manipulatórias e enganosas”, a fim de suspender as restrições à recompra de ações por parte de empresas que desejem sustentar os preços de suas ações.¹⁸⁵

É certo, porém, que o fenômeno da globalização incorporou forças sociais de sustentação em todo o planeta: Robert Mundell, Prêmio Nobel de 1999, ofereceu irrestrito apoio às políticas neoliberais adotadas durante o Governo Reagan;¹⁸⁶ organizações não governamentais saudaram-na; e, sobretudo, foi aclamada por jovens profissionais plenamente identificados com os mecanismos da “nova economia”, atraídos pelo padrão de vida diferenciado por ela oferecido.¹⁸⁷ As oportunidades abertas de ascensão, no entanto, não significam democratização social, pois os mais abonados e bem posicionados, detentores de educação formal alongada e diferenciada, encastelados nas posições-chave do sistema, colhem para si as vantagens, aumentando a distância entre ricos e pobres no desconcerto mundial.¹⁸⁸ Esses profissionais do mercado financeiro, possuidores de conhecimentos especializados, chegam a ter, comumente, condições para desrespeitar as leis, como ocorreu em 2002, após a fraude da WorldCom, quando

¹⁸⁵ BAKER, G. “Mercado convoca governo para a guerra”. **Folha de São Paulo**, p. B4, 30 set. 2001. Caderno Dinheiro.

¹⁸⁶ Cf. “Entrevista com Robert Mundell”. **Revista BOVESPA**, São Paulo, ano 7, n. 69, nov.-dez. de 1999, p. 4-10.

¹⁸⁷ Cf. BERGER, P. L.; HUNTINGTON, S. P. **Many Globalizations: Cultural Diversity in the Contemporary World**. Oxford: Oxford University Press, 2003.

¹⁸⁸ Cf. ISAAK, R. A. **The Globalization Gap: how the rich get richer and the poor get left further behind**. New York: Financial Times Prentice Hall Books, 2004.

executivos norte-americanos ameaçaram a “não respeitar as normas legais e regulatórias que obrigam diretores a atestar a lisura da contabilidade das suas empresas”.¹⁸⁹

O imperialismo da Era da Globalização repercutiu intensamente sobre a sociedade capitalista, pois, pela primeira vez, os mercados econômicos conformam todas as relações sociais por sobre uma miríade de nações. “Uma propriedade das relações e dos fluxos de poder entre Estados no âmbito do sistema global de acumulação do capital”.¹⁹⁰ O capital torna-se uma unidade em tempo real, investido e acumulado no âmbito da circulação, isto é, como capital financeiro, cuja realização de valor se dá na rede dos fluxos monetários globais enlaçados aos sistemas de informação. Os lucros realizados são recapturados pela rede financeira, que se alimenta permanentemente dos novos chegados ao sistema. Uma espécie de cassino global, que opera “na interação entre o investimento de empresas lucrativas e o uso dos lucros acumulados para fazê-los frutificar nas redes financeiras globais”, o que explica a interação entre o capital financeiro e as empresas industriais de alta tecnologia, pois estas dependem do movimento incessante de capitais para manter o ciclo contínuo de inovação, produção e competitividade. O destino dessas empresas está atrelado ao circuito das finanças, que atua “diretamente por meio de instituições financeiras ou de forma indireta mediante a dinâmica do mercado das bolsas de valores”,¹⁹¹ elemento estratégico no processo de reprodução capitalista contemporâneo, por ser um lugar central da capitalização hodierna e caixa de ressonância das crises.

¹⁸⁹ DA REDAÇÃO. “Executivos se rebelam contra lei ‘antifraude’”. **Folha de São Paulo**, p. B8, 9 ago. 2002. Caderno Dinheiro.

¹⁹⁰ Cf. HARVEY, D. Op. cit., p. 36.

¹⁹¹ Cf. CASTELLS, M. **A sociedade em rede**. São Paulo: Paz e Terra, 2001. p. 49-50.

II.2 CRISES, TEMPORALIDADES E SOBREACUMULAÇÃO.

A trajetória do capitalismo não pode ser apartada do estudo histórico das crises. Uma sólida tradição interpretativa, cuja origem remete a autores clássicos como Marx e Keynes, a quem se filiam economistas e historiadores, elaborou o princípio de que os ciclos econômicos, inerentes ao capitalismo, geram crises periódicas. Esse equilíbrio delicado, tratado por Marx como produto das “leis de movimento” do sistema que se move por contradições até a sua superação final, levou autores, do porte de Keynes, a afirmar a necessidade de intervenção do Estado para regular a atividade econômica e preservar o crescimento, antídoto adequado ao controle desses movimentos.¹⁹² Tal problemática é central na contemporaneidade, porque as crises entranham o cerne do *capitalismo financeirista*, noção mais precisa do que capitalismo da globalização, ou capitalismo informacional, por se tratarem de qualificativos agregados, que não expressam as dimensões essenciais do fenômeno.

A essencialidade desse capitalismo se encontra no domínio da esfera financeira, que passa a subordinar o movimento conjunto do capital – produzindo as crises, muitas delas orquestradas por serem fruto da pura especulação. A política levada a cabo pelas agências e instituições internacionais colabora, freqüentemente, para a eclosão das crises, por impor padrões rígidos para os países dependentes de recursos externos, normas que se espelham na realidade das economias hegemônicas. A dinâmica atual que conforma os ciclos econômicos caracteriza-se por uma duração específica, cujas latitudes se diferenciam, marcadamente, da

¹⁹² Cf. MITHELL, W. C. “Business cycle”. In: HARBERLER, G. (Dir.). **Readings in business cycle theory**. Philadelphia: Blakinson Series of Republished Articles on Economy, 1944. p. 43. v. II; SCHUMPETER, J. A. “The analysis of Economic Change”. In: HARBERLER, G. (Dir.). Op. cit., p. 7.

extensão temporal clássica das crises no capitalismo do século 19 e da primeira metade do século 20, pois as periodicidades tradicionais, ciclo longo (Kondratieff), médio (Juglar) e ciclo curto (Kitchin)¹⁹³ são insuficientes, e até mesmo inadequados, para qualificar os espasmos e contrações inscritos no âmago do sistema global.

A temporalidade das crises do capitalismo industrial caracterizava-se por seu perfil alongado. A crise *mater* de 1929 é um exemplo clássico desta duração. Desde a eclosão da crise, no dia 24 de outubro de 1929, a quinta-feira tornou-se um dia aziago, uma referência ameaçadora a pesar sobre o horizonte de expectativa de todos os investidores em bolsas de valores. Mas ela não se esgotou aí. Incluiu, em sua ampla caracterização, as medidas adotadas visando à sua contenção, simbolizadas no *New Deal*. Às repercussões da crise ocorridas nos Estados Unidos somaram-se os problemas produzidos nos países europeus estreitamente conectados à economia norte-americana; numa segunda e terceira ondas de impacto, integraram-se os países da periferia do mundo, a exemplo do Brasil. A escala temporal é absolutamente diversa das crises gestadas no âmbito do capitalismo financeirista.

Desde o primeiro instante, as crises contemporâneas difundiram-se num átimo de tempo – para não falar em lapso de tempo –, já a partir do momento em que a crise se anuncia, passando por seus desdobramentos, até a mobilização das políticas construídas para contê-las e evitar que elas se transformem numa avalanche, capaz de arrastar todo o sistema em sua voracidade. A compressão temporal significa que o capitalismo financeirista é par siamês do capitalismo da informação, exatamente porque é a velocidade da informação em rede, viabilizada pela Internet que, de um lado, integra os mercados físicos e financeiros, agilizando os deslocamentos de massas monetárias e créditos virtuais e, de outro, num curto

¹⁹³ Cf. ESTEY, J. A. **Ciclos econômicos**: sua natureza, causa e controle. São Paulo: Mestre Jou, 1965; ARDANT, H. **Les crises économiques**. Paris: Flammarion, 1948.

circuito, presentifica a informação. O alarde amplifica a dimensão da crise, levando às nuvens o poder de manipulação dos operadores centrais do sistema, seus *back site drivers*, encastelados no coração financeiro do reduto *wall streetiano*, apoiados pelas agências multilaterais, a exemplo do FMI ou do Banco Mundial. Em termos explícitos, a temporalidade das crises foi absolutamente transformada, colocando em quarentena o arsenal clássico da teoria dos ciclos econômicos, ou de seus congêneres europeus, as flutuações econômicas.¹⁹⁴ Todo o referencial analítico acumulado passa a exigir uma teorização renovada dos ciclos econômicos, tendo em vista a atual configuração do sistema dominante no cenário mundial.

A mutação temporal é indicativa de que reestruturações de alta significação haviam ocorrido no cerne do fenômeno, o que nos remete à questão central da explicação das crises. Mais uma vez, a crise de 1929 é o divisor de águas, por despertar a comunidade científica e os corpos políticos para o estudo do ciclo econômico de forma mais sistemática e rigorosa,¹⁹⁵ apelando à produção de séries numéricas contínuas, tidas por termômetros seguros na mensuração da temperatura do corpo social, auferida por via da estrutura econômica. Os instrumentos concebidos ampliaram a capacidade de perceber o estado momentâneo da estrutura, expresso no movimento ondulante da economia, no sentido de que “a conjuntura é, com freqüência, um indício do estado da estrutura”.¹⁹⁶

O fenômeno das crises – tomado como manifestação reflexa da estrutura econômica que o produziu –, tornou-se impossível de ser descolado de suas manifestações ideológicas, agravadas pelo fato de ter ocorrido no momento de confronto crescente entre os sistemas capitalista e socialista, comprometendo sua

¹⁹⁴ Cf. LABROUSSE, E. **Fluctuaciones Económicas y Historia Social**. Madrid: Editorial Tecnos, 1962. p. 340.

¹⁹⁵ Cf. KULA, W. “Histoire et Économie: I alongue durée”. **Annales Économies-Sociétés-Civilisation**, v. XV, n. 2, p. 297, 1960.

¹⁹⁶ Cf. VILAR, P. “A noção de estrutura”. In: BASTIDE, Roger. **Usos e sentidos do termo estrutura**. São Paulo: Herder, 1971. p. 136.

apreensão. Alojada na antevéspera da II Guerra Mundial, quando o conflito capitalismo *versus* socialismo, Estados Unidos e União Soviética, se intensificava, a crise foi capturada pelo embate político-ideológico em torno das vantagens e desvantagens da economia planificada *vis-à-vis* a economia liberal de mercado. Como um laboratório de provas, a crise surgia, para os críticos do capitalismo, como a demonstração cabal da superioridade da economia centralizada, planificada, baseada em um modo de produção coletivizado. Por ter se preservado dos efeitos desintegradores produzidos pela crise, atribuiu-se ao socialismo soviético a condição de organização social superior, nublando o fato de que sua imunidade ocorreu, exatamente, por ter rompido os laços que o conectavam ao mercado capitalista. O acirramento das disputas não poupou sequer intelectuais adeptos da neutralidade da ciência, como N. I. Kondratieff, que, em seu texto sobre os movimentos longos da economia, situava a crise de 1929 exatamente no ponto de viragem entre a fase alta e a fase de baixa do ciclo longo, cuja reversão traria um novo ciclo de prosperidade para a economia capitalista. Em represália, o verbete sobre ondas longas foi excluído dos dicionários da Academia de Ciências da União Soviética e seu autor exilado na Sibéria, mas, em compensação, seus textos foram publicados e republicados no Ocidente.¹⁹⁷

Em síntese, criou-se uma dualidade interpretativa entre os que viam na crise de 1929 o sintoma decisivo e franco do anunciado colapso do capitalismo, e aqueles que apontavam no sentido de sua breve regeneração, dada a capacidade de se metamorfosear, por intermédio da apropriação da riqueza socialmente gerada via mecanismos de mercado. A antinomia percebida, naquele momento, extinguiu-se com a implosão da União Soviética, cujo acontecimento difundiu a interpretação da

¹⁹⁷ Cf. KONDRATIEFF, N. I. "The long waves of economic life". **The Review of Economic Statistic**, v. XVII, n. 6, p. 105-115, 1935, republicado por KONDRATIEFF, N. I.; GARVY, G. "Las ondas largas de la economia". **Revista de Occidente**, Madrid, 1946.

falência cabal das formas de planificação e de coletivização controladas pelo Estado. O colapso da URSS foi largamente celebrado pelos adoradores da economia de mercado, regida pelos princípios liberais; foi interpretado, também, como prova da superioridade incontestável das sociedades capitalistas, corroboradas pela abertura da China, que alargou ilimitadamente as possibilidades de expansão do sistema. Apesar disso, as crises não foram eliminadas; ao contrário, passaram a acontecer mais amiúde, sendo repostas em outro patamar, potenciando a retomada através do favorecimento dos capitais volumosos e levando em sua torrente avassaladora aqueles em posições desvantajosas.

Mas quando, a partir da década de 1980, o sistema do mercado de câmbio, do mercado de crédito, “emancipa-se do controle exercidos pelos bancos nacionais”,¹⁹⁸ outro será o capitalismo; outra será a configuração das crises; outras suas explicações; outras suas temporalidades. David Harvey agrega, de modo pertinente, outros determinantes das mudanças, para quem o capitalismo emergente nos anos 1980, na seqüência da dupla crise do petróleo de 1973-1978, de nítida configuração exógena, define-se pela projeção do setor financeiro à sua quintessência, salto viabilizado pela natureza da sociedade norte-americana, de caráter imigracional, multicultural, competitiva e individualista,¹⁹⁹ conjugando de forma complexa e contraditória os interesses dos financistas e dos dirigentes políticos. Enquanto os primeiros desejam aplicar seu capital onde a lucratividade for maior, buscando vantagens individuais e somente se considerando responsáveis diante de seu grupo social imediato, os governantes tentam ampliar seu poder, bem como de seus próprios Estados: “O capitalista opera no espaço e no tempo contínuos, enquanto o político opera num espaço territorializado e, ao menos nas

¹⁹⁸ Cf. KURZ, R. “Perdedores globais”. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. 5-9, 1.º out. 1995.

¹⁹⁹ Cf. HARVEY, D. **O novo imperialismo**. São Paulo: Edições Loyola, 2004. p. 22.

democracias, no âmbito de uma temporalidade ditada por um ciclo eleitoral”,²⁰⁰ ao passo que as empresas são mais fugidias, deslocam-se no espaço, fundem-se, fecham. Já os processos de acumulação em escala espacial dilatada são mais difíceis de controlar. Realizam-se de forma molecular e geram unidades de força local que se entrechocam, cabendo ao Estado e suas instituições o papel decisivo no equilíbrio destas forças antagônicas em favor da acumulação, sobretudo porque os fluxos de capital e os fluxos financeiros são difíceis de acompanhar via sistema de crédito. Nestes termos, a lógica territorial e a lógica capitalista devem ser vistas como “problemáticas e muitas vezes contraditórias, em vez de cooperativa ou unilateral”, em decorrência, “essa relação dialética cria o arcabouço para uma análise do imperialismo capitalista em termos da intersecção dessas duas lógicas diferentes, mas interligadas”.²⁰¹

Por essa via, entende Harvey, que as práticas imperialistas remetem “à exploração das condições geográficas desiguais sob as quais ocorre a acumulação de capital”, aproveitando-se das “assimetrias” decorrentes das relações espaciais de troca, que “se expressam em trocas não leais e desiguais, em forças monopolistas espacialmente articuladas, em práticas extorsivas vinculadas com fluxos de capital restritos e na extração de rendas monopolistas”, e mais, que

as condições geográficas desiguais não advêm apenas dos padrões desiguais da dotação de recursos naturais e vantagens de localização; elas são também, o que é mais relevante, produzidas pelas maneiras desiguais em que a própria riqueza e o próprio poder se tornam altamente concentrados em certos lugares como decorrência de relações assimétricas de troca,

²⁰⁰ Ibidem, p. 32.

²⁰¹ Ibidem, p. 34.

reservando ao Estado a função de “preservar o padrão de assimetrias especiais de troca que seja vantajoso para ele”.²⁰²

Ameaçados no setor produtivo, os Estados Unidos alçaram vôo rumo à hegemonia financeira que pressupunha, de um lado, que os mercados nacionais e locais se abrissem ao comércio internacional e, de outro, que a burguesia nacional norte-americana transitasse do setor produtivo ao financeiro, configurando-se uma economia de serviços internamente e uma economia rentista no plano internacional.²⁰³ Independentemente de o Estado ter se transformado no agente decisivo no processo de acumulação capitalista global, como vimos, os processos de acumulação podem criar, e de fato criam, suas próprias redes e formas operacionais de maneira variada, nela envolvendo as relações de parentesco, vínculos religiosos, códigos lingüísticos.²⁰⁴

Em suma, está-se diante de uma sofisticada centralização do capital, que se realiza por meio do poder financeiro, em que a elite burguesa, em escala internacional, busca economias de escala e posições de mercado, atuando no sentido de garantir o monopólio das tecnologias avançadas por meio da reserva do direito de patentes e garantia de direito sobre propriedade industrial. Essa nova modalidade de capitalismo, o capitalismo financeirista, comanda o processo global da reprodução, o que explica a necessidade de requalificação do conceito de capital excedente, uma vez que sua parte dominante é a do capital fictício, como vimos no capítulo I. Segundo Kurtz, está-se no universo em que o crescimento real implodiu e “só tem lugar ainda no plano virtual, na figura das bolhas financeiras”.²⁰⁵

²⁰² Ibidem, p. 35.

²⁰³ Ibidem, p. 58-60.

²⁰⁴ Ibidem, p. 80-81.

²⁰⁵ Cf. KURZ, R. “A China não é o país das maravilhas”. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. 12-13, 19 jan. 2003. Mais!

A noção de “acumulação por despossessão”, elaborada por Harvey, equivale à acumulação por expropriação, uma espécie de acumulação primitiva de capitais sob novas roupagens, cujas características essenciais envolvem:

valorização fraudulenta de ações, falsos esquemas de enriquecimento imediato, a destruição estruturada de ativos por meio da inflação, a dilapidação de ativos mediante fusões e aquisições e a promoção de níveis de encargos de dívida que reduzem populações inteiras, mesmo nos países capitalistas avançados, a prisioneiros da dívida, para não dizer nada da fraude corporativa e do desvio de fundos (...) decorrentes de manipulações do crédito e de ações, (...) ênfase nos direitos de propriedade intelectual nas negociações da OMC; ... a biopirataria; ... a escalada na destruição de recursos ambientais; ... a transformação em mercadoria de formas culturais, históricas e da criatividade intelectual; ... a corporativização e privatização de bens públicos; ... a regressão dos estatutos regulatórios destinados à proteção do trabalho; ... a devolução de direitos comuns de propriedade obtidos graças a anos de luta de classes.²⁰⁶

Ao que se poderia aduzir uma miríade de possibilidades, a exemplo da seguridade social relacionada às catástrofes produzidas por crescentes transtornos ecológicos, frutos da própria dinâmica do sistema, acentuadas pelo contexto global.²⁰⁷ Fenômenos dessa natureza revelam como os agentes no capitalismo financeirista buscam, permanentemente, outros nichos para a aplicação de ativos.

A noção de acumulação por despossessão é a “desvalorização dos ativos de capital e da força de trabalho excedente... reciclados com lucro no circuito de circulação do capital sobreacumulado”, que requer uma onda prévia de desvalorização, o que, por sua vez, pressupõe que uma crise seja produzida. Tais crises “podem ser orquestradas, administradas e controladas para racionalizar o sistema”, para cujo desenlace corroboram “os programas de austeridade administrados pelo Estado, que recorrem às alavancas vitais das taxas de juros e do

²⁰⁶ Cf. HARVEY, D. Op. cit., p. 123.

²⁰⁷ Cf. SHILLER, R. **The financial order**: risk in the 21st century. Princeton: Princeton University Press, 2000.

sistema de crédito”, destacando-se o papel do FMI nesse processo, resultando, em decorrência,

na criação de um estoque de ativos desvalorizados, e em muitos casos subvalorizados, em alguma parte do mundo, estoque que pode receber uso lucrativo da parte de excedentes de capital ao qual faltam oportunidades em outros lugares.²⁰⁸

A despeito da crise gerada pela inadimplência dos países periféricos na década de 1980, os investimentos aí realizados caracterizam-se por sua alta rentabilidade, portanto, vazão oportuna para os excedentes de capitais acumulados nos centros hegemônicos.

Tabela 2.1: Expansão da dívida externa dos países latino-americanos, 1977-1987 (referência: dívida total em % do PIB).*

Países	1977	1982	1987
Argentina	10	31	62
Brasil	13	20	29
Chile	28	23	89
Guiana	100	158	353
Honduras	29	53	71
Jamaica	31	69	139
México	25	32	59
Venezuela	10	16	52

* Dívida total em % do PIB.

Fonte: KENNEDY, Paul. **Preparing for the twentieth-first century**. New York: Random House, 1993. p. 205.

A porcentagem do PIB comprometida com o pagamento da dívida externa cresce exponencialmente nos anos 1977 a 1987, com um padrão similar nos países mais desenvolvidos, como se acontecer com Brasil, Argentina, Chile e Venezuela, tendência acentuada depois da crise do México de 1982, com impacto no Brasil em novembro do mesmo ano, forçando as instituições com responsabilidade internacional – leia-se FMI e Banco Mundial –, a tentarem manter a aparência de normalidade –, transferindo recursos para o serviço da dívida, uma modalidade, entre outras, de socializar os prejuízos dos banqueiros privados e de enviar uma quebra generalizada ao sistema bancário nesses países. Mais para o final da década, países do G-7 à frente, capitaneados pelos EUA, com a elaboração dos planos Baker e Brady, concluiu-se pela necessidade de reconceitualização da dívida, passando banqueiros e agências públicas dos países credores “a aplicação de algum tipo de desconto do valor nominal – *face value* dos títulos emitidos – ou real – via taxa de juros – dos títulos oficiais da dívida contraída nos anos de euforia financeira”.²⁰⁹

²⁰⁸ Cf. HARVEY, D. Op. cit., p. 125.

²⁰⁹ Cf. ALMEIDA, P. R. “Os anos 1980: da nova Guerra Fria ao fim da bipolaridade”. In: SARAIVA, Flavio Sombra (Org.). **Relações internacionais** 1997. p. 325-326.

Gráfico 2.1: Expansão da dívida externa dos países latino-americanos, 1977-1987 (referência: dívida total em % do PIB).

Fonte: KENNEDY, Paul. **Preparing for the twentieth-first century.** New York: Random House, 1993. p. 205.

A globalização financeira produziu, em sua dinâmica expansiva, a emergência de uma nova riqueza, como a proveniente dos sistemas de informação e comunicação, ao lado da acumulação puramente rentista, bem como favoreceu o aparecimento de novos poderes, com a colaboração das tecnologias de ponta. George Lodge, professor em Harvard, utilizou expressiva imagem para caracterizar esse fenômeno.

Poderia usar duas metáforas. Primeiro, é como uma espécie de caleidoscópio, com imagens imprevisíveis e não aplainadas, mas que irá conectar 5,5 bilhões de pessoas umas às outras, jogando por terra tradicionais lideranças econômicas e fazendo outras florescerem. É um processo que cria tensões. (...) Mudando de imagem eu diria que a globalização é uma força de natureza glacial ou vulcânica.(...) Mas é certo que haverá vencedores e perdedores. (...) A globalização vai liberar vasto potencial em comércio, investimentos e proteção ambiental. (...) Haverá muitos conflitos, muita competição entre empresas e países”.²¹⁰

²¹⁰ “Entrevista de George Lodge”. **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 2, n. 20, maio de 1995, pp. 5-8.

II.3 CARTOGRAFIA DAS CRISES.

Nas origens, o crescimento do setor financeiro resultou de recursos entesourados no pós-II Guerra Mundial, aplicados de forma conservadora em contas de poupança, em títulos da dívida pública; num segundo momento, a geração herdeira desses recursos, do patrimônio monetário ingurgitado na época do milagre econômico, aventurou-se no mercado acionário de risco, cuja continuidade exigia oxigenação permanente, pela inclusão de ativos renovados e crescentes aportados ao sistema pelos novos chegados ao “cassino especulativo mundial”, pela injeção de *fresh money*.²¹¹ A instalação da ciranda financeira projetou o terceiro estágio, aquela em que a classe dos novos ricos experimentava uma espécie de desmaterialização de suas vidas sem abdicar do consumo de bens tangíveis.²¹² Consumidores conspícuos de uma panóplia de bens inimagináveis para as pessoas comuns, usufrutuários do conforto e da distinção social.

As crises sempre trouxeram consigo a transferência de propriedade. O binômio desvalorizações profundas com liberalizações financeiras, geralmente implementadas pelo FMI, pode resultar em massivas transferências de propriedade, produzindo crises regionais, nos espaços moleculares de acumulação, por terem o instrumento do crédito, a possibilidade de criar um capital fictício na forma de ativos em títulos e notas promissórias sem qualquer suporte material. Por outro lado, as crises podem ser benéficas para o sistema financeiro central, porque, como já se disse, reorganizam as relações a favor dos bem posicionados. A crise de 1973 acabou por consolidar a posição de Nova York no papel de capital financeira mundial pelo

²¹¹ Cf. KURZ, R. “O mais inebriante dos vícios”. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. 3, 28 set. 1997. Mais!

²¹² Cf. DURAND, J. P. **La chaîne invisible**. Paris: Seuil, 2004. p. 217.

consórcio entre Wall Street, Tesouro americano e FMI, na medida em que se concedeu aos bancos norte-americanos o direito de reciclar petrodólares acumulados na região do golfo Pérsico.

Na condição de maior potência do planeta, beneficiários diretos da globalização, os Estados Unidos não têm interesse numa desestabilização incontrolável porque perderiam uma de suas grandes vantagens, que é acolher os investimentos em seu mercado de títulos e ações dos investidores que abandonam o mercado de risco, além do grande prejuízo representado pelo encolhimento do poder de compra de suas próprias mercadorias, pelos mercados atingidos pela crise. Por essa via se explica o desembolso de 50 bilhões de dólares para impedir a insolvência e a moratória anunciadas pelo governo mexicano em 1994, uma crise gerada exatamente pelo acordo firmado com o Canadá e os Estados Unidos, o NAFTA.

O México era o melhor aluno do Fundo Monetário Internacional. Ao longo de treze anos, foi apontado como o único caminho a seguir, com sua fórmula de pagar a dívida externa (US\$ 120 bilhões), multiplicar as privatizações, acolher sem limites os capitais estrangeiros, reduzir déficits públicos, combater a inflação etc. E aceitar pagar um enorme custo social: dez milhões de pessoas, cerca de 10% da população mexicana, vivendo em condições de extrema pobreza e metade da população ativa subempregada.²¹³

A crise mexicana, combinada à vulnerabilidade de outros países da América Latina, atestou a fragilidade desses países frente às políticas implementadas pelo FMI.

Indubitavelmente, o ingresso líquido de capitais externos, na forma de investimento direto estrangeiro, provocou sérias distorções nos mercados emergentes. O que teria levado à crise mexicana foi “o abuso do recurso da poupança externa, acompanhado de uma forte redução na poupança doméstica do

²¹³ VIANA, F. “Nova ordem mundial”. **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 2, n. 18, mar. 1995, p. 19.

setor privado, que caiu de 19% do PIB em 1988 para 9% em 1994”, que levou o México, de forma perversa, “a usar poupança externa para cobrir a queda de sua poupança interna”, algo assemelhado ao que se passa no Brasil – não muito diferente da maioria dos países latino-americanos -, em que a “poupança externa vem servindo basicamente para financiar o déficit fiscal”.²¹⁴

Os motivos desencadeadores das crises têm sido objeto de explicações diversas: pela qualidade insuficiente das informações geradas no sistema internacional de comunicações;²¹⁵ pela atuação insuficiente ou inoportuna das autoridades financeiras na sua detecção;²¹⁶ pela falta de transparência em suas decisões, “uma curiosa mistura de ideologia e má economia” que revela insensibilidade das instituições fundamentais como o FMI, Banco Mundial e OMC;²¹⁷ pela estranha cegueira que impede a adoção de medidas para combater a baixa qualidade dos governos e da vida pública nos países mais pobres,²¹⁸ que conturbam o sistema financeiro mundial e reduzem a lucratividade, gerando resistências e até mesmo a busca de alternativas consideradas mais humanas e democráticas do que o modelo gerado pela globalização.²¹⁹ Todos esses alertas e propostas não atingem, por certo, o âmago do problema: a enorme dificuldade de resistência às medidas regulatórias dos organismos internacionais, que operam no sentido de garantir o sistema em curso, “tão completamente dominado pelos Estados Unidos”.²²⁰

²¹⁴ Cf. FONSECA, E. G. “Os remédios para as dores do crescimento”. In: Revista Bovespa, São Paulo, ano 6, n. 61, out. de 1998, p. 16.

²¹⁵ Cf. RONEN, J.; LIVNAT, J. **Accounting and financial globalization**. New York: Quorum Books, 1991.

²¹⁶ Cf. MIKDASHI, Z. **Regulating the financial sector in the era of globalization**: perspectives from political economy and management. New York: Palgrave Macmillan, 2003.

²¹⁷ Cf. STIGLITZ, J. **Globalization and its discontents**. New York: W. W. Norton & Company, 2003.

²¹⁸ SOROS, G. **George Soros on globalization**. New York: Public Affairs, 2002.

²¹⁹ CAVANAGH, J.; MANDER, J. **Alternatives to economic globalization**: a better world is possible. San Francisco: Berret-Koehler Publisher, 2004.

²²⁰ Cf. DERBER, C. **People before profit**: the new globalization in an age of terror, big money and economic crises. New York: Picador, 2003.

Se a crise mexicana teve um caráter mais localizado, o mesmo não se deu no ano de 1997/98, quando eclodiu a primeira grande crise da era da globalização, segundo os novos termos. A crise teve início com a explosão das bolhas de propriedades na Tailândia e na Indonésia, generalizando-se para todo o Leste e Sudeste asiático, entre 1997 e 1998, quando os fundos, altamente instáveis de derivativos, mobilizando trilhões de dólares oriundos de empréstimos bancários, forçaram Cingapura a abrir seus mercados financeiros para o capital especulativo, empurrando a Indonésia e, até mesmo a Coreia, para uma virtual falência.

A crise do leste e sudeste asiático está diretamente vinculada à penetração avassaladora do capital gestado na poupança externa, responsável pelo ingurgitamento de bolhas especulativas, tanto no mercado imobiliário quanto de ações, além de prover os recursos para subsidiar projetos empresariais megalômanos, na expectativa de taxas crescentes de rentabilidade numa temporalidade que se apresentava como infinita. Isto, para não falar nos procedimentos irregulares na gestão dessa poupança interiorizada, na forma de malversações e atos corruptos. A atração dessa massa imensa de capitais para investimento realizou-se mediante a garantia de estabilidade cambial “que seria preservada a qualquer preço”, segundo garantiam as autoridades locais, mesmo que fosse às custas das reservas garantidas pelo FMI, segurança fundamental para que os bancos centrais pudessem operar, praticamente, a descoberto. “Com o câmbio estável, garantia e retaguarda inclusive do Fundo Monetário, e com os juros estratosféricos, o ganho era – ou parecia que era -, líquido e certo”, até que o estouro da manada implodiu as bolhas especulativas, gerando uma deflação brutal de ativos, quebradeira de bancos e cenário de recessão prolongada.²²¹

²²¹ FONSECA, E. G. Op. cit., p. 17.

Nem mesmo o Japão escapou ao ataque especulativo, a segunda maior economia do planeta, cujo crescimento acelerado ameaçara deslocar o centro da gravidade da economia mundial para o Pacífico, resultando num dos maiores *crashes* acionários de todos os tempos.²²² A estabilidade do Japão foi quebrada pela globalização econômica que acirrou a competição tecnológica em diversos setores que, apesar da preservação da liderança em muitas áreas, perdera capacidade competitiva por conta do sistema de autoproteção existente nas suas empresas. A relação entre elites políticas, gestores públicos e agentes do capital financeiro, deu oportunidade à corrupção, propinas generalizadas, balanços fraudulentos que passaram incólumes pelas autoridades encarregadas de fiscalizá-los. “Créditos podres” foram concedidos para compra de imóveis supervalorizados que, por sua vez, se transformavam em garantias para a tomada de novos empréstimos, sem nenhuma possibilidade de quitação, uma bolha financeira imobiliária que comprometia a saúde do sistema. Os empréstimos concedidos para a instalação de filiais de empresas japonesas nos tigres asiáticos, jamais foram recuperados.

O círculo vicioso da crise instalou-se no Japão. A falência das empresas tradicionais desempregou milhares de trabalhadores, rebaixando o poder de consumo, acompanhado da correlata retração do mercado, gerando novas falências, levando os clientes ao saque de suas poupanças pela quebra de confiança no sistema bancário, acelerando, por fim, a desvalorização da moeda japonesa. Aos milhares de desempregados nativos somaram-se os imigrantes, que foram obrigados a retornar a seus países, caso dos *dekasseguís* brasileiros, numa massiva desvalorização de ativos representado pela força de trabalho marginalizada, mais

²²²

Cf. KURZ, R. “A China não é o país das maravilhas”. Op. cit., p. 19.

tarde reciclada pela intervenção dos Estados Unidos, que providenciaram, como era previsto, a ajuda financeira por meio do FMI.

Crises dessa magnitude são difíceis de conter, sobretudo quando atingem países desestabilizados por transformações estruturais recentes, caso da Rússia, em processo de reconversão para a economia de mercado capitalista.

Maior pólo de atração de investidores ocidentais, a Rússia ativou as bolsas em 1993 por ocasião da primeira onda de privatizações em massa. Depois de passar por um período turbulento até 1995, (...) as ações russas decolaram e o mercado local teve o melhor desempenho entre todos os emergentes em 1996.²²³

A fuga de divisas colocou o Estado em condições de insolvência. A indústria foi sucateada, a arrecadação de impostos baixou, a sonegação fiscal cresceu, não restando alternativa que não fosse a elevação da taxa de juros para 60%, uma das maiores do mundo, na tentativa de reter os investidores, mas cuja tímida adesão fez despencar o preço das ações de forma vertiginosa, num cenário típico de desvalorização brutal de ativos, cujo destino seria certamente a reciclagem pelo capital internacional excedente, tão logo chegassem os recursos aportados pelo FMI, intermediados pelos Estados Unidos.

A crise asiática, mesmo guardadas as devidas especificidades locais, delineia o perfil clássico das crises de acumulação por desapossamento referidas por David Harvey. No momento da crise, a tendência dos países ameaçados é o aumento das taxas de juros destinadas ao pagamento dos investidores do mercado global, no afã de conter a fuga de capitais e, na medida do possível, atrair novos investidores. Em seguida, os compromissos assumidos podem se tornar impagáveis, gerando uma crise de confiança sem limites que, certamente, afugentará os capitais especulativos,

²²³ CRESCENTI, M. "Como o mercado ajuda a reconstruir o Leste". **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 5, n. 49, out. 1997, p. 18.

prontos a se retirar ao menor sinal de perigo. A situação fica absolutamente insustentável pela quebra de empresas, desemprego, desvalorização monetária, redução do gasto público, queima de reservas e conseqüente perda de acesso ao mercado internacional de capitais, não restando alternativa que não seja o *défâult* molecular.²²⁴ A frase de Alan Greenspan, o todo-poderoso presidente do Federal Reserve Bank dos Estados Unidos, proferida em janeiro de 1998, meses após o início do tumulto financeiro asiático, exprimiu o reconhecimento de um novo *layout* para as crises da era da globalização, que são “um círculo vicioso” que poderá, de fato, “ser uma característica definitiva do novo sistema financeiro internacional altamente tecnicizado”.²²⁵

O movimento oscilante das bolsas de valores em todo o mundo espelha a configuração e a trajetória nada virtuosa tipificada pelas crises de sobreacumulação financeira, e a América Latina não é exceção a esta regra perversa. Particularmente, os países de economia mais forte na região, tais como México, Chile e Brasil são diretamente atingidos pelas decisões urdidas no eixo econômico centrado na tríade Estados Unidos, Japão e Europa (leia-se Alemanha), economias que têm a capacidade de promover surtos moderados ou intensos de desvalorização, através das operações especulativas com mercados futuros, valores monetários, serviço de dívida e outros. No conjunto, significa que a América Latina, e em especial os países ditos emergentes, retornaram à agenda do grande capital financeiro internacional

²²⁴ Cf. ROUBINI, N; SETSER, B. **Bailouts or bail-ins?:** responding to financial crises in emerging markets. Washington, DC: The Institute of International Economics, 2004.

²²⁵ ARMIJO, L. Et. **Financial globalization and democracy in emerging markets.** New York: Palgrave Macmillan, 2001. *Passim*.

por suas imensas possibilidades de investimentos, o que explica, de certa forma, as numerosas publicações surgidas sobre o tema.²²⁶

Reconhece-se, de maneira generalizada, que os mercados financeiros, ditos nacionais, perdem grande parte de sua autonomia em favor de uma integração centralizada,²²⁷ tornando-se tautológicas as afirmações disponíveis nas publicações especializadas sobre as finanças terem o papel-chave na globalização, em função da facilidade com que os capitais fluem entre os países e o impacto que produzem em seus sistemas financeiros.²²⁸ O que não exclui resistências locais, sobretudo na área sensível dos regimes monetários, por sua imediata relação com as taxas de câmbio, essenciais para o compassamento econômico em escala mundial.²²⁹ As políticas monetárias locais podem, todavia, criar barreiras explícitas, como as que se verificam no financiamento bancário do setor industrial, ou implícitas, representadas na perda efetiva de poder pelas autoridades governamentais, tanto das instituições quanto dos agentes.

O pressuposto inerente a essas constatações é a importância suprema adquirida pelo sistema informacional no quadro atual do capitalismo financeirista, tão fundamental que se confunde com o próprio sistema, transmitindo-nos a sensação, em alguns momentos, de que se tornou o princípio vital da promoção reiterada da acumulação capitalista, graças à tecnologia numérica que viabilizou a sociedade em

²²⁶ Cf. OTEMA, J. A. **Financial globalization and the emerging economies**. New York: United Nations, 2002; DAS, D. K. **Financial globalizations and the emerging market economies**. New York: Routledge, 2004.

²²⁷ OXELHEIM, L. **Financial markets in transition: globalization, investment and economic growth**. London: International Thomson Business Press, 1995.

²²⁸ Cf. HANSON, J. A. **Globalization and national financial systems**. New York: World Bank Publications, 2003; PRASAD, Eswar et al. **Effects of financial globalization developing countries: some empirical evidences**. Washington, DC: International Monetary Fund, March 2003.

²²⁹ Cf. BUCH, C. **Globalization of financial markets: causes of incomplete integration and consequences for economic policy**. Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, 2004; ARTUS, Patrick; Cartapanis, Andre; Legros, Florence. **Regional currency areas in financial globalization**. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishin Ltd., 2005.

rede,²³⁰ tornando a informação o “primeiro ingrediente da vida social”. Ao capital produtivo relegou-se lugar secundário na produção de riqueza, em favor do capital intelectual, “destinado a definir novos produtos e as técnicas de produção competitiva”, passando da configuração territorial do mercado ao *cyberspace*, que faculta aos Estados Unidos funcionarem como uma “bomba de aspiração das poupanças mundiais”.²³¹ O redimensionamento da face intelectual no sistema produtivo viabilizado pelas novas tecnologias de informação, produziu uma “economia do conhecimento, na qual o saber é fonte produtiva e o capitalismo torna-se cognitivo por resultar de atividades imateriais”.²³² A característica essencial do sistema informacional é sua “rápida, senão imediata obsolescência”, o que faz dela “a rainha das mercadorias no capitalismo: pois o valor de uso da informação diminui com o passar do tempo”.²³³

Dentre os vários qualificativos aplicados ao capitalismo, informacional, patrimonial, cognitivo, a expressão capitalismo acionarial, segundo François Chennais, é a que melhor sintetiza a natureza financeira do novo capitalismo, cujas características principais são

uma nova partilha das riquezas no seio das empresas; o papel primordial dos mercados de ações e dos investidores institucionais; a preponderância da lógica acionária induzindo as novas formas de governo das empresas; novo comportamento financeiro da parte das empresas e dos particulares; enfim, a perda de autonomia das políticas econômicas face aos mercados financeiros.²³⁴

²³⁰ Cf. CASTELLS, M. **A sociedade em rede**. 2. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1999. passim.

²³¹ Cf. PLIHON, D. **Le nouveau capitalisme**. Paris: La Découverte, 2003. p. 11, 16, 40.

²³² Cf. COCCO, G.; GALVÃO, A. P.; SILVA, G. **Capitalismo cognitivo**. Rio de Janeiro: DPA Editora, 2003. p. 11.

²³³ Cf. DURAND, J. P. Op. cit., p. 227.

²³⁴ Cf. CHESNAIS, F. et al. **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998; CHESNAIS, F. (Coord.) **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005.

Esse novo capitalismo de corte acionarial explode nos anos 1990, com a excepcional euforia das bolsas de valores, que se multiplicam por dois, nos países industrializados, entre 1998 e 2000. O mercado de ações, portanto,

contribui ao mesmo tempo ao financiamento das empresas, à sua avaliação no curso das ações e à sua reestruturação, suas ações sendo, dessa forma, utilizadas como moeda de troca para as ofertas públicas de compra e suas ofertas públicas de compra,²³⁵

sinalizando a passagem da economia de endividamento à economia de mercado.

Ao penetrarmos o mundo do mercado acionário, saltamos da economia real à economia imaginária, a um universo de números construídos que traduzem, em primeiro lugar, uma desconexão entre o valor econômico das empresas representadas e o valor bursátil a elas outorgado pela gestão acionária; em segundo lugar, explica o porquê do valor de uma empresa advir, sobretudo, de seu “capital intangível”, resultando na quase impossibilidade de expressar em valores monetários e, por decorrência, em capital financeiro. Esses ativos imateriais revelam “como o conhecimento e o saber”²³⁶ tornaram-se a moeda de troca dos mercados.

O dinamismo desses mercados financeiros tem conseguido contornar mais rapidamente as crises, como ocorreu logo após o *crash* da Bolsa de Nova York, em 1987.

Diante da escalada dos anos seguintes, porém, um administrador de fundos chegou a qualificar, para a revista **Fortune**, aquele outubro de 1987 como “diversão”. (...) Os americanos possuem mais ações agora. (...) Nos anos 70 e 80, (...) cerca de 30% dos ativos financeiros da população eram de ações de companhias abertas. Hoje o número ultrapassa 50%. (...) A subida dos últimos anos fez que a poupança de muitos cidadãos produzisse o “efeito riqueza”, capaz de provocar aumento de consumo. Uma queda muito forte dos índices poderia, ao contrário, provocar recessão.²³⁷

²³⁵ Cf. PLIHON, D. Op. Cit., p. 55.

²³⁶ Ibidem, p. 42.

²³⁷ HIDA, H. “Os cuidados de Greenspan”. In: **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 5, n. 49, out. 1997, p. 17.

O ritmo acelerado das bolsas nos Estados Unidos tende a se manter, segundo a opinião otimista de um economista conservador como Robert Mundell, que avalia a tendência da economia norte-americana continuar forte e dinâmica.²³⁸ Até mesmo um crítico acérrimo do capitalismo como Antonio Negri reconhece que “o capitalismo está milagrosamente saudável, sua acumulação mais robusta do que nunca”, e que isso se deve ao fato de que o capital subordinou o ciclo da reprodução ampliada de maneira real e não formal, atuando intensivamente dentro de seu próprio território.²³⁹ Essas opiniões semelhantes, emitidas a partir de posições tão díspares, devem ser reportadas ao contexto no qual o capitalismo financeirista passava por um momento de tal agilidade que parecia não ter limites.

²³⁸ MUNDELL, R. Op. cit., p. 4-6.

²³⁹ Cf. HARDT, M.; NEGRI, A. Op. cit., p. 291-292.

CAPÍTULO III: BOVESPA: DO MERCADO DE COMPADRIO À INSERÇÃO GLOBAL.

CAPÍTULO III

BOVESPA: DO MERCADO DE COMPADRIO À INSERÇÃO GLOBAL.

Ora, os que querem se enriquecer caem em tentação e cilada, e em muitos desejos insensatos e perniciosos, que mergulham os homens na ruína e na perdição.
São Paulo, I Epístola a Timóteo 6: 9

III.1 BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO: BREVE HISTÓRIA DE UMA TRAJETÓRIA CENTENÁRIA.

Na avaliação do historiador Robert Sobel, autor da autodenominada primeira história integral da Bolsa de Valores de Nova York,

“homens como Jay Cook, Jay Gould, J. P. Morgan, E. H. Harriman e Charles Merrill mostraram-se muito mais importantes do que muitas das personalidades políticas de seu tempo”, a tal ponto que, sem constrangimentos, pode-se afirmar que “o primeiro decênio deste século foi uma Era Morgan, tanto quanto foi de Roosevelt e Wilson. Gould e Cook tiveram importância muito maior para seu período do que qualquer Presidente dos Estados Unidos da América, desde Grant a Roosevelt”.²⁴⁰

O edifício da Bolsa, o Exchange Building, ícone de Wall Street, não tem o encantamento da Broadway, mas exerce sobre todos os norte-americanos um enorme fascínio, um magnetismo sedutor por seu desmedido poder em criar fortunas num passe de mágica, um sonho lúdico entranhado no cerne da sociedade

²⁴⁰ Cf. SOBEL, R. **Wall Street**: a história da Bolsa de Nova York. Rio de Janeiro: A Casa do Livro, 1967. p. 10.

capitalista, “o céu amplo da sociedade norte-americana que se tem refletido na superfície da lagoa que é Wall Street”.²⁴¹

Suas origens perdem-se nas brumas da memória, em que a história custa a penetrar, realidades e fantasias se enleiam, heróis e facínoras se mimetizam, revelando *personas* complexas que incluem empresários convictos, comerciantes atilados, apostadores ousados, investidores precavidos, noviços seduzidos, em suma, perfis contrastados que medeiam entre aqueles eticamente compenetrados de seus papéis sociais aos que, simplesmente, “viviam de sua esperteza”, floresciam na euforia e desapareciam nos *crashes*, transitando da riqueza instantânea à *débâcle* fraglorosa, arrastando em seu caudal uma massa inerme de incautos investidores.

Personalidades complexas, que produziram imagens crispadas, cujo exemplo é o próprio J. P. Morgan, visto pela grande imprensa de seu tempo como homem único, último de sua estirpe, veraz, de natureza avessa à mesquinhez, retrato heróico que não cabe nas lentes do historiador Sigmund Diamond, que não acreditava ter havido no mundo qualquer outro homem que “tenha causado mais malefícios ao mundo”, pois foi ele quem “deu início à idéia de que o truste é uma necessidade econômica”, cujo resultado nefasto foi “a escravidão da mão-de-obra, o esmagamento da iniciativa do indivíduo, a desgraça da feminilidade, o envelhecimento prematuro das crianças”, essa foi a obra trágica “desse monstro moderno”.²⁴²

Nenhum desses traços distintivos reponta na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Nem a visibilidade; nem o *glamour*, independentemente do grau de acerto que aquelas avaliações possam conter. Mas ela tem o seu lugar na história da formação do capitalismo brasileiro, definido por seu caráter retardatário, que confere

²⁴¹ Ibidem, p. 7.

²⁴² Cf. DIAMOND, S. “The reputation of the American businessman”. Cambridge: 1955. p. 92-93, apud SOBEL, R. Opus cit., p. 227.

à BOVESPA um papel singular, nem sempre percebido, mas de vital importância na apreensão dessa especificidade.

Independentemente do grau de acerto que possam conter as avaliações anteriormente delineadas, elas têm a virtude de explicitar a grandeza relativa da experiência histórica da BOVESPA, *vis-à-vis* sua congênere norte-americana. Nenhum dos parâmetros estabelecidos pode, nem de longe, equiparar-se: seja em termos de relevância política de seus criadores e gestores; seja do lugar que a instituição ocupa no imaginário dos cidadãos paulistanos, na escala de suas representações sociais. Mas isso não liquida a fatura. Pelo contrário, abre um vasto leque de reflexões que a sucinta trajetória da BOVESPA, apesar de sua aparente irrelevância, teria condições de oferecer.

Capital do Império brasileiro, centro econômico, financeiro e político do país, o Rio de Janeiro constituiu, desde 1848, sua Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte, “germe embrionário daquilo que seria hoje a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro”,²⁴³ bem ao contrário de São Paulo que, apenas no final do século 19, em 1890, veria nascer a Bolsa de Valores de São Paulo. São Paulo, àquela época, traduzia-se em um espaço urbano ainda acanhado, com apenas 35 mil habitantes (a décima cidade na hierarquia das concentrações urbanas brasileiras), mas revelava, desde já, um enorme potencial de crescimento, dado o ritmo frenético imposto pela economia cafeeira que, nos inícios do século 20, era responsável por 75% dos valores consignados na pauta de exportação, correspondendo a 50% da comercialização mundial do produto. Indicadores econômicos que apontam no sentido da criação de uma elite agressiva, permanentemente oxigenada pela massiva

²⁴³ Cf. LEVY, M. B. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 8.

chegada de imigrantes, anunciadora dos anos frementes da década de 1920,²⁴⁴ um cenário que se descortinava promissor para o cultivo de novas instituições financeiras, o berçário ideal para o lançamento de uma bolsa de valores.

A BOVESPA originou-se com a fundação da Bolsa Livre²⁴⁵ para a compra de títulos de bancos ou de companhias e letras hipotecárias por meio de pregão,²⁴⁶ em 23 de agosto de 1890, quando Emilio Rangel Pestana, carioca de origem, reuniu 94 corretores independentes no n.º 2 da rua do Rosário, no centro comercial e financeiro da capital paulista, seu primeiro endereço e “ponto de encontro do mundo financeiro”.²⁴⁷ Sua manutenção se daria pela contribuição regular de seus associados, “figuras de proa” da cidade e, conseqüentemente, com a movimentação financeira supostamente bem sucedida nos mercados, o que, de fato, não ocorreu a contento. As crises econômicas e a inadimplência sufocaram a Bolsa Livre, levando Emilio Rangel Pestana, em 31 de outubro de 1891, a contragosto, a fechar suas portas na rua XV de novembro n.º 37, seu segundo endereço, 434 dias após fundação da mesma. O discurso de encerramento pronunciado foi dirigido aos poucos colaboradores ainda presentes.²⁴⁸

Passados três anos, em setembro de 1894, 95 representantes do mundo financeiro, dentre eles, vários ex-sócios da Bolsa Livre, reuniram-se para constituir uma Associação Comercial voltada para a defesa dos comerciantes,

²⁴⁴ Cf. SEVCENKO, N. **Orfeu estático na metrópole: São Paulo, sociedade e cultura nos frementes anos 20**. São Paulo: Companhia das Letras, 1992.

²⁴⁵ De uma carta, datada de 13 de janeiro de 1884, adveio a sugestão de Francisco Glicério para a criação de uma Bolsa na Capital paulista. Nesta deu ordens a Emilio Rangel Pestana para vender 600 letras hipotecárias do Banco de Crédito Real de São Paulo. Sob a denominação “Bolsa Livre”, ficava constituída uma associação com o propósito de estabelecer um local, para, por meio de pregão, serem vendidos e comprados todos os títulos de companhias, bancos e outros, sendo os trabalhos dirigidos por um agente que seria substituído de três em três meses, através de eleição. DIANA, J. **Bovespa rumo à eternidade 1890-2000**. São Paulo: Núcleo Cultural Bovespa – Centro de Memória Bovespa, 2001. p. 3.

²⁴⁶ Considera-se que a Bolsa Livre foi viabilizada graças às reformas implementadas pelo Ministro da Fazenda Rui Barbosa, no Governo Republicano Provisório.

²⁴⁷ **BOVESPA: uma história centenária**. São Paulo: 1990; BRANDÃO, I. L. 1936 **BOVESPA: 110 anos**. Texto Ignácio Loyola Brandão. Fotografia Rômulo Fialdini. São Paulo: DBA, 2000. p. 19.

²⁴⁸ Cf. BRANDÃO, I. L. Opus cit., p. 19.

independentemente da Junta Comercial. Em dezembro desse mesmo ano, o Presidente do Estado de São Paulo, Bernadino de Campos, regulamentou a ação dos corretores de São Paulo apoiando a Tabela de Corretagem.²⁴⁹

Em 24 de janeiro de 1895, o presidente da recém-criada Associação Comercial, Antônio Proost Rodovalho, reuniu-se com seis dos principais corretores do Estado para constituir a primeira diretoria da futura Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, sob a presidência de Estevan Estrella. Dois dias depois, em 26 de janeiro de 1895, a nova Bolsa começou a funcionar no n.º 12 da travessa do Comércio, ainda sem o reconhecimento oficial e jurídico.

Alguns meses se passaram até que a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo fosse regulamentada por Campos Salles, Presidente do Estado de São Paulo, em 7 de junho de 1896. Ainda nesse ano foi sancionada a Lei n.º 476, de dezembro de 1896, que instituía a profissão de corretor, fixando seu número em 22: 15 na capital paulista e sete em Santos, estando proibidos os negócios fora do ambiente pregão. Nesse ano, consta que foram seus síndicos – denominação utilizada até 1967 para o cargo de presidente –, Francisco Carneiro, que também ocupou o cargo de 1901 a 1902, e, Eloy Cerqueira, que exerceu a função a partir de 1898, reassumindo-a novamente entre 1907 e 1909.²⁵⁰

Os movimentos inerentes à Bolsa não ocorreram apenas no âmbito da circulação financeira, das iniciativas privadas e oficiais para a implementação e desenvolvimento da instituição: a própria sede circulou pelo centro comercial e financeiro de São Paulo pelo menos 16 vezes, antes de se instalar no atual endereço.

²⁴⁹

Ibidem.

²⁵⁰Ibidem, p. 29. **BOVESPA**: uma história centenária. São Paulo: 1990. p. 102.

Em 1935, sob a presidência de Adolfo Lombardi (1933-1937), houve a alteração do nome para Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, que passou a ser considerada uma espécie de instituto semi-autônomo, subordinado à Secretaria da Fazenda do Estado.²⁵¹ No livro de Atas da Bolsa de n.º 12, página 103, consta a Ata de 1.º de outubro de 1935, que descreve a realização do primeiro sorteio das Apólices Populares Paulista; sorteio histórico pelo fato de ter sido irradiado pela emissora Rádio Educadora Paulista, diretamente do salão de pregão, com locução de Mario Beni, que se tornaria corretor oficial em 1939. Os pregões da Bolsa foram irradiados por essa emissora entre 1934 e 1936.²⁵² Pelo Decreto-Lei n.º 10.872, de 29 de dezembro de 1939, o Governador Adhemar Pereira Barros (interventor federal) elevou de 27 para 32 o número de cadeiras da Bolsa, sendo a posse efetuada no ano seguinte.²⁵³

As publicações da Bolsa eram instrumentos de comunicação social. Nas décadas de 1930 e 1940, eram publicados dois boletins diários, divulgando os resultados do pregão: um de negócios e outro com as cotações. No final de 1947, o novo assessor técnico, Geraldo Otto Banaskiwitz, agrupou os boletins em uma só publicação, denominada *Boletim de Negócios*. No final de 1960, tornou-se *Boletim Diário* que, mais tarde, passou a incorporar notícias das empresas cotadas, dando origem ao atual BDI (*Boletim Diário Informativo*). Nessa época, o *Boletim Informativo*, semanal, elaborado na Câmara Sindical, publicava os eventos que diziam respeito à Bolsa e à corporação dos Corretores Oficiais.

O Decreto-Lei n.º 9.873, publicado em 6 de setembro de 1946, tornou obrigatório o registro de todas as personalidades jurídicas sob regime de sociedades

²⁵¹ Ibidem.

²⁵² Cf. DIANA, J. Op. cit., p. 24-25.

²⁵³ Ibidem, p. 24.

anônimas do país, assim como de todas as sociedades organizadas, tendo estas últimas o prazo de 90 dias para fazê-lo. Da mesma forma, todas as sociedades por ação deveriam enviar à Bolsa de Valores cópia dos seus relatórios e balanços, constituição de suas diretorias, alterações subsequêntes e reformas estatutárias. Em decorrência deste decreto, sentiram-se motivados a solicitar registro na Bolsa, gerando um vasto arquivo referente às suas atividades: possuía um total de 42 arquivos de empresas cotadas desde as décadas iniciais do século 20 e arquivos com documentação completa referente a todos os títulos públicos, inclusive os do tempo do Império.²⁵⁴

Outra mudança significativa ocorreu em 9 de outubro de 1953, quando a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) encaminhou instruções assinadas pelo Ministro da Fazenda, Oswaldo Aranha, estabelecendo uma nova política cambial e comercial, passando a haver, segundo comentário do próprio ministro registrado por João Diana, “dez Bolsas, mais do que a ‘Cexim’ que era apenas uma só”.²⁵⁵ Nesse mesmo ano de 1953, pela Lei n.º 2.320, de 16 de outubro, o Governador Lucas Nogueira Garcez aumentou para 40 o número de cadeiras na Bolsa, número este ampliado para 50, dez anos mais tarde, pela Lei n.º 6.479, promulgada pelo Governador Carvalho Pinto.²⁵⁶

No final da década de 1950, a Bolsa começou a utilizar de forma experimental, mediante convênio com a Bolsa de Mercadorias de São Paulo, o aparelho de comunicação *tickers*, utilizado na Bolsa de Nova York (NYSE), que transmitia diariamente os registros dos negócios efetuados no pregão aos escritórios dos corretores. Pouco mais de um ano após o golpe militar de 1964, a chamada “Lei do

²⁵⁴ Ibidem, p. 25. Informa ainda João Diana que os arquivos foram levados para um depósito no bairro do Braz e, posteriormente, extraviados.

²⁵⁵ Ibidem, p. 26. Cexim era a sigla usada que significava Carteira de Exportação e Importação.

²⁵⁶ Ibidem, p. 24.

Mercado de Capitais”, n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, objetivando o aperfeiçoamento dos negócios realizados, criou uma estrutura básica para o mercado de capitais, organizando o Sistema de Distribuição de Títulos e Valores Mobiliários, através da qual, obrigatoriamente, seria realizada qualquer emissão, colocação, distribuição ou negociação de títulos. Outra mudança ocorre na substituição do Corretor oficial de Fundos Públicos, que praticava a intermediação de negócios com títulos nos pregões da Bolsa de Valores, pelas Sociedades Corretoras.²⁵⁷

Em 1964, inicia-se uma nova era. O golpe militar e a ditadura implantada no país alteraram a política econômica, instituindo a Lei n.º 4.595, que reformou a Sistema Financeiro Nacional, baixando o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BCB), que substituíram a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), com poderes para determinar a política monetária a ser seguida, juntamente com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, ou BNDE, sigla da primeira nomenclatura aplicada ao atual BNDES. Estas medidas foram complementadas no ano seguinte com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais, através da concessão de autonomia administrativa, financeira e patrimonial às Bolsas, sob supervisão do BCB, responsável pelo registro dos antigos corretores e conceder autorização para o funcionamento das sociedades corretoras, instituídas como firmas individuais ou coletivas. Ao CMN caberia a regulamentação e a normatização das bolsas.²⁵⁸ Essas alterações foram introduzidas pela Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, acompanhadas pela resolução n.º 39 do Banco Central, complementadas pelas correções publicadas em 16 e 17 de novembro do ano seguinte, que dispunha do seguinte em seu Artigo 8.º.

²⁵⁷ Ibidem, p. 29-31.

²⁵⁸ Cf. FIORILLO, M. P. **BOVERSPA**: uma história centenária (a centennarial history). São Paulo: Best Editora, 1999.

Que a intermediação dos negócios realizados na Bolsa de Valores deve ser realizada por sociedades corretoras de valores, sociedades comerciais, constituídas sob a forma de sociedades anônimas ou por quotas de responsabilidades limitada. Ficou extinto, em consequência, o cargo de Corretor Oficial de Fundos Públicos, passando as atividades específicas de intermediação nos negócios da Bolsa a serem exercidas pelas sociedades Corretoras de Valores.²⁵⁹

Ao Conselho Monetário Nacional, criado pela já referida Lei da Reforma Bancária (Lei n.º 4595/64), outorgou-se a competência para fixar as normas gerais, regulamentando a constituição, a organização e o funcionamento das Bolsas de Valores. Em 20 de outubro de 1966, por deliberação deste Conselho, o Banco Central do Brasil baixou a Resolução n.º 39, que definiu as Bolsas de Valores como associações civis, sem finalidades lucrativas.

As medidas constantes desta Resolução do Banco Central do Brasil dispunha sobre a organização da Bolsa de Valores:

- a) As bolsas constituíram-se enquanto associação civil, sendo seus associados, obrigatoriamente, as sociedades corretoras, denominadas membros da Bolsa;
- b) A direção estaria a cargo do Conselho de Administração, constituído por oito pessoas, sendo seis titulares ou administradores de sociedades corretoras, um representante das sociedades de capital aberto e o Superintendente Geral;
- c) Teria poder de fiscalização sobre o mercado de capitais;
- d) Constituiria um Fundo de Garantia gerido pela própria Bolsa e destinado a assegurar aos clientes das corretoras, até o limite do próprio Fundo, execuções e liquidação de operações com títulos da Bolsa;

e) Criaria órgãos de registro, liquidação e compensação de operações de Bolsa.²⁶⁰

Às medidas regulatórias seguiram-se iniciativas estimuladoras para o desenvolvimento do mercado de capitais. Foram criados incentivos fiscais para os fundos de investimentos especiais, com abatimento no imposto de renda devido, a exemplo do Fundo 157 – descontinuado logo após, desde que se constatou ser lesivo aos investidores –, que facultava aos contribuintes do imposto de renda direcionar recursos para as instituições financeiras, com a finalidade exclusiva de comprar ações ou debêntures conversíveis de empresa de capital aberto, o que significava, no fundo, o governo abrir mão de receita tributária em favor de instituições privadas.²⁶¹

Um passo decisivo na trajetória da Bolsa foi dado no ano seguinte, em 7 de março de 1967, quando, na Assembléia Geral Extraordinária da Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, procedeu-se sua transformação em associação civil, sem fins lucrativos, deixando de ter prerrogativas oficiais, constituindo-se em entidade civil, atendendo às exigências da lei, em que a figura do corretor de fundos públicos era substituída pela sociedade corretora, na forma de sociedade por ações nominativas, ou por cotas de responsabilidade limitada, permitindo-se aos antigos corretores abrir suas próprias firmas, com caráter vitalício.²⁶² Ato contínuo, uma administração profissional foi criada para gerir a Bolsa na forma de um Conselho de Administração, com mandato por três anos, composto por seis membros titulares oriundos de corretoras, um representante da sociedade de capital aberto e o superintendente geral, que passou a ser efetivamente o gestor da política geral da BOVESPA.

²⁶⁰ Ibidem, p.31.

²⁶¹ Cf. FIORILLO, M. P. Op. cit.

²⁶² Cf. DIANA, J. Op. cit., p. 31.

A modernização do sistema operacional da Bolsa foi uma das principais atividades dos anos seguintes, sobretudo na elaboração do índice²⁶³ do mercado acionário, desde então; realizado com precisão pela primeira vez em janeiro de 1968, ao ser disponibilizado segundos após o encerramento do pregão, condição essencial para a integração da BOVESPA a outras bolsas do país, possibilitando que suas ações fossem aqui negociadas. Foi, no entanto, somente em 1972 que ocorreu a instalação das ferramentas mais sofisticadas, com a introdução dos painéis eletrônicos conjugados à implantação definitiva do sistema *on-line*, ampliando, assim, a capacidade de gerar informações instantâneas, tanto de caráter operacional quanto para atender a consultas que, por meio de teleimpressoras, tornavam os dados mais relevantes acessíveis às instituições financeiras ou sociedades de capital aberto.²⁶⁴ O Decreto-Lei n.º 1.401, de 1975, que autorizou a criação de fundos especiais, na forma jurídica de sociedades de investimento, cujo patrimônio inicial deveria ser de no mínimo US\$200 mil, deu o passo inicial para a abertura do mercado de capitais nacional aos investidores estrangeiros.

Em 7 de dezembro de 1976, foi sancionada a Lei n.º 6.385, que instituía a Comissão de Valores Mobiliários (CVM),²⁶⁵ uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda. A CVM, escudada na Lei das Sociedades por Ações (Lei n.º 6.404/76), passou a exercer de forma majoritária a fiscalização do mercado de capitais, até então sob responsabilidade exclusiva do Banco Central. Em meio à vasta gama de atribuições desta autarquia, destaca-se o registro de companhias de capital aberto; registro de distribuição de valores mobiliários; organização e funcionamento das

²⁶³ Trata-se do Índice Bovespa cuja metodologia adotada em sua elaboração permanece inalterada desde seu lançamento.

²⁶⁴ Cf. FIORILLO, M. P. Op. cit.

²⁶⁵ Após a criação da CVM no Governo Geisel, o escopo de atuação da mesma foi ampliado e alterado sucessivamente pelas seguintes leis: alterada pela Lei n.º 6.422, de 8 de junho de 1977, Lei n.º 9.457, de 5 de maio de 1997, Lei n.º 10.303, de 31 de Outubro de 2001, Decreto n.º 3.995, de 31 de outubro de 2001, Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.

bolsas de valores; fiscalização das emissões feitas pelas sociedades corretoras e todos os atores envolvidos nessa seara. A premissa básica para sua criação consistia em manter um ambiente saudável e equânime para as operações engendradas no âmbito deste mercado, a partir do exercício do poder coercitivo a ela conferido

Outras regulamentações alavancaram o mercado de capitais, beneficiando a BOVESPA. Entre elas, a Resolução n.º 381, do Banco Central, que dispunha sobre a conversão em ações das cotas de participação em fundos, a exemplo do FINAM (Fundo de Investimento da Amazônia), FINOR (Fundo de Investimento do Nordeste) e Fiset (Fundo de Investimentos Setoriais), bem como a Resolução n.º 460, de 23 de fevereiro de 1978, que disciplinava as aplicações de reservas técnicas dos Fundos de Pensão, que passaram a ter uma porcentagem de ações e debêntures.²⁶⁶

A década de 1980 iniciou-se com uma crise econômica que levou a Bolsa a adotar estratégias administrativas que aperfeiçoassem o seu desempenho, com a adoção de mecanismos operacionais sofisticados: sistema de Processamento Distribuído, via instalação de microcomputadores nas sociedades corretoras para agilizar os serviços pela Bolsa; Sistema Privado de Operações por Telefone (SPOT) e Custódia Fungível de Títulos do Mercado de Ações e de Renda Fixa, criado em 1981 como sistema de guarda e administração de valores da BOVESPA. Destinado às sociedades corretoras, seguradoras, bancos e demais instituições do mercado de capitais, objetivava o controle fungível dos títulos custodiados pela Bolsa, letras de câmbio e títulos públicos.

O sistema controlava as posições dos titulares, adotando providências para desdobro, conversão e agrupamento de títulos custodiados. As empresas deixaram de fazer o transporte das ações para a Bolsa e de se preocupar com roubos e

²⁶⁶

Ibidem, p. 70 et seq.

fraudes, quando do pagamento de dividendos e bonificações. A CVM fixou ainda normas estritas para o mercado futuro de ações, visando a dar confiabilidade para os investidores médios,²⁶⁷ implantando-se o Programa de Remuneração de Margens como forma de proteção ao investidor contra a erosão dos recursos pelo processo inflacionário. A atividade regulatória e de fiscalização foi encabeçada pela CVM e compartilhada pelas bolsas de valores, cumprindo sua natureza intrínseca enquanto entidades auto-reguladoras.

Interessada em atrair novos investidores, a BOVESPA incentivou a criação dos Clubes de Investidores, integrados por grupos de dez a 50 participantes, aplicadores de recursos próprios na constituição de uma carteira diversificada de ações. Até dezembro de 1983, totalizavam 140 clubes. No ano seguinte, a Bolsa firma-se enquanto líder no mercado nacional, com 61% nos volumes negociados. Na avaliação de Marília Pacheco Fiorillo,

A Bolsa de Valores de São Paulo percebeu que a economia brasileira estava madura para abrigar mercados futuros de *commodities* modernos e com ampla liquidez. Por sua vez, o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais brasileiro já haviam conquistado um avançado estágio de desenvolvimento, permitindo absorver, sem grandes dificuldades, as técnicas sofisticadas dos negócios a futuro.²⁶⁸

Projetando um salto arrojado, a BOVESPA investiu seus próprios recursos, cerca de US\$20 milhões, na criação da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Suas operações se iniciaram em 31 de janeiro de 1986, encorajadas pelo Plano Cruzado, pela reforma monetária com congelamento de preços, salários e na desindexação completa da economia, acenando para o fortalecimento da atividade produtiva e do melhor desempenho das empresas, gerando um clima de otimismo, que, para a área financeira, significaria a atração de novos investidores.

²⁶⁷

Ibidem, p. 77.

²⁶⁸

Ibidem, p. 81.

O prognóstico não se confirmou, pois os ajustes inevitáveis do plano e as dificuldades do endividamento internos e externos desaqueceram o mercado, fazendo com que a Bolsa caísse, perdendo posição em relação às bolsas do mundo.

Evidentemente, à versão oficial dos fatos impõem-se as declarações colhidas em depoimento oral concedido por Eduardo Rocha Azevedo, uma das personalidades mais representativas do mercado de capitais durante a década de 1980 e que dirigira o projeto de criação da BM&F, a partir de sua posição enquanto presidente do Conselho de Administração da BOVESPA e, posteriormente, primeiro presidente da BM&F. De acordo com Azevedo, a criação de uma bolsa de futuros no Brasil foi fruto da vontade política individual de Dílson Funaro, à época Ministro da Fazenda. Uma bolsa de futuros representava, naquele período, séria ameaça às políticas macroeconômicas destinadas à estabilização monetária, em face do grave processo inflacionário. Por sua natureza, bolsas de mercadorias fazem projeção de preços futuros, o que poderia minar o plano estabilizador, exatamente o oposto do que se desejava naquele momento.

Primeiro a BMF foi criada num regime onde não havia regulamentação... Regulação dos órgãos públicos, certo? Se fosse feito hoje não ia fazer certo?! O governo detesta mercado de futuros aqui no Brasil. Tudo que preveja, faça uma previsão sobre o que vai acontecer, nenhum governo gosta, principalmente num governo, eu não estou falando deste governo brasileiro, eu estou falando do governo... Principalmente quando a BMF foi criada [risos] porque o governo tinha horror à projeção de preço... Plano cruzado, exatamente. Então não se podia mexer nisso aí, e nós fizemos a bolsa. E nós tivemos alguns problemas até de a CVM querer interferir que não podia porque a Bovespa estava investindo dinheiro na BMF e que era um.. Fugia do objeto social do estatuto da Bovespa! Que isso aí a gente poderia perder a isenção! Quer dizer o que acontece... O que foi muito importante na autorização, quer dizer, junto à CVM pra que a gente fizesse a bolsa foi o Beluzzo que falou com o Dilson Funaro. E o Dilson mandou fazer, e [...] mandou deixar quieto.²⁶⁹

²⁶⁹

Entrevista concedida por Eduardo Rocha Azevedo a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 11 de abril de 2006, p. 1 e 2.

Em outubro, deu-se a desvalorização do cruzado e a regulamentação de novas modalidades de aplicação de capital estrangeiro, atraindo investidores. No entanto, o mercado era recessivo e o Plano Bresser, de 12 de junho de 1987, agravou a situação, com a desorganização do sistema produtivo e o descontrole do *deficit* público. Em fevereiro, com a redução de reservas internacionais, o país decretou a moratória. A maior parte da poupança buscou curtíssimos prazos ou liquidez imediata. Caíram os investimentos nas áreas produtivas; a atividade econômica enfraqueceu e o capital estrangeiro retirou-se: a Bolsa teve grandes perdas. Mesmo assim, das 635 companhias registradas em Bolsas brasileiras, em meados de 1989, 592 era negociáveis na BOVESPA. No começo de 1988,

o Governo definiu o projeto de conversão da dívida externa em investimento, removendo as principais restrições da versão anterior. A expectativa de ingresso de recursos externos, a serem canalizados para os fundos de conversão, estimulou os investidores que, aos poucos retornaram ao mercado.²⁷⁰

No primeiro semestre de 1988, as cotações demonstraram uma tendência firme de alta. Os títulos tiveram uma valorização superior à inflação permitindo ganhos de 110,5 %. A política industrial e o êxito das negociações do país com os bancos credores favoreceram a Bolsa nesse ano. Suas receitas operacionais atingiram 3,1 milhões de OTNs e os resultados refletiram a reformulação administrativa encetadas no ano anterior.

Em junho de 1989, o mercado de ações foi sacudido por forte crise, provocada pela inadimplência de um grande especulador de mercado, que concentrava posições de compra (financiadas por bancos que antecipavam o valor da venda de suas ações, a serem liquidadas cinco dias úteis depois da operação) nos mercados à

²⁷⁰

Ibidem, p. 88.

vista, de opções e futuro. Essa operação pôs os negócios nas mãos de um pequeno grupo de investidores, concentrados em poucas ações, tornando o mercado como um todo vulnerável às manobras e à criação de condições artificiais. A reação da BOVESPA contra a tentativa de manipulação foi rápida, alertando a CVM sobre o risco do excesso de concentração no mercado. Diante das restrições no mercado de São Paulo, o referido grupo transferiu-se para o Rio de Janeiro.²⁷¹

Nesse período, as taxas de juros aumentaram; a tendência de alta não prosseguiu e os riscos das operações financeiras se acentuaram. Houve inadimplências e liquidações extrajudiciais de algumas corretoras e distribuidoras de valores, reduzindo drasticamente o volume de ações negociado na Bolsa. O afastamento dos investidores e a desvalorização dos preços das ações abalaram a credibilidade da Bolsa, definhando a liquidez dos negócios. Após um mês de deflagrada a crise, os negócios nas Bolsas voltaram a se recuperar e a BOVESPA finalizou a década ocupando o primeiro lugar entre as Bolsas da América Latina, situando-se em 16.º lugar no concerto das Bolsas mundiais.

O processo de informatização da BOVESPA, teve início efetivamente em 1991, “acompanhada pela chegada dos capitais estrangeiros”.²⁷² Durante a década de 1990, particularmente a partir de 1996, a BOVESPA remodelou sua plataforma tecnológica com a aquisição do sistema MEGABOLSA, adquirida da Bolsa de Paris, a partir de um programa de intercâmbio tecnológico entre ambas as instituições. A instalação desta infra-estrutura de negociação, concluída em 1998, aumentou a capacidade e a segurança do ambiente de negociação. A inovação simbolizou a hegemonia da BOVESPA, no que diz respeito à negociação secundária de ações de empresas de capital aberto, frente às congêneres nacionais. Criava, também, bases

²⁷¹ Este assunto, o episódio Nahas, será tratado com mais detalhes na seqüência deste capítulo.
²⁷² Cf. SAÇÓBER, L. “Só falta mudar a lei”. **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 1, n. 4, p. 16, jan. 1994.

sólidas para uma eventual associação futura da Bolsa com bolsas européias, especialmente a de Paris e a Euronext (bolsa eletrônica criada a partir da fusão das bolsas de Paris, Amsterdã e Bruxelas).²⁷³ Nesse mesmo ano, a BOVESPA criou o Índice de Energia Elétrica (IEE), referência para as empresas de geração e transmissão de energia, renovadas no bojo do processo de privatização observado no período.

No ano de 1998, a Bolsa cindiu seu capital social para criar a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia), *clearing* única do mercado de ações no Brasil, a partir do ano 2000, ao incorporar a CLC, responsável pela compensação das transações no âmbito da BOVERJ. A criação da CBLC, além de se constituir em incentivo ao investimento no mercado brasileiro por parte de estrangeiros, desde que concentrasse em um único lugar a custódia dos ativos, representou também um passo decisivo para a fusão das bolsas brasileiras, canalizadas em direção à BOVESPA, que propiciou o surgimento, no ano 2000, da Bolsa Brasil.

Com a assinatura dos acordos de integração, que uniram as Bolsas de Valores de São Paulo, do Rio de Janeiro, de Minas-Espírito Santo-Brasília, do Extremo Sul, de Santos, da Bahia-Sergipe-Alagoas, de Pernambuco e Paraíba, no início do ano 2000, e da incorporação da Bolsa do Paraná (em 2005) e da Bolsa Regional (em 2006), o mercado de valores mobiliários brasileiro está integrado, em âmbito nacional, com a participação de Sociedades Corretoras de todas as regiões do país. Desta forma, a BOVESPA passou a concentrar toda a negociação de ações, que hoje é realizada exclusivamente por meio de seu sistema eletrônico. Com a integração, os negócios do mercado secundário de títulos públicos ficaram sob a responsabilidade da Bolsa do Rio e as outras bolsas regionais mantêm as atividades de desenvolvimento do mercado e de prestação de serviços às praças locais. É importante observar que a BOVESPA já era responsável por mais de 95% das operações no mercado de renda variável no país e negociava títulos de todas as companhias abertas. Portanto, a integração foi vista pelo mercado como uma evolução natural. Além de gerar o crescimento do mercado acionário como um todo, a integração foi fundamental para que o Brasil tivesse um centro único de liquidez, o que destacou a representatividade da BOVESPA dentro do Mercado Global. A integração também trouxe ganhos de produtividade para todos os participantes do mercado: para a Bolsa, que passou a ter um único sistema de negociação, de telefonia, de liquidação e custódia, e para os investidores

273

Para mais detalhes, ver: <<http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-1612-EN.html>>.

e intermediários, uma vez que a concorrência entre as corretoras estimula a prestação de serviços mais eficientes e a redução de custos para todo o mercado.²⁷⁴

Além das articulações empreendidas no sentido da integração do mercado interno, duas iniciativas de caráter internacional, realizadas no ano de 2000, ampliaram os horizontes da BOVESPA: a primeira, destinada a ter reflexos no mercado interno, foram as tratativas visando ao lançamento de um novo mercado acionário inspirado no Neuer Markt, praticado na Bolsa de Frankfurt, controlada pela Deutsche Borse. O novo mercado seria uma extensão da BOVESPA, em que seriam negociadas apenas as ações de empresas emergentes, de porte médio, dispostas a oferecer a seus acionistas minoritários os mesmos privilégios concedidos aos controladores, garantindo-lhes que os conflitos fossem dirimidos por um conselho arbitral endógeno e não pela justiça comum, excessivamente demorada. A experiência da Alemanha, da França e, sobretudo, dos Estados Unidos, revela que, excluída a NASDAQ, esta experiência atraiu 60% dos novos mercados.²⁷⁵

A Segunda, foi o lançamento do *Global Equity Market*, um mercado internacional formado por um conjunto significativo das maiores Bolsas mundiais, como soe acontecer com a Bolsa de Nova York, Tóquio, Hong Kong, Toronto, Sydney, Cidade do México e Euronext, que reúne os pregões de Paris, Bruxelas e Amsterdã além, evidentemente, da BOVESPA, que passaria então a negociar os papéis das empresas mais importantes do planeta. Para que o investidor internacional pudesse operar em qualquer fuso horário, num leilão contínuo, ele teria que ter a certeza de que estaria negociando mercadorias de padrão comparável. Por isso mesmo, as ações negociadas na Bolsa GEM deveriam incluir apenas as

²⁷⁴ Para mais detalhes, ver: <www.bovespa.com.br>.

²⁷⁵ Cf. Entrevista de Raymundo Magliano Filho. **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 7, n. 74, p. 20-21, set.-out. 2000.

empresas com características definidas, “capazes de oferecer balanços uniformes, *disclosure* amplo e regras claras de pagamento de dividendos”.²⁷⁶ Portanto, vantagens para as empresas nacionais e investidores brasileiros. Aquelas poderiam disputar capitais em escala global, sem restrições; estes, passariam a atuar mundialmente na aquisição e venda de ativos arbitrados de modo contínuo, referenciados por empresas globais, o que não impediria as empresas nacionais com grau de exigência mais complexo a buscar liquidez a menores custos nas bolsas internacionais.

Os planos estratégicos para a primeira década do século 21 incluem a atração de novas empresas; o subsídio a uma política de privatização das empresas estatais; a implantação de um esquema de participação dos empregados no capital das empresas e até um “Projeto Criança”, dedicado à aclimação em seu ambientes de jovens investidores, das camadas A e B da sociedade.

Se nesses quase 120 anos de trajetória (1890-2010) a BOVESPA não conseguiu alcançar o nível das operações bursáteis mais elevadas, típicas dos países com sistema financeiro mais desenvolvido, nem mesmo equiparou-se em termos de desempenho aos países asiáticos recém-chegados à linha de frente dos massivos aplicadores em bolsas de valores, por certo, firmou-se na constelação das bolsas latino-americanas e, no Brasil, adquiriu uma posição hegemônica, como atestam os indicadores a seguir.

²⁷⁶ WAHLL, J. “Upgrade do Brasil no mercado global de ações. **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 7, n. 73, p. 14, jul.-ago. 2000.

Gráfico 3.1: Participação da BOVESPA no mercado acionário brasileiro de 1993 a 1994 (referência: representação percentual).

Fonte: Relatório Anual BOVESPA, 1997, p. 37.

Tomando-se o ano de 1993 por referência, ano da descoberta do mercado brasileiro pelos investidores institucionais, cujos aportes financeiros ultrapassaram a casa dos quatro bilhões de dólares; período coincidente com a projeção da Bolsa de São Paulo no universo das bolsas brasileiras, absorvendo 90% dos negócios realizados. Esse patamar apresentou pequeno recuo em 1994, retornando ao patamar anterior no ano de 1997.²⁷⁷

²⁷⁷ Sobre o significado desses índices, ver MAGOSSÍ, E. "A descoberta do Brasil". **Revista Bovespa**, ano 1, n. 2, p. 10, nov. de 1993; COSTA, R. T. da. "A outra face da globalização". **Revista Bovespa**, ano 2, n. 17, p. 39, fev. de 1995.

III.2 O CASO NAHAS: UM RELATO EMBLEMÁTICO.

Em 9 de junho de 1989, as principais bolsas de valores em funcionamento, à época, no Brasil, a BOVESPA e a BOVERJ, vivenciaram a maior crise de caráter endêmico já ocorrida no país. A BOVERJ, tradicional instituição que polarizava a negociação no mercado secundário de ações juntamente com a BOVESPA, jamais voltaria a se restabelecer depois desses acontecimentos, sofrendo um esvaziamento em seu papel institucional, perdendo, a partir de então, praticamente todo seu mercado para a BOVESPA. Essa passagem *sui generis* da trajetória do mercado de capitais brasileiro, particularmente das bolsas de valores, representa um marco histórico, pois emblematiza o fim de uma época, de um mercado de capitais controlado por poucos, que operava segundo relações semelhantes ao do compadrio, isto é, baseadas em vínculos pessoais.

A personagem central nesse capítulo da história institucional recente do nosso mercado de capitais é a figura do investidor libanês, naturalizado brasileiro, Naji Robert Nahas. Naji Nahas chegou ao Brasil no ano de 1969, em razão de seu casamento com uma brasileira descendente de libaneses, trazendo em valores da época o equivalente a 50 milhões de dólares, internados no país de forma legal, através de autorização do Banco Central, investimento esse que lhe permitiria alçar voo na iniciativa privada em sua nova pátria. Nahas, a partir de então, atuou em diversos segmentos: fazendas de criação de coelhos (a maior produtora nacional), haras, fábricas, companhia seguradora e banco. Em seu auge, o Grupo Selecta, a *holding* que geria os negócios de Nahas, controlava 28 empresas.²⁷⁸

²⁷⁸NAHAS, NAJI. Disponível em: WIKIPÉDIA <http://pt.wikipedia.org/wiki/naji_nahas>.

Foi, no entanto, uma década mais tarde, mais especificamente no ano de 1979, que Naji Nahas passou a se interessar pelo mercado de capitais. Esse redirecionamento nos interesses de Nahas fica patente, tanto pelo ingresso no mercado de ações da BOVERJ quanto pelo relato fabuloso, segundo o qual Nahas teria sido coadjuvante em manobra escusa para colocar o mercado mundial de prata em *corner*.²⁷⁹ De acordo com informações disponíveis a esse respeito, Naji Nahas, associado aos irmãos norte-americanos Nelson e William Hunt, teria sido a personagem associada em operação de compra de quantidades elevadas do metal.

O açambarcamento do mercado *spot* e de futuros elevou o valor da prata em cerca de 500%, entre 1979 e 1980. A estratégia visava à manipulação do mercado, induzindo-o à supervalorização, para, na condição de detentores todo o controle das reservas disponíveis do metal, não liquidar posições “compradas” em mercado futuro, obrigando as contrapartes, que teriam vendido contratos futuros de prata (na expectativa de rentabilidade elevada a partir da convergência entre os mercados *spot* e futuro), a liquidar as operações mediante a entrega física. Como não haveria prata ‘real’, disponível para ser adquirida e entregue a Nahas e aos irmãos Hunt, um rompimento sistêmico ocorreria – o *corner* –, cuja solução passaria pela disponibilidade da ponta “comprada” do mercado a não exercer a liquidação efetiva, que apenas seria aceita, logicamente, mediante uma margem extra aderida à cotação já artificialmente inflada do ativo. Nessa operação, Nahas teria lucrado, no início da década de 1980, mais de um bilhão de dólares. Ganhou também um processo

²⁷⁹ Colocar o mercado em *corner*, no jargão dos operadores de mercado, significa encurralar o mercado em seu conjunto. Não há saída prevista para a liquidação das operações, gerando uma ruptura institucional grave, que pode impactar o conjunto do sistema.

impetrado pelo governo norte-americano, tendo sido absolvido sete anos mais tarde.²⁸⁰

Este episódio singular da biografia de Naji Nahas é indicativo de um certo mistério que envolve algumas passagens biográficas do investidor. Eventos dessa natureza, como se sabe, são de difícil acessibilidade. Não está disponível de forma consistente nas matérias de jornais ou em *sites* da Internet. Isso para não falar em pesquisas orientadas, com metodologia adequada, que dizem respeito à privacidade do indivíduo, mas que são indispensáveis à compreensão da trajetória financeira nacional. As fontes disponíveis são parcas. Os poucos relatos jornalísticos encontrados são superficiais.

Os fatos ficam, assim, mais próximos dos rumores, quase lendários, que, aliás, são próprios à saga do mercado de capitais como um todo. Os boatos que trazem histórias de êxito e ações arrojadas se disseminam, correm à boca pequena no formato de uma crônica dos negócios de ontem, alimentando o imaginário relativo às personagens envolvidas nessa trama. Tudo isso se dá no espírito de um segredo que irrompe. Talvez o sigilo, indispensável quando se trata de heterodoxia em negócios que envolvem valores vultosos, seja a causa do vazio que existe na narrativa desses fatos. Nesse sentido, tudo colabora para o crescer da mística que envolve personagens complexas como Nahas.

A preferência de Naji Nahas pelos mercados futuros fica explicitada a partir do evento da prata. De fato, essa preferência é inerente a quem pretenda obter lucros expressivos mediante operações empreendidas, sobretudo, no curto prazo, justamente pela desvinculação da atividade de qualquer razoabilidade lógica observável no mundo real. Os mercados futuros, por se constituírem enquanto

²⁸⁰ Cf. NASCIMENTO NETO, A. "Promissória ambulante: condenado a 24 anos de cadeia, Naji Nahas não é dono nem da casa onde mora". **Veja**, 22 out. 1997. Disponível em: <http://veja.abril.com.br/221097/p_110.html>.

ambiente ideal para a realização de tais propósitos, conforme circunstanciado no Capítulo I, induziu Naji Nahas a iniciar suas atividades de especulação na praça carioca, por ser a única bolsa brasileira onde se poderia negociar contratos de opções – futuros –, em fins dos anos 1970. Não apenas por essa razão, mas também por ser a BOVERJ, à época, mais expressiva do que a BOVESPA, com maiores índices de capitalização bursátil, liquidez e patrimônio. A BOVERJ concentrava, por exemplo, as negociações em papéis da Petrobrás.

Nahas chegou ao mercado de capitais brasileiro com um arsenal de jogadas usuais em ambiente externo, mas desconhecidas até então dos agentes locais, que operavam em ambiente restrito. Internamente, a estratégia mais comum, com o objetivo de se amealhar rentabilidade no curto prazo, consistia na operação “clássica” de arbitragem, de uma determinada ação de primeira linha, negociada entre as duas bolsas. A arbitragem sobre um mesmo ativo, em praças distintas, representa a estruturação mais primária de uma jogada nos mercados, uma platitude mesmo, que confere lucros módicos, já que a arbitragem tende a equiparar rapidamente o desajuste vigente até então. As estratégias de Nahas, portanto, ressoavam, mitificando o seu perfil arrojado e inteligência atilada. Iniciativas desse gênero, em mercado fortemente concentrado, tinham o condão de afetar a totalidade do sistema bursátil.

No começo da década de 1980, Naji Nahas foi cooptado para transferir suas operações do Rio de Janeiro para São Paulo, cidade, aliás, onde residia desde sua chegada ao país. A competição entre as duas bolsas pela hegemonia em âmbito nacional era forte. A transferência dos negócios de grande magnitude de Nahas para São Paulo representaria um fortalecimento da estrutura de intermediação da BOVESPA, elevando seus rendimentos pelo incremento das comissões e aumento

de liquidez, emprestando dinamismo à bolsa paulista. De fato, foi justamente nesse período de transferência das operações de Naji Nahas para São Paulo que a possibilidade de arbitragem, especificamente para as ações da Petrobrás, tornou-se habitual. A razão para essa diferença na cotação do papel entre as bolsas do Rio e de São Paulo é tributada à pessoa de Ricardo Thompson, da Corretora Progresso, que passou a pagar um prêmio a mais por lote de ações da Petrobrás. A intenção era clara: trazer a liquidez da Petro para a BOVESPA. Dessa forma, comprar a Petrobrás no Rio para revender em São Paulo passou a ser corrente. Essa medida adotada por Thompson transcorreu de forma sincrônica em relação ao início de sua parceria com Nahas. Thompson era corretor de confiança de Naji Nahas, e “a primeira ordem que recebeu de Nahas foi para comprar um lote de ações da Petrobrás que representou o equivalente a 90% de sua negociação da BOVESPA daquele pregão”.²⁸¹ Claro está, portanto, o motivo na origem da decisão de Thompson em adquirir ações a um preço mais elevado. Trazer a liquidez da Petrobrás para São Paulo significava mais negócios para ele junto a Nahas e, portanto, a certeza de maiores rendimentos.

Nahas costumava ser bajulado não por um, mas pelo conjunto dos corretores, pois a possibilidade de tê-lo com cliente significava lucro certo, independentemente do risco especulativo que poderia estar envolvido.

Que nem outra vez, você tem que alterar uma coisa realista que o corretor... o corretor vive de corretagem, então a figura do Nahas na época era o Deus. Ele pagava corretagem, ele não negociava corretagem, tá certo, ele não tinha desconto. Ele era um supercliente.²⁸²

Essa confiança era a consequência natural de um mercado de capitais, blindado, imune a flutuações provocadas pelo influxo de capital externo, cujos atores

²⁸¹ Cf. FERREIRA, A. HORITA, N. **BM&F 20 anos**: a história da estabilização da economia brasileira. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2005. Esp. cap. 2.4.

²⁸² Entrevista com Horácio de Mendonça Netto concedida a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 17 de abril de 2006, p. 27.

envolvidos se conheciam, se freqüentavam e, comumente, eram aparentados entre si. As distâncias entre o operador de pregão, o executivo da bolsa, o cliente, o corretor e os controladores da estrutura bancária eram mínimas. O mercado de capitais brasileiro, particularmente em São Paulo, era um mercado de índice concentrado e poucos atores, num panorama institucional em processo de consolidação, com processo de regulação em curso, funcionando basicamente a partir da auto-regulação. Enfim, era um mercado de pares, herdeiros de posições ancestrais na estrutura socioeconômica, tanto no espaço urbano quanto no cenário nacional. A sensação de segurança transmitida por essa estrutura era plena. A consciência de pertencer a uma “casta” superior nublava a percepção de possíveis riscos sistêmicos: os lucros eram certos e perenes, um privilégio hereditário.

A estratégia operacional de Naji Nahas nas bolsas nacionais era, basicamente, o seguinte: Nahas assumia empréstimos bancários para adquirir ações no mercado à vista, principalmente papéis de primeira linha como Vale do Rio Doce, Petrobrás e Paranapanema. Através de uma rede intrincada de corretoras de valores e “laranjas”, Nahas vendia e comprava volumes fantásticos de ações para ele/dele mesmo, no jargão de mercado uma operação de “Zé com Zé”, inflando artificialmente o preço das ações. Ato contínuo, Nahas liquidava a posição das ações antes do prazo da quitação do empréstimo contraído. No vencimento da dívida, Nahas ficaria com a diferença entre a cotação paga pela aquisição inicial de sua carteira de ações e o valor da venda, forjado intencionalmente por ele, já descontados os juros devidos ao banco. A necessidade de rodar de fato os mesmos ativos pelas bolsas brindava os corretores e as instituições com que trabalhava, um valor significativo em taxas de corretagem. Ao mesmo tempo em que inflava o preço das ações, Nahas estava “comprado” em contratos de opções referentes aos mesmos papéis, fazendo com

que, à época do vencimento, ele pudesse exercer seu direito e adquirir a um preço menor do que o vigente no mercado, tudo isso após um circuito operacional urdido por ele próprio, executado num *timing* minuciosamente escrutinado.

Mas o método comportava variações. Em algumas ocasiões, Nahas não liquidava o empréstimo emitido em seu nome. Sua credibilidade lhe permitia solicitar alguns dias para honrar seus compromissos, mediante pagamento de juro diário e a consignação de lotes de ações como garantia. Nesse meio tempo, Nahas vendia as ações através da mesma estrutura que lhe servia, fazendo com que o *spread* aferido justificasse a operação. Normalmente, enredavam-se nesse processo uma teia de bancos e empréstimos. Era comum que ele retirasse um empréstimo para comprar ações, desse o lote em garantia para retirar outro empréstimo que liquidasse o primeiro, e assim sucessivamente. A aposta era que, em algum momento, ele aproveitasse uma onda de alta sustentável do mercado e aceitasse uma oferta de compra de suas ações aos valores, até então puxados por ele; sendo o resultado suficiente para quitar os empréstimos e obter uma boa taxa de lucro com a operação. Era, na verdade, um jogo sem data prevista para acabar.

Em essência, a operação consistia no seguinte: na primeira etapa, Nahas comprava a opção de um papel, como a Vale do Rio Doce, por exemplo. O comprador da opção tem o direito de exercê-la, ou seja, receber a ação. Quanto maior o preço da ação no vencimento, mais vantajosa é a operação. Para assegurar que o negócio seria efetivamente lucrativo, esse grupo de investidores ligado a Nahas comprava as ações no mercado a vista, puxando os preços para cima. De forma a conseguir recursos para fazer as ações subirem sempre, Nahas se financiava no mercado bancário.²⁸³

As operações empreendidas eram, em grande parte, permitidas pelo mecanismo de liquidação das bolsas chamado “D+0”. A partir dessa regra, as ações eram transferidas ao comprador, no ato da transação, livres para serem renegociadas

²⁸³ FERREIRA, A.; HORITA, N. Op. cit., p. 67.

sem o pagamento efetivo. O “D+0” era também realizado quando o vendedor de um lote de ações recebia o pagamento no ato, executando a liquidação física em cinco dias. Nesse meio tempo, as ações continuavam em sua carteira, passíveis de negociação, provocando, em ambos os mecanismos, a alavancagem.

Nas palavras de Eduardo Rocha Azevedo, então presidente do Conselho de administração da BOVESPA, à época do fatídico acontecimento de 1989 e, portanto, personagem arrolada no episódio, a forma de operar no mercado de Naji Nahas era a seguinte:

Ele bolou uma operação que era perfeita. Você já ouviu falar em borboleta? Não ouviu falar? É um p... borboletão! Adoro borboleta. Ele ia no pregão e comprava ações através de uma empresa, de uma corretora pequena. Naquela época, a liquidação era D+5, tá?! O quê que ele fazia: quando chegava no quinto dia útil aqui, ele dava um cheque pra corretora. Automaticamente, na custódia da Bolsa liberava as ações para a corretora. O que que a corretora fazia? no dia seguinte de manhã, que o cheque dele tava voador, ele ia num banco qualquer e dizia assim: “P..., me financia por cinco dias, eu te dou as ações e você vende no pregão, você vai ficar credor da Bolsa!” Claro, tá certo! “E você me cobra juros, CDI mas não sei o que durante esses cinco dias”. Não é isso! Ai o banco vinha, pedia para uma outra corretora que era instruída por ele mesmo, pequena porque a minha tese era o seguinte: se ele operasse através do Bradesco ou Itaú, eu tava c... que quem tinha que pagar era a corretora, não o comitente à Bolsa. Ai uma outra corretora pequena fazia a mesma operação; e durante esses cinco dias, ele puxava os preços das ações à vista na Bovespa. Pra quê? Pra receber o Índice [Contrato Futuro de Índice Bovespa], que era liberação de margem do Índice, que a Bolsa tinha subido e para pagar o juros desses cinco dias, que ele pagava pro banco.²⁸⁴

Os relatos sobre a forma de atuação do investidor Naji Nahas são semelhantes, sinópticos mesmo, conferindo veracidade ao fato. De acordo com Horácio de Mendonça Netto, Superintendente Geral da BOVESPA naquele momento,

O caso Nahas é, primeiro que... Tudo que se faz, se faz uma novela de uma coisa simples. Ou a coisa é simples ou não é! O caso Nahas era problema de crédito! Muito elementar! A Bolsa é contraparte nas operações. Se o cliente não pagar, a corretora paga. Se o cliente e se a corretora não pagar, a Bolsa banca. Então era uma questão de crédito. O

²⁸⁴

Entrevista concedida por Eduardo da Rocha Azevedo a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 11 de abril de 2006, p. 27-28.

Nahas não tinha crédito, então a única que eu fiz... são dois momentos: “o senhor [Naji Nahas] não tenho crédito, tá certo?” “O senhor quer operar?” “Então em vez de operar pela corretora XPTO, opera pelo Bradesco, pelo Itaú, que o senhor opera!” “O Bradesco, eu dou crédito, se o senhor não pagar o Bradesco, o Bradesco me paga, tá certo?. E outra coisa é a concentração de mercado! “As suas posições [de Nahas] não estão gerando princípios eqüitativos!” “Então a sua participação está muito concentrada, eu sou obrigado a diminuir sua posição”. Era só isso, esse é o caso Nahas, acabou!²⁸⁵

De fato, Nahas devia atuar de acordo com as três versões apresentadas algures. Se atualmente, após os eventos de fins da década de 1980, Nahas não possuía mais o patrimônio de outrora, estando a maioria de seus bens de relevo hipotecados, apesar de seguir usufruindo de padrão de vida muito elevado, não era diferente antes desses fatos. A casa em que reside, terrenos, fazendas e até parte da carteira milionária de títulos que possuía estavam empenhados como garantia em empréstimos bancários, obtidos com a única finalidade de financiar suas atividades na negociação de ações. Para além dos ganhos potenciais almejados como investidor, Naji Nahas tinha a compulsão pelo jogo, típica do especulador, um vício que o levou a mobilizar todo o seu patrimônio visível para os negócios nas bolsas.²⁸⁶

No entanto, apesar da vontade inicial da indústria de intermediação paulista em ter Nahas operando por aqui, a extravagância de suas iniciativas alertou a BOVESPA para o risco de colapso sistêmico, visível na forma exuberante de sua atuação. Para além disso, tornou-se evidente a discrepância entre os fundos garantidores da BOVESPA e a movimentação empreendida por Nahas: o montante de suas operações beiravam 80 milhões de dólares, um despropósito face ao patrimônio da bolsa, não mais do que 12 milhões de dólares, mas garantidora última das operações, depois do comprador e da corretora. Segundo Eduardo Rocha Azevedo:

²⁸⁵ Entrevista com Horácio de Mendonça Netto concedida a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 17 de abril de 2006, p. 26.

²⁸⁶ Cf. NASCIMENTO NETO, Op. Cit.

Então, começou uma bola de neve! Quando eu vi isso, essa m... aí, eu comecei a ver o volume crescer! crescer! crescer! Aí eu falei: “P... m...! Espera um pouquinho!” Nós sentamos lá na Bolsa e estava em 80 milhões de dólares, e na época o patrimônio da Bolsa era doze. Essa m... aí vai quebrar! Então o que nós fizemos: começamos arrochar. Então... e ele operava... além do que tinha pessoa física, ele tinha mais de cinquenta laranjas! Era um negócio assim... era uma rede, era um negócio inadministrável! Aí eu fui indo, indo, indo, indo [...] Então desde, que passava, operação do pregão, o cara falava pra quem que é? Quem é seu cliente? A Bolsa. E a corretora? Quem é? O fulano?, Não, não pode.²⁸⁷

Em função das constrações impostas às operações arriscadas de Naji Nahas pela Bolsa de São Paulo, a partir de 1988, “obrigando-o a diminuir as posições em aberto e o depósito de margens em dinheiro”,²⁸⁸ intervindo com a finalidade de interromper o D+0, entre outras medidas “reduziu o prazo de liquidação financeira e distribuiu advertências”,²⁸⁹ não deixando a Nahas alternativa que não fosse regressar à BOVERJ, que manteve a prática de D+0, ferramenta essencial da arquitetura operacional de Nahas. O ambiente competitivo entre as duas bolsas facilitou a especulação e contribuiu para minar a segurança do sistema.

Transferindo-se para o Rio de Janeiro, Naji Nahas seguiu com seu estilo peculiar de atuação no mercado de capitais. Se, no início de suas atividades, em fins dos anos 1970, a única modalidade de contratos futuros disponíveis eram as opções, a criação da BM&F, em meados da década de 1980, criou um clima ainda mais favorável às manobras especulativas. Mantendo, provavelmente, sua posição em contratos de Ibovespa futuro, Nahas seguiu inflando o valor das ações, puxando, conseqüentemente, o valor dos contratos derivativos do Índice BOVESPA. A diferença é que, agora, ele articulava seu movimento a partir do Rio de Janeiro. A bolha que teria sido inflada pelas operações de Naji Nahas estava nas alturas: entre janeiro e junho de 1989, as ações da Petrobrás se valorizaram 381%; as da Vale do Rio Doce, 112%. Subitamente, na primeira semana de junho daquele ano, os bancos cortaram o crédito de Naji Nahas. Sem financiamento, ele não teve como liquidar as

²⁸⁷ Entrevista concedida por Eduardo Rocha Azevedo a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 11 de abril de 2006. p. 28.

²⁸⁸ SOUZA, L. A. **O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97**. (Tese). Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP. Campinas: 1998, p. 138.

²⁸⁹ FERREIRA, A; HORITA, N. Op. cit., p. 68.

operações contratadas. Começaram, então, a surgir boatos de que ele estaria “a descoberto”. O primeiro indício concreto foi um cheque sem fundos emitido por Nahas, da ordem de 50 mil dólares, para pagar a corretora Copercom, referente à operação realizada na BM&F. A liquidez do sistema foi garantida pela Theca Corretora de Valores, membro da câmara de compensação da BM&F.

Havia, no entanto, outros 15 cheques sem fundos do Digibanco emitidos por Nahas. O maior deles, de US\$ 8 milhões, emitido para a Corretora NeyCastro, do Rio, foi o deflagrador da crise pois não houve quem o cobrisse. Às 17:30 de 9 de junho de 1989, a Bolsa do Rio informou oficialmente a BM&F e a BOVESPA que Nahas estava inadimplente. Os rumores circulavam já desde o horário do almoço.²⁹⁰

As conseqüências foram danosas. O então Ministro da Fazenda, Mailson da Nóbrega, o Banco Central e a CVM tiveram que intervir, anunciando, por antecipação, que os recursos públicos não seriam usados para cobrir os prejuízos. A BOVERJ, aflita, demandava uma linha de crédito da parte do governo da ordem de 200 milhões de dólares, sem a qual não teria como funcionar na semana seguinte. O mercado não pode abrir na segunda-feira, e na reabertura de terça-feira, literalmente, despencou 41,98%.

Na condição de instituição que promove a sustentabilidade e a segurança do sistema, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, no exercício de uma de suas atribuições principais, a de garantir a liquidação física dos negócios feitos sob sua tutela, tivera que arcar com um prejuízo devastador, assumindo a garantia dos negócios feitos e não honrados por Nahas. Outras operações tiveram que ser canceladas, gerando uma onda de ações judiciais. A BOVERJ estava agora na UTI, enfraquecida, incapaz de proporcionar a segurança institucional que o ambiente dos negócios em bolsa exigem.

²⁹⁰

Ibidem, p. 70

As dificuldades não foram sentidas apenas pela bolsa. Seis corretoras foram liquidadas, dentre elas a Corretora Capitânea, do filho de Elmo Camões, presidente do Banco Central, cujo próprio filho “estava especulando em operações parecidas com as de Nahas e também quebrou”.²⁹¹ Várias outras instituições financeiras foram atingidas pelo golpe, arcando com os prejuízos ou perdendo prestígio e credibilidade.

De acordo com o relato de Eduardo Rocha Azevedo, a percepção do risco estava no ar. Não teria sido por outro motivo que Nahas fora banido do mercado de São Paulo. A seu favor testemunham, de acordo com seu depoimento, mais de dez ofícios foram encaminhados pela BOVESPA à CVM relatando a temeridade das atividades de Nahas na bolsa. Fato que se comprova pela seqüela da crise, pois nenhum dirigente da bolsa paulista foi indiciado pela CVM.

Como já referido anteriormente, à disputa acirrada entre as bolsas de São Paulo e do Rio colaborou decisivamente para a ocorrência dos graves acontecimentos relatados. Não fosse o ambiente de concorrência predatória, talvez a BOVERJ tivesse tomados medidas preventivas mais eficazes. O contexto da crise, nas palavras do presidente da BOVESPA, transcorreu da seguinte forma:

E fui à Bolsa do Rio, e falei na Bolsa do Rio, e ouvi a seguinte frase do presidente da Bolsa do Rio: “Meta-se com o seu mercadinho, como é que se chama? Mercadinho secundário lá! E me deixe em paz!” Eu falei: “Tá bom!” Isso que eu estou te falando foi em abril, maio de 89. Peguei e vim embora. Falei: tá bom! E Começamos aqui a segurar, tal. ,Aí, ele foi com tudo pro Rio. Quando chegou em junho, nós começamos a ver que o volume estava aumentando (risos). Eu falei: “Esse cara acabou voltando pra cá!” Só que ele estava fazendo uma coisa diferente, ele estava fazendo operação interna, dentro das corretoras. Ele estava fazendo direto banco-corretora. A Bolsa não via. Mas a c... que vai dar aqui, vai ser a mesma. Aí fui visitar o corretor e falei: “Eu não quero mais essa m...!” “Não quero mais essa m...!” “Tô fora!” “Não vou fazer.” E aí começou a apertar. E aí o quê que eu fiz: aí houve uma reunião na CVM onde eu estava viajando, onde meu vice-presidente foi, e o Roberto Teixeira da Costa que, estava na reunião, propôs com todas as entidades que fizessem um manifesto dizendo que estava tudo bem. E o Fernando Nabuco que era ficou meu vice, disse “Pô! Eu não assino isso aí que tá tudo uma c...!”, “Nós temos mais de dez ofícios aqui”

Encurtando a história, aí não fizeram. Aí uma semana depois, aí o Fernando [Nabuco, vice-presidente do Conselho de Administração da BOVESPA] me ligou, eu estava em Paris, ele falou: “Ó! Eu vou tomar uma decisão aqui. Vou fazer o seguinte: a corretora paga D+5 e eu libero o papel D+6”. E aí eu acabei com a borboleta. E eu falei: “Pode fazer.” Aí ele fez. Aí o Nahas durou mais uma semana e explodiu. Mas ele não explodiu porque a Bolsa de São Paulo quis explodir. Ele começou a explodir porque a Bolsa do Rio, os créditos chegaram a 200 milhões de dólares. Aí os próprios financiadores dos bancos pararam de financiar. Pera aí, pô! A Bolsa não tem mais capacidade pra me pagar se der uma c... Os bancos começaram a puxar o carro deles, não foi a Bolsa de São Paulo. A Bolsa de São Paulo, no dia que ele quebrou, na reunião que eu tive no Banco Central, diziam: “A bolsa não pode abrir!” Eu disse: “Porque a Bolsa não pode abrir? A Bolsa de São Paulo vai abrir na segunda-feira, porque se não, não tenho p... nenhuma pra receber.” E os caras da Bolsa do Rio... Onde o que eu dizia: “O que eu tenho pra receber, o que eu tenho pra pagar, eu tenho no caixa.” E os caras da Bolsa do Rio: “Pô! Você quer f... com tudo!” “Eu não quero f... com tudo!” “Eu não posso deixar a Bolsa fechada; se a Bolsa vai ficar fechada, eu vou tomar uma ação dum acionista que quer vender ação!” Vou tomar ação do cara que quer vender ação! Tá louco?!²⁹²

Há muitas suposições quanto ao porquê das medidas adotadas pelos dirigentes da Bolsa de Valores de São Paulo. Há quem diga que a disputa pela hegemonia entre as bolsas do Rio e de São Paulo está na raiz das causas da crise. A BOVESPA teria agido nos bastidores para que o crédito de Nahas fosse cortado, levando-o, e a BOVERJ por tabela, inexoravelmente ao tablado. As sociedades corretoras portadoras de títulos patrimoniais da BOVESPA passaram a controlar o mercado secundário de ações no Brasil. Há quem diga – e Naji Nahas é o primeiro a fazê-lo –, que a mudança brusca nas regras de liquidação da BOVESPA foi determinada por Eduardo Rocha Azevedo para quebrá-lo. Eduardo teria também, segundo Nahas, pressionado bancos para cortar-lhe o crédito.²⁹³ O motivo do presidente da BOVESPA teria sido de cunho pessoal, e não institucional. Na versão de Naji Nahas, enquanto ele apostava na tendência de alta do mercado, em posições fortemente alavancadas, Eduardo estaria apostando na contramão, isto é, na queda do mercado. O alto grau de alavancagem, tanto de um lado quanto de outro,

²⁹² Entrevista concedida por Eduardo Rocha Azevedo a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 11 de abril de 2006, p. 29-30.

²⁹³ ATTUCH, L. Nahas absolvido... e com sede de vingança, **Istoé Dinheiro**, 9 jun. 2004. Disponível em: <http://www.terra.com.br/istoedinheiro/353/economia/nahas_absolvido.htm>.

culminaria na falência de um dos dois, dependendo do lado para o qual o mercado se movesse.

Nahas acredita que tanto Conde [Pedro Conde, do BCN] quanto Rocha Azevedo estavam do outro lado da corda, apostando na queda do Índice Bovespa – e, no fundo, o que estava em jogo era uma queda-de-braço entre ‘comprados’ e ‘vendidos’ do mercado. “Se eu não quebrasse, eles teriam quebrado”, disse Nahas. Como, depois de junho de 1989, as ações logo retomaram a tendência de alta, o ex-ministro Mário Henrique Simonsen declarou à Justiça que houve manipulação para baixo – e não para cima. Na visão de Alfredo Grumser, Nahas apostou na tendência correta e seu único erro foi acreditar que as ações subiriam apenas 100%. “O fato é que elas estavam muito mais baratas e duplicaram de preço.”²⁹⁴

De fato, o caso rendeu uma plethora de inquéritos, processo, condenações e absolvições. Rocha Azevedo foi inicialmente condenado a nove anos de prisão, por ter, supostamente, agido nos bastidores, provocando a quebra. Foi inocentado dez anos depois. Por conta da quebra da BOVERJ, uma Comissão Parlamentar de Inquérito foi instaurada. Nahas, que em 1989 ficou mais de cem dias foragido da polícia após ter expedido mandado de prisão contra ele, foi condenado a 24 anos de prisão. Contra ele, a CVM aplicou a multa mais pesada já expedida desde a fundação da autarquia, de 730 mil reais. Após 15 anos, em 2004, Nahas foi absolvido do processo, agora em instância superior. Em revanche, prometeu abrir processos contra seus oponentes. Já o fez contra a BOVESPA e a BOVERJ, recentemente, no ano de 2007.²⁹⁵ Segundo ele, ações de sua propriedade (Vale do Rio Doce, Petrobrás, Suzano e White Martins), que valiam, em 1989, 225 milhões de dólares, foram confiscadas sem que estivessem depositadas enquanto margem de garantia. Se não tivesse sido obrigado a liquidar suas posições, segundo suas contas, Nahas seria atualmente o homem mais rico da América Latina. Contudo, a demora de Naji

²⁹⁴ Ibidem.

²⁹⁵ Cf. SALGADO, E. “Naji Nahas pede indenização bilionária da Bovespa às vésperas de IPO”. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/financas/m0140044.htm>>.

Nahas em defender seus direitos gera dúvidas. Por que não questionou na Justiça antes o confisco de suas ações? A pergunta também passa pela percepção do que era, de fato, lastreado nesse imbróglio. Se, por um lado, Nahas detinha uma fortuna em ações, o que não dizer dos passivos? Essa ponderação foi bem circunstanciada por Eduardo Rocha Azevedo:

Ele [Nahas] não tinha mais ação. Então ele fazia com mil, com um milhão de ações, ele girava 10. [...] Virou uma p... bola de neve... Então, hoje em dia ele dá declaração: "Fui um cara mais rico do país!" "Tinha tantos bilhões de dólares!" Não tinha p... nenhuma! Tanto que ele não conseguiu provar que tinha. [...] E hoje valeria 50 milhões de reais. Tá bom, cadê as ações? se ele tivesse isso... Primeiro não tinha quebrado, segundo ele estaria na justiça para receber e não tá pô!²⁹⁶

Apesar de Naji Nahas ter entrado na Justiça posteriormente à entrevista concedida por Rocha Azevedo, a medida é tida por oportunista, visto que ele o fez às vésperas da abertura do capital social da BOVESPA.

Os eventos narrados conformam um acontecimento da mais alta significação histórica. Remete-nos aos inícios do ano 2000, ano da unificação das bolsas brasileiras sob domínio da BOVESPA, do nascimento da Bolsa Brasil, *locus* privilegiado para a negociação de papéis de companhias abertas brasileiras, uma alternativa ao completo esvaziamento da centenária instituição, a Bolsa do Rio, evento distinguido porque emblematiza o final de uma era. A partir da investida neoliberal da década de 1990 e a conseqüente abertura ao fluxo de capitais externos, a manipulação do mercado tornou-se improvável, pela magnitude de recursos que seriam necessários para implementá-lo.

As bolsas brasileiras em 1989 eram pequenas: a de São Paulo negociava apenas 12 bilhões de dólares por ano – razão pela qual estavam sujeitas a

²⁹⁶ Entrevista concedida por Eduardo Rocha Azevedo a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 11 de abril de 2006, p. 30-31.

manipulações. Os especuladores de 20 anos atrás são incomparavelmente menores que os de hoje, como os fundos de pensão e os fundos americanos, muito ativos no mercado brasileiro. Para se ter uma referência, a BOVESPA movimentou, em 2007, mais de um trilhão de dólares. A genealogia dos atores envolvidos também se alterou, e muito. O mercado passou, a partir da década de 1990, por intensa profissionalização, sendo a competência o passaporte para atuação de destaque, sobretudo na gestão de recursos e em postos de comando no setor bancário, especialmente em instituições estrangeiras. As relações pessoais de outrora, essenciais para o êxito nesse mercado, se esvaem aos poucos, sobretudo com as sociedades corretoras remanescentes entrando em processo de absoluta decadência e prostração. Se em anos idos a formação profissional de qualidade na era exigida para se atuar no mercado de capitais – muitos das principais figuras de outrora dispensavam o curso superior, por não lhes ser necessário –, nos anos 1990, crescem as exigências, surgindo um novo modelo de profissional especializado no mercado financeiro, altamente qualificado.

III.3 INSTITUCIONALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: FUNDOS, BANCOS E PROFISSIONALIZAÇÃO.

A partir dos anos 1990, a possibilidade de ocorrência de uma crise na BOVESPA, nos moldes da que ocorrera no Rio com o caso Nahas, parecia distante. A crise de 1989 foi o evento típico de um mercado restrito e, portanto, passível de manipulação. Se, até os fins da década de oitenta, existia ainda a ameaça de uma crise endógena, que se viesse a se realizar por motivos circunscritos ao contexto brasileiro, a partir dos anos 1990, essa possibilidade torna-se remota, pois a crescente liberalização, muda o perfil dos riscos, que passam a estar atrelados aos problemas gestados em âmbito mundial.

O regramento neoliberal, aplicados ao setor financeiro em seu conjunto, promove alterações de ordem vária. Essa inflexão é resultado de mudanças perceptíveis no meio social que acabam por influenciar as diretrizes políticas. A classe política, ela mesma um produto desse ambiente, passa a agir em sintonia com essas renovadas posturas ideológicas. O impacto produzido é tributário da ação política regulatória empreendida, sobretudo, no espaço próprio de atuação dos políticos brasileiros, qual seja, o legislativo. Não se pretende, nesse passo, adentrar às condicionantes fundamentais do exercício do poder, e, muito menos nos aspectos determinantes da política durante os anos 1990. Pretende-se, sim, uma vez assumido que políticas liberalizantes predominaram no cenário brasileiro, sobretudo em setores primordiais do governo naquele momento, inferir quais foram os impactos decisivos na reconfiguração do mercado de capitais no Brasil e, logicamente, avaliar seus efeitos sobre a BOVESPA.

De fato, o ímpeto liberalizante introduziu novas possibilidades no mercado de capitais brasileiro, reconfigurando de forma decisiva, tanto os contornos desse mercado, quanto a etnografia a ele inerente. É visível que o fluxo de capital estrangeiro, tanto para investimento em bolsa quanto sob a forma de investimento direto, nesse período, expandiu significativamente os limites do mercado financeiro em seu conjunto. Nessa medida, pode-se afirmar que a enorme atração exercida pelo Brasil sobre o grande capital financeiro internacional, é tributário, em larga medida, do programa de privatização levado à cabo pelo Governo.

A adesão forçada ao programa neoliberal arquitetado pelo Consenso de Washington, e posto em execução pelas agências internacionais a serviço do grande capital financeiro, é responsável por um conjunto significativo de alterações nos marcos regulatórios até então existentes, condição *sine qua non* para o ingresso de capital estrangeiro, viabilizado através do ANEXO IV. Concomitantemente, o Programa Nacional de Privatizações, ao internalizar recursos para as aquisições realizadas, em consonância com a liberalização implementada, teve como consequência a expansão significativa do mercado de capitais.

Dois desdobramentos importantes resultaram dessa expansão qualitativa do mercado, pois jamais, em fases anteriores, uma elevação tão expressiva da massa de recursos disponibilizados para o setor financeiro havia ocorrido. O primeiro, deu-se na reconfiguração abrupta do perfil do profissional envolvido no mercado de modo geral, e no mercado bursátil de forma particular. Sai de cena o profissional típico da era anterior, caracterizado, como vimos, por uma inserção tradicional no mercado, oriundo de famílias dominantes no setor, mas sem a devida qualificação para o exercício de sua função, usufruindo das vantagens resultantes de um privilégio quase

de casta, de caráter vitalício e, considerando-se o vezo tradicional da sociedade brasileira, quase hereditário.

Entra em cena uma nova personagem. Um profissional para o novo mercado, requalificado pela internacionalização, caracterizando-se como quer Roberto Grün, “uma descontinuidade entre as gerações.”²⁹⁷ Portanto, um corte geracional, em que os novos profissionais integram um corpo de elite tanto econômico quanto cultural, cujo arquétipo seria Armínio Fraga, personagem distante do especulador Naji Nahas, que se define como homem de um novo tempo, probo, íntegro, bem informado, capaz de criar um estilo de vida a ser imitado por todos aqueles que almejam, um dia, ingressar na corporação da nova elite.²⁹⁸

O segundo desdobramento, foi a reforma bancária implementada em 1988 pelo BACEN, a chamada Resolução nº 1524 que, segundo Maria Alejandra Caporale Madi, “adaptou o marco legal à realidade institucional do mercado financeiro brasileiro, referendando um processo econômico já existente. A conformação institucioanal multibancária surge, inicialmente, no anos 1960, como resposta aos incentivos do Governos Federal, e se consolida nas décadas seguintes através de movimentos de concentração e de conglomeração bancária”.²⁹⁹ A nova instituição , na qualidade de instituição financeira poderia abrigar múltiplas carteiras: comercial, de investimento, de crédito e imobiliária.

Com a criação do banco múltiplo, as metas objetivadas pela reforma bancária em tela, visavam racionalizar o sistema de intermediação financeira, reduzir custos administrativos e taxa de juros, instalar fluidez nos fluxos financeiros e, por último, promover a desconcentração bancária. A nova instituição “não implicou o fim da

²⁹⁷ Cf. GRÜN, R. “O peso das finanças na definição dos rumos do Brasil do início do século XXI”. **Revista CLIO**, Lisboa, Nova série, v. 14/15, p. 217, 2006.

²⁹⁸ Ibidem.

²⁹⁹ MADI, M. A. C. “Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana”. Tese de doutorado apresentada ao Instituto de economia – UNICAMP, Campinas, 1993, p. 116.

especialização das instituições financeiras”, pelo contrário, fazem parte das “estratégias de concorrência e critérios de segmentação do mercado”.³⁰⁰

Conclui-se, portanto, que as criações institucionais simbolizam momentos históricos específicos, como é o caso do aprimoramento do sistema financeiro, que levou ao aperfeiçoamento do setor bancário, procedimento esse indispensável ao compassamento da economia brasileira com os novos ritmos determinados pelos parceiros internacionais. Equivale dizer, vivenciamos um momento excepcional no processo de adensamento de capital, que a demonstração iconográfica, disponibilizada a seguir, facilmente demonstrará.

Gráfico 3.2: Movimentação dos investimentos estrangeiros diretos (1991-2000) e investimentos estrangeiros totais (1991-1997) (referência: bilhões de dólares).

Fonte: Relatórios Anuais CVM, 1991-2000.

Tabela 3.1: Movimentação dos investimentos estrangeiros diretos (1991-2000) e investimentos estrangeiros totais (1991-1997) (referência: bilhões de dólares).

Ano	Investimento total	Investimento
1991	1,1	0,6
1992	2,9	1,2
1993	7,2	0,4
1994	9,3	1,9
1995	7,2	3,0
1996	15,5	9,2
1997	21,9	16,3
1998		26,1
1999		16,0
2000		27,8

Os investimentos estrangeiros líquidos diretos na economia brasileira entre 1991 e 2000 caracterizam-se por dois momentos bem distintos. Entre 1991 e 1995 ficam abaixo de três bilhões de dólares de investimentos anuais, sendo que em 1993 regrediu para níveis inferiores a 1991, quando não passou de 600 milhões de dólares. De 1995 a 1998, a subida foi vertiginosa, pois se passou de três para 26,1 bilhões, recuando em 1999 para 16 bilhões, voltando a ascender em 2000, quando alcançou a cifra de 27,8. A tendência geral é confirmada pelos investimentos totais, cujos indicadores vão somente até 1997, em valores ligeiramente acima dos investimentos diretos, a não ser o período de 1992-1994, em que as tendências se descolam e os investimentos totais adquirem maior expressão.

Gráfico 3.2: Participação dos investidores estrangeiros no volume total negociado no ano de 1998 (referência: representação percentual).

Fonte: Relatório BOVESPA, 1998.

Tabela 3.2: Participação dos investidores estrangeiros no volume total negociado no ano de 1998 (referência: representação porcentual).

Tipo	
Instituições Financeiras	34,7%
Estrangeiros	25,0%
Empresas	15,3%
Investidores Institucionais	12,6%
Pessoas Físicas	12,2%
Outros	0,2%

As instituições financeiras são responsáveis por um terço dos investimentos na BOVESPA, seguindo-se os investimentos ditos estrangeiros, com um quarto do total, as empresas, com 15% e os investidores institucionais, um pouco abaixo, com índice equivalente às pessoas físicas. Os valores totais investidos superaram os 21.9 bilhões de dólares alcançados no ano de 1997, em níveis rebaixados, em função dos problemas cambiais que atingiram os países asiáticos naquele ano, tendo como reflexo a queda acentuada no preço das ações, um recuo de 33,4% em 1998 que, por sua vez, fez retrair o valor de mercado das empresas de capital aberto listadas nas BOVESPA em 32%, correspondente à desvalorização de 90.7 bilhões de reais, tendo o mês de dezembro por referência. Isto não impediu que a BOVESPA continuasse a gozar de uma situação hegemônica no mercado latino-americano, com 81% de todo o volume financeiro negociado.

Gráfico 3.3: Evolução comparativa das bolas de valores de Nova York e São Paulo, de 1981 a 1995 (referência: 7/1981 igual a 100 dólares).

Fonte: *A economia brasileira em gráficos*. Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia, Banco de Dados, Rio de Janeiro, 1996, p. 127.

Constata-se uma diferença de comportamento estrutural entre as tendências da Bolsa de Nova York, mensurada pelo índice Dow Jones, e a BOVESPA, a partir do IBOVESPA. Expressão da

tendência maior, desde a Crise de 1929, o perfil é tendencialmente ascendente, moderado, com leves inflexões que, contudo, não comprometem a tendência geral e refletem a solidez econômica de um capitalismo amadurecido em nação hegemônica. Exatamente o oposto do que se verifica no perfil alcantilado registrado pela BOVESPA, expressão inequívoca dos movimentos oscilantes do sistema produtivo e financeiro em país emergente, tendência que, de todo modo, se mantém sempre acima da linha de referência balizada pela Dow Jones. Altos e baixos que, por outro lado, revelam o caráter noviço do mercado de capitais entre nós, capaz de enriquecer e empobrecer num instante, revelando-se como um mercado oportuno para os *experts* em operações de bolsa. Não é mercado para neófitos; é mercado para iniciados.

Gráfico 3.4: A BOVESPA no concerto mundial das bolsas de valores em 1996 (referência: milhões de dólares).

* Dados de 30/11/1996.

Fonte: Federación Internacional de Bolsas de Valores e Bolsa de Comercio de Buenos Aires apud CARMELLO, Milton Huppert Monte. **A Bolsa de Valores de São Paulo.** Um estudo de suas origens, evolução e perspectivas de integração no mercado de valores globalizado. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1997. p. 116.

Tabela 3.4: A BOVESPA no concerto mundial das bolsas de valores em 1996 (referência: milhões de dólares).

Região	Bolsa de Valores	Volume (US\$ milhões)
América do Norte	NASDAQ	3.301.776,0
	NYSE	4.063.654,6
	Toronto	221.215,9
América Latina	Buenos Aires	31.280,5
	México	43.583,7
	Rio de Janeiro	18.618,1
	São Paulo	97.510,3
Europa	Amsterdã	190.854,4
	Alemanha	811.626,1
	Londres (*)	1.290.100,6
	Paris	982.173,0
	Suíça	440.111,3
Ásia, Pacífico	Austrália	146.235,3
	Hong Kong	166.428,7
	Nova Zelândia	10.139,1
	Cingapura	60.254,8
	Taiwan	478.355,50
	Tailândia	51.936,9
	Tóquio	938.821,9

* Dados de 30/11/1996.

As bolsas de valores norte-americanas são absolutamente majoritárias quando comparadas às congêneres mundiais, no ano de 1996. A NYSE supera a NASDAQ em mais de um trilhão de dólares de ações negociadas. Fora da América do Norte, no continente europeu, apenas a Bolsa de Londres pode ser ranqueada em nível próximo, com operações acima de um trilhão de dólares, seguida de perto pela Bolsa de Paris e da Alemanha. No continente asiático, distingue-se da Bolsa de Tóquio, situada no patamar das principais bolsas européias, seguindo-se de Taiwan, com desempenho equivalente a 50% da Bolsa de Tóquio. A BOVESPA, próxima dos 100 bilhões de dólares, se situa em patamares próximos à Bolsa de Amsterdã (190 bi), Toronto (221 bi), e Austrália (146 bi), para estabelecermos uma comparação entre continentes. Em termos de América Latina, sua liderança é absoluta, tendo a Bolsa de Buenos Aires, em seguida, assim mesmo com um terço de seu desempenho. Significativo é que a BOVESPA supera até mesmo a Bolsa do México, com o dobro do volume de suas operações.

Gráfico 3.5: Valor transacionado sobre o PIB pelo mundo entre 1988-1990 (referência: porcentagem em relação ao PIB).

Gráfico 3.6: Valor transacionado sobre o PIB pelo mundo entre 1994-1996 (referência: porcentagem em relação ao PIB).

Tabela 3.6: Valor transacionado sobre o PIB pelo mundo entre 1988-1996 (referência: porcentagem em relação ao PIB).

<i>Ranking</i>	<i>Países</i>	<i>Média 1988-90</i>	<i>Ranking</i>	<i>Países</i>	<i>Média 1994-96</i>
1	Japão	79,9	1	Malásia	145,7
2	UK	45,3	2	Cingapura	77,2
3	Cingapura	38,9	3	Estados Unidos	74,0
4	Estados Unidos	35,0	4	Holanda	66,3
5	Holanda	22,8	5	UK	47,2
6	Tailândia	18,2	6	Suécia	45,9
7	Malásia	17,1	7	Austrália	38,0
8	Austrália	14,2	8	Tailândia	38,0
9	Canadá	14,2	9	Canadá	35,4
10	Noruega	9,9	10	Japão	25,0
11	França	9,2	11	Filipinas	24,1
12	Suécia	9,0	12	Turquia	22,4
13	Austrália	8,8	13	Espanha	22,2
14	Espanha	8,6	14	França	21,6
15	Israel	8,3	15	Israel	17,6
16	Áustria	7,5	16	Austrália	17,1
17	África do Sul	7,0	17	África do Sul	15,7
18	Índia	6,1	18	Noruega	15,5
19	Finlândia	5,4	19	Finlândia	15,5
20	Nova Zelândia	4,7	20	Brasil	15,3
21	Bélgica	4,5	21	México	14,9
22	Itália	4,1	22	Chile	13,9
23	Filipinas	3,6	23	Nova Zelândia	13,8
24	Brasil	3,5	24	Áustria	9,5
25	México	3,5	25	Itália	9,3
26	Chile	2,8	26	Indonésia	9,3
27	Portugal	2,8	27	Bélgica	6,9
28	Grécia	2,0	28	Paquistão	6,9
29	Luxemburgo	1,8	29	Índia	6,8
30	Venezuela	1,7	30	Peru	6,3
31	Turquia	1,6	31	Grécia	5,8
32	Indonésia	1,3	32	Portugal	5,5
33	Argentina	1,2	33	Sri Lanka	2,9
34	Paquistão	0,5	34	Zimbábue	2,5
35	Zimbábue	0,5	35	Argentina	2,4
36	Peru	0,3	36	Colômbia	2,1
37	Sri Lanka	0,3	37	Egito	2,1
38	Colômbia	0,2	38	Luxemburgo	2,1
39	Egito	0,2	39	Venezuela	1,4
40	Nigéria	0,0	40	Nigéria	0,1

Fonte: Banco Mundial, World Development Indicators, 1999.

Em 1999, ocupava a 25.^a posição num elenco de 40 países considerados, em termos do valor transacionado em seu mercado acionário *vis-à-vis* o PIB com 3,5%. No período de 1988 a 1990, *ranking* liderado pelo Japão (79,9%), praticamente o dobro do segundo colocado, a Grã-Bretanha (45,3%), seguindo-se os Estados Unidos, surpreendentemente em quarto lugar, com 35%, superado por Cingapura (38,9%). No período seguinte (1994-1996), a Malásia passa a ocupar o primeiro lugar

do *ranking*, com 145,7%, seguindo-se Cingapura, 77,2%, Estados Unidos, 74%, e Holanda, 66,3%, nas quatro primeiras posições. O Brasil alojou-se na 25.^a posição, aumentando sua cota de participação no PIB de 3,5% para 15,3%, crescendo, portanto, a uma taxa de 340%.

Gráfico 3.7: Número de empresas listadas nas Bolsas mundiais.

Gráfico 3.8: Número de empresas listadas nas Bolsas mundiais.

Tabela 3.8: Número de empresas listadas nas Bolsas mundiais.

<i>Ranking</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média 1988-90</i>	<i>Ranking</i>	<i>Empresas</i>	<i>Média 1994-96</i>
1	Estados Unidos	6.669	1	Estados Unidos	7.947
2	Índia	6.003	2	Índia	5.270
3	Japão	2.019	3	Japão	2.267
4	Reino Unido	1.923	4	Reino Unido	2.194
5	Austrália	1.242	5	Canadá	1.215
6	Canadá	1.145	6	Austrália	1.185
7	África do Sul	745	7	Paquistão	757
8	França	631	8	Coréia	727
9	Coréia	599	9	Egito	697
10	Brasil	587	10	Israel	649
11	Alemanha	550	11	África do Sul	635
12	Egito	522	12	Alemanha	592
13	Paquistão	444	13	Brasil	546
14	Espanha	406	14	Malásia	543
15	Dinamarca	269	15	França	532
16	Holanda	268	16	Tailândia	420
17	Peru	262	17	Espanha	366
18	Malásia	257	18	Chile	282
19	Israel	248	19	Holanda	250
20	Nova Zelândia	237	20	Itália	239
21	Itália	216	21	Indonésia	236
22	Chile	211	22	Dinamarca	234
23	México	202	23	Peru	232
24	Bélgica	184	24	Suíça	228
25	Argentina	181	25	Suécia	227
26	Suécia	178	26	Cingapura	225
27	Portugal	178	27	Sri Lanka	225
28	Tailândia	177	28	Grécia	217
29	Luxemburgo	177	29	Filipinas	203
30	Sri Lanka	176	30	Turquia	203
31	Suíça	173	31	México	195
32	Filipinas	146	32	Nigéria	180
33	Cingapura	139	33	Portugal	174
34	Grécia	128	34	Nova Zelândia	167
35	Noruega	121	35	Colômbia	164
36	Nigéria	115	36	Argentina	151
37	Áustria	84	37	Noruega	147
38	Colômbia	83	38	Bélgica	146
39	Finlândia	72	39	Áustria	109
40	Turquia	70	40	Venezuela	89
41	Indonésia	69	41	Finlândia	70
42	Venezuela	66	42	Zimbábue	64
43	Zimbábue	55	43	Luxemburgo	58

Fonte: Banco Mundial, World Development Indicators, 1999.

O fraco desempenho da economia brasileira no capítulo número de empresas listadas na Bolsa de valores, evidencia-se por sua posição no *ranking* em décimo lugar no período de 1988-1990, com 587 empresas relacionadas, desempenho este piorado no período de 1994-1996, quando o número de empresas se reduziu, e a posição na hierarquia caiu para o 13.º lugar. Constata-se ainda que o número de empresas regrediu a uma taxa de -7%, contra a média mundial de 31%. A liderança

dos Estados Unidos se confirma na comparação entre os dois períodos, seguindo-se a Índia, com número de empresas equiparável aos EUA no primeiro período, mas em declínio no segundo. Enquanto numa série de países o número de empresas listadas cresceu significativamente (Canadá, Coréia, Estados Unidos, Israel, Malásia, Paquistão, Grã-Bretanha e Tailândia), em outros, a tendência foi descendente (África do Sul, Índia, Dinamarca, Espanha, França e México).

Gráfico 3.9: Concentração de mercado – valor transacionado entre 1991-1998 (referência: representação porcentagem, volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações).

Gráfico 3.10: Concentração de mercado – valor transacionado entre 1991-1998 (referência: representação porcentagem, volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações).

Tabela 13.9: Concentração de mercado – valor transacionado entre 1991-1998 (referência: representação porcentagem, volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações).

<i>Ranking</i>		Média 1991-1993	Ranking		Média 1996-1998
1	Bolsa Alemã	84,5	1	Bolsa Alemã	85,8
2	São Paulo	83,4	2	Madri	85,1
3	Austrália	80,5	3	Austrália	79,5
4	Nova Zelândia	68,1	4	Buenos Aires	78,1
5	Paris	67,7	5	Nasdaq	76,9
6	Madri	66,8	6	São Paulo	75,7
7	Toronto	61,6	7	Lima	75,2
8	Santiago	61,5	8	Nova Zelândia	71,3
9	Nasdaq	59,1	9	Paris	70,4
10	Itália	56,2	10	Copenhague	66,7
11	Helsinque	55,1	11	Londres	66,3
12	Hong Kong	51,7	12	Itália	65,3
13	Amsterdã	51,3	13	Suíça	64,9
14	Estocolmo	51,3	14	Amsterdã	64,2
15	Copenhague	50,3	15	Hong Kong	63,8
16	Buenos Aires	50,2	16	Estocolmo	63,6
17	Oslo	48,8	17	Santiago	63,2
18	Tailândia	48,0	18	Telavive	63,1
19	Viena	44,5	19	Lisboa	60,5
20	Tóquio	41,6	20	México	56,7
21	Bruxelas	41,2	21	Irlanda	55,6
22	Istambul	39,9	22	Joanesburgo	53,0
23	Telavive	38,3	23	Liubliana	52,7
24	Londres	37,8	24	Toronto	51,7
25	México	37,6	25	NYSE	50,4
26	Luxemburgo	23,0	26	Jacarta	49,5
27	Coréia	23,0	27	Tóquio	49,3
28	Taiwan	22,7	28	Bruxelas	48,1
29	Kuala Lumpur	20,4	29	Luxemburgo	48,1
30	Cingapura	10,0	30	Viena	47,7
31	Lima		31	Atenas	47,4
32	Suíça		32	Tailândia	45,3
33	Lisboa		33	Helsinque	44,0
34	Irlanda		34	Oslo	42,2
35	Joanesburgo		35	Kuala Lumpur	38,0
36	Liubliana		36	Filipinas	37,6
37	NYSE		37	Istambul	37,2
38	Jacarta		38	Coréia	34,9
39	Atenas		39	Cingapura	33,5
40	Filipinas		40	Taiwan	33,3
41	Varsóvia		41	Varsóvia	22,9

Fonte: Federação Internacional das Bolsas de Valores (FIBV).

O gráfico e a tabela anteriores mensuram a porcentagem do valor transacionado correspondente a 5% das maiores empresas referenciadas. O índice de concentração passa de 83,4% (2.º lugar) para 75,7% (6.º lugar), entre 1991-1993 e 1996-1998. Equivale dizer que a

BOVESPA era a segunda bolsa em concentração no concerto mundial, somente superada pela Bolsa alemã. Considerando-se que o índice de concentração do valor transacionado aumentou substancialmente na comparação entre os dois períodos, conclui-se que a BOVESPA sofreu um significativo processo de desconcentração.

CAPÍTULO IV: BOVESPA: A FLORESCÊNCIA TARDIA

CAPÍTULO IV

BOVESPA: A FLORESCÊNCIA TARDIA

Uma bolsa forte não pode ser um clube que se dedique à promoção da “cultura ética” e tão pouco os capitais dos grandes bancos, tal como espingardas e canhões são “instituições beneficentes”. Para uma política econômica que se proponha alcançar objetivos neste mundo, aqueles só podem significar uma coisa: meios de poder para conduzir aquela luta econômica.³⁰¹
Max Weber.

IV.1 PROLEGÔMENOS

A menção à “cultura ética”, na citação de Max Weber, que abre este capítulo, revela a posição do autor sobre a relação entre a racionalidade típica da “situação de mercado” e os valores de ordem ética. Explicitamente, segundo a análise weberiana, a universalização das relações monetárias torna o dinheiro o “meio formal mais racional de orientação da ação econômica”. Dessa maneira, a racionalidade formal do cálculo do dinheiro, tipo dominante da conduta no capitalismo, pressupõe “a luta no mercado”, a “racionalidade como meio de orientação da ação”, afastamento de desejos outros que não seja o “desejo com maior poder aquisitivo”. No mercado de capitais, especialmente, uma vez que o dinheiro é o próprio bem econômico e exclusiva “exploração lucrativa”, a

³⁰¹ WEBER, Max. **A Bolsa**. (1894). Tradução, Estudos Introdutórios e Notas de Rafael Gomes Filipe. Lisboa: Antropos, 2004. p. 151.

racionalidade que lhe é inerente acentua a “luta dos homens uns contra os outros”, pois “a conduta racional moderna” é oposta “aos interesses pessoais”.³⁰²

Daí a indisposição de Weber para com o altruísmo social defendido por organizações da época, que afirmavam a subordinação das atividades econômicas à busca da felicidade, como pretendia o movimento que se espalhou pela Europa de caráter social-altruísta-pacifista denominado *Society of Ethical Culture*. No nosso tempo, no entanto, a conformação societária da atualidade, sobretudo nos países desenvolvidos, conta com grupos militantes empenhados na observância de um padrão ético, amparando muitas das ações inerentes às atividades laborais, de consumo e lazer, possível historicamente a partir do aumento real na renda dos assalariados, que passaram a despendar em torno 60% menos de sua renda com necessidades básicas, se comparados há 50 anos, conferindo, assim, maior poder de escolha aos consumidores de hoje.³⁰³ Seria justamente o mesmo senso de fraternidade, observado nos tempos de Weber e nos que correm, a raiz da identificação negativa quanto à natureza das bolsas. De qualquer forma, este fato também é tributário a um engano tácito generalizado quanto à verdadeira origem do movimento, que ocorre nas bolsas de valores no mundo. Tem-se a impressão de que as bolsas de valores são as grandes protagonistas no sistema capitalista, muitas vezes estigmatizadas enquanto algozes contemporâneos, responsáveis pelo desemprego estrutural, desigualdades regionais e sociais, baixo nível de renda, produção e investimento, enfim, toda sorte de fenômenos e dissabores sociais identificados com a seara econômica. Outra afirmativa de Weber, neste texto dedicado exclusivamente às bolsas, reforça esta percepção:

³⁰² WEBER, Max. **Economia y Sociedad**, Trad. Esp. 2. ed. México: Fondo de Cultura Económica, 1969. respectivamente, p. 62-63, 70, 72, 75, 82-83. v. I.

³⁰³ Cf. STER, N. “The Moralization of the markets in Europe”. **Journal Society**, New York, v. 45, n. 1, fev. 2008.

Quem se mantenha afastado da bolsa inclina-se facilmente a pensar que ali não raro se possa ganhar dinheiro relativamente sem esforço, como na loteria, e que, por outro lado, as poupanças resultantes do trabalho de muitos anos se percam no jogo da bolsa, para o qual agentes e anúncios de sociedades de comissionistas atraem pessoas sem a mínima preparação para participar do comércio bolsista.³⁰⁴

Trata-se, de fato, do mercado financeiro e de capitais organizado que têm na bolsa de valores um espaço privilegiado de rentabilização do capital: a rentabilidade na esfera especulativa se sobrepõe e esvazia, conseqüentemente, à área produtiva, conforme tratado nos capítulos anteriores. Na verdade, este processo do dinheiro que se multiplica quase que autonomamente na esfera financeira e, por desdobramento, também nas bolsas de valores, pode ser resumido na velha fórmula marxista $D = M + D'$.³⁰⁵

Aceita-se o entendimento de que as bolsas de valores são protagonistas sem se dar conta de que estas são condensadoras de um movimento produzido por outros atores individuais e, sobretudo, institucionais: as bolsas são, de fato, espelho de um fenômeno fugidio, por serem lugares onde o dinheiro reina soberano e é objeto de culto. Na realidade, as bolsas são entidades menos determinantes do que aparentam: são os campos de realização de um movimento que ocorre no eixo produtivo-financeiro, cujos maiores atores são o sistema financeiro creditício – os grandes bancos, gigantes conglomerados financeiros combinados aos setores produtivos e familiares, imersos no cenário proporcionado pelo jogo da política econômica em âmbito global. É interessante perceber esta confusão de atribuições e papéis. As bolsas exprimem as relações socioeconômicas em curso, mas a partir de outro nível de realidade: uma realidade de qualidade refletora expressa em termos

³⁰⁴ WEBER, M. **Economia y Sociedad**, Trad. Esp. 2. ed. México: Fondo de Cultura Económica, 1969. p. 95.

³⁰⁵ Cf. MARX, K, **O Capital**. Crítica da Economia Política. Livro I: O processo de Produção Capitalista. 2. ed. Tradução Reginaldo Sant'Anna. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1971. v. 1. esp. capítulos III e IV.

de uma verdadeira relação transferencial que recompõe e encena o “mundo lá fora”, ou seja, o eixo produtivo-financeiro, aos moldes do que ocorre nas relações paciente – analista.³⁰⁶

Portanto, com o objetivo de aclarar a sujeição da Bolsa de Valores de São Paulo ao contexto sociopolítico, ao nível internacional e, sobretudo, nacional; e, às limitações inerentes ao estágio em que se encontrava o capitalismo, retomamos, neste capítulo, a evolução da BOVESPA nos anos 1990, sob a égide do neoliberalismo e no bojo dos programas de abertura econômica a partir do governo Collor e de estabilização com o Plano Real. Para finalizar, analisamos a unificação das bolsas de valores no Brasil, em clima soturno de esvaziamento institucional das mesmas.

IV.2 A VOCAÇÃO NEOLIBERAL

Em artigo publicado em meados do ano 2000, Antonio Gledson de Carvalho lança em periódico acadêmico o debate a respeito do desempenho do mercado de

³⁰⁶ De acordo com Laplanche e Pontalis (1991), na teoria psicanalítica, a transferência define o terreno no qual se dá o tratamento psicanalítico, uma vez que este processo inconsciente atualiza sobre a relação analítica desejos inconscientes, protótipos infantis revelando, assim, toda a estrutura de personalidade do paciente. Neste sentido, a transferência também recompõe e encena o “mundo lá fora”, a história do paciente no microcosmo do consultório do psicanalista. Desta forma, a compreensão da transferência, sua interpretação, sua resolução seriam os caminhos do tratamento psicanalítico. Neste sentido, propomos pensar as bolsas como uma instituição que contém os elementos da estrutura capitalista e do sistema financeiro em vigor; abrigando e refletindo os principais elementos da organização econômica. Cf. LAPLANCHE, J. **Vocabulário de Psicanálise**. Laplanche e Pontalis; sob direção de Daniel Lagache. Tradução Pedro Tamen. São Paulo: Martins Fontes, 1991.

capitais brasileiro no transcurso dos anos 1990.³⁰⁷ Trata-se de trabalho cujos alicerces estão solidamente apoiados sobre dados quantitativos e estatísticos, sobretudo coletados junto a instituições reguladoras e de classes inerentes ao mercado de capitais. A hipótese apresentada por Carvalho é a de que o mercado de capitais no Brasil apresentou uma ascensão ilusória nos anos 1990, evidenciada por sua retração nos fins da década. Esta suposta florescência do mercado brasileiro, de acordo com Carvalho, fica matizada a partir da compilação de dados primários, dos quais os mais representativos são as emissões primárias, o aumento de volume e a capitalização bursátil. Com o declínio desse mercado, perceptível na redução dos mesmos indicadores – sobretudo volume transacionado na BOVESPA e diminuição no valor agregado de emissões primárias –, Carvalho constata que esta virtude era irreal, a partir da apreensão de um dado isolado: o crescente número de empresas abertas, dispostas a fechar o capital, ano após ano, durante toda a década (Gráfico e Tabela 4.1).

A explicação das causas primeiras para este mercado de capitais fragilizado, e, portanto, de uma bolsa débil (desde que à exceção das emissões primárias, todo o resto passa pela bolsa de valores, mormente na BOVESPA, cuja hegemonia é inquestionável durante todo o período em questão), apresentada por Carvalho, concentra-se na afirmação de que o mercado de capitais no Brasil funciona sob a égide da ineficiência. Esta ineficiência, observada no o período em destaque, consiste em alto custo de manutenção de uma S/A; concentração de mercado; e, baixos níveis de *governança corporativa*,³⁰⁸ *enforcement*,³⁰⁹ e *disclosure*.³¹⁰

³⁰⁷ Cf. CARVALHO, A. G. “Ascensão e queda do Mercado de Capitais no Brasil: A Experiência dos Anos 90”. **Revista Economia Aplicada**, São Paulo, Departamento de Economia FEA-USP/FIPE, v. 4, n. 3, jul./set. 2000.

³⁰⁸ Governança corporativa significa a adoção de práticas por parte das empresas abertas que proporcionem ao investidor minoritário a certeza de um contexto de maior equanimidade entre sócios

Segundo Carvalho, determinantes conjunturais de natureza macroeconômica são importantes, mas não decisivos na constituição de um mercado de capitais que funcione. É curioso como Carvalho abrange, na sua estrutura cognitiva, a estabilização monetária e a abertura da economia enquanto fatores causais para a suposta ascensão do mercado de capitais, nos inícios dos anos 1990, com a incorporação de massa de capital estrangeiro. Na seqüência, desconsidera, peremptoriamente, o papel destes mesmos quesitos e a articulação entre si, e como estes fatores já poderiam estar atuando como desestabilizadores, no declínio posterior.

De fato, o que fica explícito em seu texto é uma relativização dessas decisivas, em grande parte porque o autor parece aderir a uma postura proselitista, oriunda de concepções gestadas em ambientes constituídos por universidades hegemônicas, notadamente norte-americanas. Nesse caso específico, o “fato relevante” não nos parece ser a repetição desse mantra, típico do cânon comprometido com a hegemonia do capital financeiro e especulativo. Tal postura, no mínimo ingênua, que norteia a abordagem do tema, é ideológica mesmo, contraditória e frágil em seus pressupostos teóricos, não chegando a atingir os motivos primeiros da falência desse mercado, no que tange à realização de suas funções clássicas. Esta reflexão parcial claramente se opõe ao que até aqui fora assumido por nós. Desconsiderar a importância de condições estruturantes em âmbito sistêmico, em prol de condições que beneficiam, majoritariamente, o

majoritários e minoritários, ou seja, que os interesses desses últimos serão contemplados *vis-à-vis* os interesses daqueles que detêm a maioria das ações.

³⁰⁹ *Enforcement* representa o exercício de autoridade coercitiva junto às empresas privadas de capital aberto, com o intuito de garantir que os direitos dos acionistas menores serão respeitados.

³¹⁰ *Disclosure* é o fluxo contínuo de informações, fatos relevantes disponibilizados por parte das empresas, a todos os acionistas em particular e ao mercado de forma geral.

pequeno investidor, sobretudo aquele apartado do investimento em mercado de capitais via fundos, constitui-se em notório equívoco.³¹¹

Conforme exposto no capítulo anterior, os protagonistas deste mercado são os fundos mistos e de pensão, que até podem julgar simpático práticas de *governança corporativa* e afins sem, no entanto, prescindir das mesmas, visto que costumam deter fatias exponenciais do capital social de empresas – ou, ao menos, têm condições para tanto. São estes os atores que importam no mercado financeiro global dos anos 1990: as forças motrizes que têm o condão de fazer pender a balança, sempre a favor de seus interesses, comprometidos com a rentabilização do capital fictício acumulado. A eficiência do mercado de capitais, abertos ao capital especulativo, é importante, na medida em que facilita o processo especulativo. Nesse sentido, a eficiência das instituições nacionais importa, mas não é a condição central para o desenvolvimento pleno do mercado de capitais no Brasil, conforme afirmara Carvalho.

³¹¹ Em artigo oriundo da mesma tradição a que o texto de Carvalho se filia – aliás, elaborado na principal escola de administração dos Estados Unidos –, os autores afirmam que a governança corporativa influi menos que as condições macroeconômicas de um país, no que tange à internacionalização das ações de companhias abertas. Ou seja, os investidores serão mais exigentes em relação aos aspectos das empresas brasileiras, por exemplo, que emitam ADRs na Bolsa de Nova York, no que concerne às condições de estabilidade macroeconômica do país, do que o grau de governança corporativa, postulado pelas empresas. Cf. CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; SCHMUKLER, S. L. "The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects". **Working Paper Series of the Financial Institutions Center**, Wharton School, Feb. 2002.

Tabela 4.1: Empresas de capital aberto listadas na BOVESPA (referência: 1970-1999).

Ano	Número de empresas
1970	200
1971	337
1972	381
1973	395
1974	398
1975	362
1976	387
1977	452
1978	399
1979	404
1980	426
1981	488
1982	493
1983	506
1984	522
1985	541
1986	592
1987	590
1988	589
1989	592
1990	579
1991	570
1992	565
1993	551
1994	549
1995	547
1996	554
1997	545
1998	535
1999	487

Fonte: Relatórios Anuais BOVESPA, 1970-1999.

O número de empresas de capital aberto listadas na BOVESPA no período de 1970 a 1999, considerado o longo período de 19 anos, teve crescimento relativamente modesto, pois parte de 200 empresas em 1970 e chega ao ano de 1999 com 487 empresas, que significa um aumento de 143,5%. O lento crescimento do número de empresas no período de 1971 a 1980 é seguido por um salto significativo no ano subsequente de 1981, que não se reproduz nos anos seguintes, pois, até 1991, a incorporação de empresas à BOVESPA volta a ser extremamente lenta. Pior ainda, a tendência manifesta a partir de 1992, de caráter eminentemente estagnante e, até mesmo, regressiva, como se observa na redução verificada de 1998 para 1999, quando se passa de 535 empresas para 487. Se o crescimento do número de empresas nos anos 1990 pode ser considerado expressivo em relação aos anos 1970, a taxa de crescimento anual expressa a modéstia já observada deste ritmo, pois, em 19 anos, registrou acréscimos anuais médios de 7,55%. Observe-se que esta tendência, praticamente corresponde à totalidade das companhias de capital aberto brasileiras, pois o número de empresas listadas no país apresentava uma diferença mínima em relação aos números registrados na BOVESPA.

Gráfico 4.1: Empresas de capital aberto listadas na BOVESPA (referência: 1970-1999).

Por outro lado, o artigo de Carvalho cria a oportunidade para que, além das razões de ordem estrutural, se cogite dos motivos de natureza mais conjuntural, especialmente naquelas de ordem política e, em certa medida, ideológicas, definidoras das orientações que nortearam a política econômica e a gestão dos gastos públicos no período, indispensável para o exame da atuação da bolsa nos anos 1990. De fato, observa-se uma inflexão nas políticas de Estado, por parte dos agentes governamentais, sobretudo a partir das eleições presidenciais de 1989.

Ampla abertura e reformas econômicas ocorreram no Brasil com a eleição de Fernando Collor de Mello à Presidência da República. Às tentativas de estabilização econômica que contivessem a espiral inflacionária, somaram-se medidas que almejavam atualizar a economia brasileira em relação à economia internacional, a exemplo da eliminação das reservas de mercado, conectada a abertura às importações, complementadas pelo lançamento do Programa Nacional de Privatizações. As contingências econômicas (Planos Collor, Marcílio I e II) não foram, no entanto, a raiz fundamental do *impeachment* do Presidente, desgastado politicamente e por uma saraivada de acusações de corrupções e fraudes.

A prevalência de um ambiente político-ideológico de matiz neoliberal perdurou por toda a década de 1990, também nos períodos de governo de Itamar Franco, e, mais explicitamente, na gestão de Fernando Henrique Cardoso, que não apenas aprofundou a desregulamentação econômica, mas deu seqüência às iniciativas de enxugamento do Estado, intensificando fortemente o processo de privatização. Dessa forma, os governos dos anos 1990 implementaram medidas com o sentido explícito de sincronizar o país ao ritmo da globalização. Os chamados “mercados emergentes”, como os latino-americanos, realizaram as reformas necessárias, tais como as da liberalização cambial e dos mercados financeiros. Mesmo durante o

Governo Collor de Mello, que se distinguiu pela desorganização econômica, política e social, o capital financeiro internacional entusiasmou-se “com a desregulamentação do mercado de capitais levada a efeito em 1991”. Sua exigência básica, “a indexação ao dólar dos títulos da dívida pública”, visava a protegê-los da inflação.³¹² No caso do sistema financeiro nacional, a política em curso teve efeitos sobre as atividades bancárias, cujos lucros foram drasticamente reduzidos, uma vez que o bloqueio introduzido pelo Plano Collor congelou a captação em mercado aberto e as aplicações em títulos e valores mobiliários. As medidas levadas a efeito pelos bancos, no entanto, como a redução dos custos administrativos e aumento das taxas cobradas pelos serviços prestados, permitiram-lhes preservar a lucratividade e mesmo ampliá-la.³¹³

As reformas liberalizantes, com a conseqüente atrelagem do mercado de capitais no Brasil ao movimento global dos fluxos financeiros, impuseram a absorção das regras mundiais e, em decorrência, a quebra de monopólios nacionais.³¹⁴ A entrada do Brasil no circuito do movimento dos capitais internacionais limitou, naturalmente, a possibilidade de o país articular políticas desenvolvimentistas dotadas de certa autonomia, até porque havia total dependência de recursos externos.³¹⁵ A inserção subalterna no cenário internacional representou o modo pelo qual o país se ajustou ao chamado “consenso neoliberal”

A “modernização conservadora” da economia brasileira nos anos noventa significou uma forte reestruturação da produção (...) A conseqüência é que a maior exposição ao mercado internacional induziu as

³¹² TAVARES, M. C. “Império, Território e Dinheiro”. In: FIORI, J. L. (org.). **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações**. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 2000. p. 478.

³¹³ ALMEIDA, J. S. G. **Crise Econômica e Reestruturação de Empresas e Bancos nos anos 80**. Tese apresentada ao Instituto de Economia – UNICAMP, Campinas. 1994, p. 311.

³¹⁴ Cf. SOUZA, L. A. **O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 1987-97**. Tese apresentada ao Instituto de Economia – UNICAMP, Campinas, 1998, p. 97.

³¹⁵ Cf. AVELLAR, A. P. M. **Dívida Mobiliária Federal na Abertura Financeira dos Anos 90**. Dissertação apresentada ao Instituto de Economia – UNICAMP, Campinas, 2001, p. 91.

empresas locais a uma reestruturação defensiva, na busca de padrões de competitividade. Como principais consequências desse ajuste, ocorreu um significativo aumento do grau de desnacionalização da economia, a ampliação da vulnerabilidade das contas externas e a desarticulação do Estado como indutor do desenvolvimento.³¹⁶

Para um dos atores do Plano Real, concebido sob a liderança de Fernando Henrique Cardoso, ao final do Governo Itamar Franco, que combinou medidas de estabilização e articulação da economia brasileira aos mercados globais, a abertura empreendida permitiria retomar o “ciclo de crescimento”, por meio de “uma inserção produtiva do país no processo de internacionalização”, acompanhada da redução das “desigualdades sociais sem impactos inflacionários”.³¹⁷ O que se assistiu, contrariamente, foi tanto ao aumento das desigualdades sociais, quanto à exposição do país às crises, como a do México, no final de 1994, pndo em cheque a política de se lançar mão dos recursos externos para manter a política de estabilização, obrigando o governo a introduzir medidas que não estavam presentes no plano original: imposição de restrição ao crédito; elevação da taxa dos juros básicos para 60% ao ano; contenção do crédito; redução dos prazos de financiamento para o consumo corrente; proibição de *leasing*; abandono do sistema de câmbio flutuante; desvalorização da moeda em 5%; intervenção do Banco Central para produzir minidesvalorizações.³¹⁸

Nesse contexto, a adoção de políticas de Estado liberalizantes, sobretudo na seara econômica, significava a introdução tardia deste ideário, já que, nos países avançados, o neoliberalismo econômico fora aplicado desde a década de 1970. Para Brasília Sallum Jr., este fato significava uma renovação a partir de duas premissas:

³¹⁶ LACERDA, A. C. **Globalização e inserção externa da economia brasileira: política econômica, investimentos diretos estrangeiros e comércio exterior na década de 1990**. Tese apresentada ao Instituto de Economia – UNICAMP, Campinas, 2003, p.171.

³¹⁷ FRANCO, G. **O desafio brasileiro**: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda. São Paulo: Editora 34, 1999. p. 122.

³¹⁸ Cf. FERREIRA, S. F. **Restrição Comercial ao Crescimento Econômico**. Dissertação apresentada ao Instituto de Economia, Campinas - UNICAMP, Campinas, 2000, p. 34.

“a decadência do padrão de desenvolvimento anterior e a expansão da democracia”.³¹⁹ Ainda de acordo Sallum Jr., o esgotamento de um modelo desenvolvimentista e autocrático de Estado, preponderante desde os anos 1930, ocorreu nos inícios da década de 1980, particularmente entre os anos de 1983-84. Ao modelo vigente até então, responsável pela consolidação tardia do capitalismo industrial entre nós, ainda que dependente de capital estrangeiro, impunha-se um novo modelo. Quem sabe, teria sido possível um projeto reformador que não prescindisse integralmente do mercado de capitais, como ocorrera durante todo o período em que o Estado brasileiro engendrou a modernização. No entanto, a adoção do modelo de atuação de Estado, seja no período desenvolvimentista, seja no período dominado pelo liberalismo econômico dos anos 1990, exigiria, necessariamente, a percepção de condicionantes externos que viabilizaram os regimes diferenciados. Nesse sentido, a compreensão desse movimento de inflexão, ocorrido nos noventa, passa pela seguinte entendimento:

Esta e outras formas similares de Estado, ocorridas na América Latina, tornaram-se possíveis graças, primeiro, à crise de ordem liberal internacional iniciada na segunda metade do século XX e encerrada ao final da 2ª Guerra Mundial e, segundo, à relativa autonomia nacional com que os estados do mundo ocidental podiam ordenar as suas instituições econômicas no período da Guerra Fria (1946-1989). Reciprocamente, a crise dessa forma de Estado desenvolvimentista e autocrática só pode ser completamente entendida se a considerarmos no contexto da transnacionalização do capitalismo (desencadeada pela globalização financeira) e da democratização da sociedade brasileira.³²⁰

Se, por um lado, a adoção de um modelo que atendesse às necessidades da nova configuração mundial foi reforçada pelos constrangimentos da realidade econômica nacional, a percepção da elite econômica brasileira de que o cenário

³¹⁹ SALLUM JR., B. “Crise, democratização e liberalização no Brasil”. **CLIO**, Revista do Centro de História da Universidade de Lisboa. Nova série – 14/15, n. duplo, p. 174, 2006.

³²⁰ Ibidem, p. 174-175.

político, a partir de meados da década de 1980, fragilizava os pressupostos que lhes conferiam identidade, criava, por outro lado, a disposição para adotar, e até celebrar, o modelo neoliberal vigente no cenário mundial.

IV.3 DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: A QUESTÃO DO FINANCIAMENTO E MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Maria da Conceição Tavares, em seu clássico trabalho *da substituição de importações ao capitalismo financeiro*³²¹ recupera, retrospectivamente, o modelo econômico que fora implementado de forma generalizada para toda a América Latina, a partir da crise de 1929, até o seu esgotamento, em meados dos anos 1970. Ao longo de sua análise, o processo de substituição de importações, responsável pela industrialização, é apresentado enquanto estratégia contraditória em sua natureza, que remete à questão do financiamento, ao desenvolvimento e à consolidação tardia da segunda revolução industrial no Brasil. A autora não integra em sua reflexão o papel desempenhado pelo mercado de capitais: ignora-o como mecanismo de financiamento, mesmo porque esse papel fora, até então, desempenhado pelo Estado.

Da mesma forma, o mercado de capitais permanece à margem na literatura sobre o desenvolvimento econômico, que se produziu até meados dos anos 1980. Cabe, no entanto, indagar se não se trata de uma visão pré-concebida. Dito de outro modo, mesmo que as bolsas de valores não tenham cumprido no Brasil o papel que desempenharam nas economias capitalistas centrais, permanece o problema de se entender os motivos responsáveis por sua debilidade, quando não do “caráter parasitário” que o persegue.

³²¹ Cf. TAVARES, M. C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**: ensaios sobre economia. 7. ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.

No processo de industrialização brasileiro, intensificado nos anos 1930 como alternativa à crise da economia agro-exportadora,³²² em função mesmo das profundas dificuldades do momento, nada teria impedido, pelo menos em termos teóricos, que, no futuro, a questão do financiamento do processo de industrialização, o investimento de modo geral, pudesse ter passado pelo mercado de capitais, cumprindo, assim, sua função clássica. As bolsas de valores no Brasil pareciam mover-se de modo independente e acessório ao movimento geral da economia, constatação que se transforma em problema a ser enfrentado. Isto é, quando comparadas às suas congêneres desenvolvidas, as bolsas brasileiras mantinham nítida defasagem em relação à dinâmica macroeconômica.

A questão que permanece é, nesses termos, a da relação das bolsas de valores com a dinâmica da acumulação e da modernização produtiva no país. Apesar das hesitações que acompanharam a trajetória das bolsas brasileiras, iniciativas foram implementadas no sentido de criar uma instituição que operasse nos moldes tradicionais. Já em 1946, como se viu no capítulo anterior, todas as personalidades jurídicas constituídas sob o regime de sociedade anônima tiveram que se registrar nas bolsas. Desse modo, a regulamentação criava condições formais para o funcionamento adequado dessa instituição financeira. Sua debilidade, portanto, aponta-se para a fragilidade dos recursos de ordem financeira, não parecendo se resumir a esses motivos mais imediatamente visíveis, até porque havia uma rede bancária no Brasil já diferenciada. Talvez aí esteja parte do equacionamento do problema, isto é, o desenvolvimento do mercado de capitais esbarraria em interesses poderosos. Não havia, por outro lado, espaço para a competição entre instituições correlatas. Finalmente, o financiamento concentrado

³²²

Cf: MELLO, J. M. C. **O Capitalismo Tardio**. Contribuição à revisão crítica da formação e do desenvolvimento da economia brasileira. São Paulo: Brasiliense, 1982.

nas mãos do Estado, revigorado com a criação do BNDE, no segundo Governo Vargas, limitava a possibilidade de florescimento das bolsas de valores.

Esse quadro começa a se alterar após as reformas do Regime Militar, concebidas pela dupla Octávio Gouvêa de Bulhões e Roberto Campos. Promulgada em julho de 1965, a lei do Mercado de Capitais instituída como parte das reformas econômicas do Regime Militar inspirou-se no “modelo americano” de compartimentalização das instituições financeiras, construídas como parte do *New Deal*, em 1933, quando segmentou as atividades financeiras de curto e longo prazos, cabendo as primeiras aos bancos comerciais e, as segundas, aos bancos de investimento. Criada mais de 30 anos após a lei americana, a norma brasileira não interferia diretamente com interesses consolidados, mas dividia as funções:

Assim, foram respeitados os interesses bancários (o que não é de surpreender, dado o seu peso político, em particular naquele momento), devendo os bancos continuar com suas operações de curto prazo. O espaço ocupado pelas financeiras, igualmente, foi preservado, devendo essas instituições conservar-se na especialidade de crédito a curto prazo. Mas, com relação aos novos compartimentos, novas instituições, bem como novos instrumentos de mobilização de recursos, foram igualmente criados. As novas instituições com seus novos instrumentos deveriam competir com as antigas, tornando os mercados de captação de fundos e de aplicação de recursos mais competitivos e a intermediação financeira mais eficiente.³²³

A reforma implementada por Bulhões-Campos pressupunha, então, a criação de novas instituições, tendo em vista sintonizar o mercado de capitais com o novo modelo de desenvolvimento. Com esse espírito, o Governo criou o Banco Nacional de Habitação (BNH); as associações privadas de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo que mobilizariam recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS); as cadernetas de poupança e as letras imobiliárias; os

³²³ ALMEIDA, J. S. G. de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais: o descaminho do projeto liberal**. Dissertação apresentada ao Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, UNICAMP, Campinas, 1980, p. 16.

bancos privados de investimento, que contariam com recursos externos, depósitos a prazo com correção monetária, considerados o núcleo inovador e central do projeto. Finalmente, as Bolsas de Valores foram reorganizadas, na expectativa de que viessem a desempenhar a função de capitalizar as empresas privadas. Foram remodeladas por meio de estímulos fiscais; taxações mais brandas; extinção do monopólio dos corretores públicos com a criação das sociedades corretoras; abertura das empresas familiares; garantia dos direitos dos acionistas; incentivo à constituição de fundos de investimentos voluntários e fiscais; formação de um novo título, a *debênture*, que teria correção monetária e seria conversível em ações.³²⁴

Apesar da intenção de modernizar de forma radical a economia brasileira, ainda que em feitiço conservador, as reformas financeiras não apresentaram os resultados esperados: a correção monetária, que deveria ser transitória, tornou-se permanente; as Bolsas de Valores, ao invés de cumprir a função pretendida, viveram um *boom* especulativo até o início dos anos 1970.³²⁵ Apesar da grande transformação da esfera produtiva e do desenvolvimento industrial, a economia não apenas não foi capaz de criar impactos sociais, que se materializassem na incorporação dos marginalizados da modernização, tampouco alcançou autonomia tecnológica. O resultado foi a ampliação da dependência externa, em função do endividamento, levando a um verdadeiro “encilhamento financeiro”.³²⁶

Os impasses internos foram agravados com instabilidade no plano internacional, que provocaram a quebra do padrão monetário e levaram ao abandono da política instalada pelo *Acordo de Bretton Woods*. Isso ocorreu em 1973, exatamente no auge da elevação do preço do petróleo, que, como se sabe,

³²⁴ Ibidem, p. 17-18.

³²⁵ Ibidem, p. 21-22.

³²⁶ Cf. TAVARES. M. C. “A Política Econômica do Autoritarismo”. In: SOSNOWSKI, S.; SCHWARTZ, J. (Org.). **Brasil o Trânsito da Memória**. São Paulo: Edusp, 1994. p. 21.

era fundamental para uma economia como a brasileira, dependente das importações do produto, provocando uma perda de ritmo no crescimento que, até então, tinha sido acelerado. Com a redução do ritmo, a economia brasileira tenderia a trilhar o caminho da recessão. É nesse quadro que o Governo Ernesto Geisel inaugura, em 1974, o *II Plano Nacional de Desenvolvimento*, o II PND como ficou conhecido, com o objetivo de tornar mais dinâmico o Departamento de Bens de Produção (DI). Com isso tentava-se romper o gargalo produzido pela *Reforma Bulhões-Campos* e retomar o crescimento econômico. Independentemente do resultado alcançado, o certo é que o dinamismo anterior não foi retomado.³²⁷ A política do Governo Geisel, de perfil nitidamente desenvolvimentista, na qual o Estado é o agente central, é aparentada da “implantação da siderurgia pesada em Volta Redonda pela ditadura Vargas, a execução do Plano de Metas de Kubitschek”. Com a elevação dos juros internacionais, a partir do final dos anos 1970, e novamente dos preços do petróleo, a economia brasileira entrou em recessão e foi obrigada a se submeter às imposições do FMI.

Estiolaram-se, aos poucos, as possibilidades do setor público induzir positivamente o sistema econômico. O Estado vê-se cada vez mais aprisionado pela necessidade de servir à própria dívida. Em 1985, os juros da dívida pública, externa e interna, já alcançavam a mais de 10% do PIB e não fora a emissão de novos títulos, o seu pagamento deveria consumir mais de 50% da receita do setor público. Por essa via, pode-se dizer que o conjunto dos capitalistas privados manietou o Estado com a propriedade dos títulos da dívida. (...) O segundo aspecto referente à perda de capacidade do Estado nuclear o processo de desenvolvimento, diz respeito à dimensão propriamente política das atividades econômicas estatais. Trata-se do enfraquecimento das relações de domínio entre a cúpula do Estado e aquela parte do quadro administrativo que comanda as estatais.³²⁸

³²⁷ Sobre o II PND e as controvérsias sobre os resultados: Cf. BIER, A. G.; PAULANI, L.; MESSENBURG, R. P. “O Desenvolvimento em Xequê: Estado e Padrão de Financiamento no Brasil”. In: SOLA, L. (Org.). **Estado da transição**: política e economia na Nova República. São Paulo: Vértice, 1988. esp. p. 96-100.

³²⁸ Ibidem, p. 123.

Gráfico 4.2: O milagre econômico, 1968-1973. **Gráfico 4.3: A década perdida, 1981-1990.**

Fonte: *A economia brasileira em gráficos*. Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia, Banco de Dados, Rio de Janeiro, 1996, p. 19.

Décima economia no mundo globalizado em 2008, com PIB de 1.588 trilhões de dólares, quase a metade de toda a América Latina, o crescimento brasileiro durante o século 20 foi de 4,7% ao ano, acima de muitos dos chamados Tigres Asiáticos e apenas abaixo de Taiwan, com 5,1% ao ano. Entre 1945 e 1980, a taxa de crescimento econômico atingiu 7,5%, patamar favorecido pelo milagre econômico, que perdurou durante um quinquênio (de 1969 a 1973), exatamente em um dos períodos mais difíceis da trajetória política nacional, em virtude do regime militar. Ao período de crescimento vigoroso sucedeu-se a chamada “década perdida”, entre 1981 e 1990, quando a taxa de crescimento não ultrapassou 1,7% ao ano.

Permanece, no entanto, a questão de se indagar sobre a ressonância dessa experiência entre nós. Neste terreno específico, a questão fundamental é negar uma visão naturalizada da economia, que se transformou numa das principais construções ideológicas. Em outros termos, o que está em pauta é chamar a atenção para certas escolhas realizadas que, se não são abertas, tampouco são fruto de um destino que anula qualquer opção possível. As decisões tomadas exprimem escolhas realizadas pelos atores inseridos no processo e elas não são aleatórias, nem muito menos neutras. Nesse sentido, invocamos Pierre Bourdieu, que enumera três postulados assumidos como naturais no mundo atual:

O primeiro postulado é que a economia é um domínio à parte, separado do mundo social, governado por leis naturais, universais, que os governos não devem contrariar. O segundo postulado diz que o mercado é a instância capaz de organizar de forma ótima as relações sociais, as trocas, a produção, etc., e também de garantir uma distribuição equitativa. Faz-se uma equação entre mercado e democracia. O terceiro postulado afirma que a globalização exige a redução das despesas do Estado, a diminuição das despesas sociais – ou seja, o retorno ao *laissez-faire* – e a supressão de tudo o que possa turvar a lógica pura do mercado. Os direitos sociais em matéria de emprego, em matéria de previdência social, são vistos como onerosos e disfuncionais.³²⁹

As reformas liberalizantes, introduzidas no Brasil a partir dos anos 1990, reproduzem o arquétipo delineado por Bourdieu, acrescidas da crença na inexistência de alternativas. No que se refere ao mercado de capitais, o que se assistiu, a partir do decênio 1990, foi a um aparente reflorescimento das bolsas de valores no Brasil, se se considera sua articulação ao setor produtivo. A Bolsa de Valores de São Paulo passa a refletir as mudanças no sistema mundial em curso, transformando-se numa espécie de espelho das tendências dominantes. A especulação e a valorização do capital fictício, sobretudo na BM&F, são reveladoras

³²⁹ BOURDIEU, P. **Pierre Bourdieu entrevistado por Maria Andréa Loyola**. Rio de Janeiro: EdUERJ, 2002. p. 26.

de que a experiência se disseminou. Mais uma vez, uma instituição financeira se descolava de suas funções precípuas de financiar o desenvolvimento, independentemente das condições macroeconômicas serem favoráveis ou não. Nesse contexto, recuperar os atores, suas orientações e suas escolhas é um modo de revelar a direção da economia brasileira nos anos recentes e indagar sobre os seus possíveis rumos. No transcurso dessas experiências, a Bolsa de Valores de São Paulo serve como objeto privilegiado, no esforço de compreensão da nossa história econômica recente.

Se a globalização é antes de tudo um mito justificador, há um caso em que ela é bem real: é a dos mercados financeiros. Graças à diminuição de um certo número de controles jurídicos e do aprimoramento dos meios de comunicação modernos, que acarreta a diminuição dos custos de comunicação, caminha-se para um mercado financeiro unificado, o que não quer dizer homogêneo. Esse mercado financeiro é dominado por certas economias, isto é, pelos países mais ricos, e particularmente pelo país cuja moeda é utilizada como moeda internacional de reserva e que, com isso, dispõe, no interior desses mercados financeiros, de uma grande margem de liberdade. O mercado financeiro é um campo no qual os dominantes, os Estados Unidos nesse caso particular, ocupam uma posição tal que podem definir em grande parte as regras do jogo. Essa unificação dos mercados financeiros em torno de um certo número de nações detentoras da posição dominante acarreta uma redução de autonomia dos mercados financeiros nacionais. Os financistas franceses, os inspetores das Finanças, que nos dizem que devemos curvar-nos à necessidade, esquecem de dizer que eles se tornam cúmplices dessa necessidade e que, através deles, é o Estado nacional francês que abdica.³³⁰

Em suma, a homogeneização construída pela globalização é a extensão do domínio de um pequeno número de nações sobre o conjunto das praças financeiras nacionais. Daí resulta uma redefinição parcial da divisão do trabalho internacional, com a transferência de capitais e indústrias para os países de mão-de-obra barata, provocando mudanças radicais no mundo do trabalho, com conseqüências sociais de largo espectro. A dinâmica do capital internacional reduz a autonomia dos mercados nacionais e, particularmente, impede a

330

Ibidem, p. 53-54.

manipulação, pelos Estados, das taxas de câmbio, das taxas de juros, que são cada vez mais determinadas pelo poder concentrado na mãos de um pequeno número de países. O chamado Consenso de Washington é a expressão dessa hegemonia.

IV.4 DO ACORDO DE BRETTON WOODS AO CONSENSO DE WASHINGTON: DO LIBERALISMO AO NEOLIBERALISMO ECONÔMICO

A Conferência de Bretton Woods, celebrada em New Hampshire, entre 1.º e 22 de julho de 1944, contando com a participação de representantes de 44 nações aliadas aos Estados Unidos, tinha por objetivo explícito a definição de uma política monetária e comercial comum a ser posta em execução assim que as hostilidades – cujo fim já se vislumbrava – tivessem cessado. Suas propostas consagram a hegemonia do receituário liberal e a afirmação do domínio norte-americano no mundo, princípios e instrumentos essenciais no combate à opção socialista, representada pela União Soviética, e que já se punha como alternativa ao capitalismo, no horizonte conflituoso que todos os prognósticos anunciavam. A abertura de mercados e a estabilização monetária a partir da supremacia do dólar, equiparada ao ouro, era a chave do êxito. Sua execução foi confiada a instituições internas, a exemplo do *Federal Reserve* dos Estados Unidos, o Banco Internacional de Reconstrução e, a instituição-chave, encarregada da avaliação, do controle e da regulamentação dos fluxos monetários e comerciais dos países-membros: o Fundo Monetário Internacional (FMI).

O FMI era a instituição gestora, símbolo da nova política econômica a ser adotada pelos acordados em *Bretton Woods*, uma adesão praticamente compulsória, imposta pelos Estados Unidos e seu *partner*, a Grã-Bretanha, até mesmo pela falta absoluta de opção, pois a alternativa simbolizada pela União Soviética significaria uma transformação radical em todos os sentidos. Definidos os estatutos do Fundo (27 de dezembro de 1945), a escolha de Washington para sediá-lo, a reunião de sua assembléia inaugural (6 de maio de 1946) e a aceitação formal

de suas obrigações pelos delegados dos 32 países-membros, o organismo entrou em funcionamento, comportando-se, nas décadas subseqüentes, como o principal instrumento executivo das políticas de interesse dos países capitalistas centrais.

O critério econômico adotado para a escolha de seus dirigentes não deixava qualquer possibilidade para que os membros aderidos com menor expressão econômica pudessem ter voz ativa, pois o número de votos era proporcional à subscrição de capital social aportado ao Fundo, determinante também na quantidade de moedas estrangeiras que poderia sacar para atender às suas necessidades. Com aportes de 2.750 a 1.300 milhões de dólares, respectivamente, os Estados Unidos e a Grã-Bretanha monopolizavam legalmente as decisões do órgão.³³¹

Nos 45 anos que medeiam entre os dois acordos, ou consensos, o FMI pontificou como instituição líder no cenário internacional, ponto de fricção das tensões econômicas, sobretudo financeiras, envolvendo especialmente os países hegemônicos e os países em desenvolvimento, ou simplesmente subdesenvolvidos, necessitados dos recursos minguados e racionados do Fundo para manter sua enorme pauta de necessidades. Mesmo cientes de que as questões econômicas não poderiam ser desatreladas das mazelas sociais, o Fundo procurou evitá-las na avaliação dos empréstimos solicitados por seus membros.

O Acordo de *Bretton Woods* nasce com a Guerra Fria, mas não morre com ela; transforma-se. As revoluções do Leste europeu, no ano-marco de 1989, eco longínquo da Marselhesa de 1789, culminam na queda do muro de Berlim e anunciam um novo mundo, em que a derrota do socialismo e a vitória do capitalismo em suas propostas antípodas de organização da sociedade exigiam uma

³³¹ Cf. Fundo Monetário Internacional. In: ROMEUF, J. (Dir.). **Diccionario de Ciencias Económicas**. Barcelona: Editorial Labor, 1966. p. 425-454.

reordenação da agenda mundial, urgência candente em virtude do colapso da União Soviética, formalmente dissolvida em 1991, com o surgimento da Comunidade dos Estados Independentes (CEI).

Da mesma forma que *Bretton Woods* não esperou o término da II Guerra Mundial para reorganizar o mundo do capitalismo face aos socialismos soviético e chinês, as lideranças do chamado “mundo livre” também não esperaram o enterro definitivo da União Soviética. Em novembro de 1989, quando a onda revolucionária varria o que restava do império soviético na Europa do Leste, reuniram-se em Washington, no *Institute for International Economics*, convocados pelo economista inglês John Williamson, os arautos da nova ordem mundial. Note-se que o *Institute* era uma instituição privada, mas que agia sob os auspícios do vitorioso Ronald Reagan e sua aliada Margareth Thatcher. Conseguiu mobilizar representantes do FMI, do Banco Mundial, do Banco Interamericano de Desenvolvimento Econômico, de agências do governo norte-americano, especialmente do *Federal Reserve* e do Tesouro, além de uma gama variada de economistas latino-americanos, de perfil liberal, em torno do tema *Latin America adjustment: how much has happened?*, sob o propósito, aparentemente inocente, de avaliar as reformas econômicas em andamento na América Latina,³³² um propósito eufêmico, pois sua finalidade última era a readequação das economias periféricas às novas necessidades do capital.

Acordo e consenso se alojam em momentos diferenciados do processo de acumulação capitalista. O primeiro, no capitalismo industrial e bancário típico da primeira metade do século 20. O segundo, expressão fiel das necessidades ingentes produzidas pelo capitalismo financeirista, ou capitalismo virtual, forma ascendente e dominante da acumulação de capital que se traduz no novo imperialismo de feição

³³² Cf. NEGRÃO, J. J. **Para conhecer o neoliberalismo**. São Paulo: Publisher Brasil, 1998. p. 41.

militarista, predominante a partir do último quartel do século 20. Suas raízes, contudo, estão fincadas no distante século 18, nas teorias livre-cambistas do *laissez-faire* smithiano, concretizadas nas leis cerealíferas inglesas liberalizantes de Richard Cobden, que esmaecem no hiato neomercantilista dos anos 1912-1933, para renascer com vigor em *Bretton Woods*, o que levou Paul Krugman a definir o Consenso de Washington como “a virtude vitoriana em política econômica: mercados livres e moeda sólida”.³³³ Noutros termos, “um padrão econômico pré-industrial”... “um modelo proposto por Adam Smith”, ligeiramente retocado por David Ricardo, que levaria a Inglaterra a propor, às demais nações, práticas que ela mesma não seguiria, da mesma “forma que os Estados Unidos tampouco praticaram ou praticam”.³³⁴

De toda evidência, o mundo mudara, mas não a ponto de mudar de modo radical, em termos sistêmicos, pois, permaneceu nas suas linhas-mestras esforços empreendidos no sentido da mudança acabaram por revelar um vasto patrimônio conservador, ocorreu mais a exibição da mudança, do que propriamente um fato, uma vez que

é justamente quando parecem empenhados em se transformar a si mesmos, em transtornar todas as coisas, em realizar criações novas, que invocam em sua ajuda os espíritos do passado, recebendo de seus antecessores, justamente nesses períodos de crise revolucionária, seu nome, seu grito de guerra, seu costume, para representar com este antigo e venerável disfarce e com a linguagem que não lhes pertence, o novo cenário da história universal.³³⁵

³³³ Cf. KRUGMAN, P. “Les tulipes holandeses i els mercats emergents”. In: GUITIÁN, M.; MUNS, J. (Ed.). **La cultura de l'estabilitat i el consens de estabilitat i el consens de Washington**. Barcelona: 1999. p. 150.

³³⁴ Cf. BATISTA, P. N. **Em defesa do interesse nacional**. 3. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1995. p. 119.

³³⁵ Cf. MARX, K. Opus cit., p. 15.

Lançou-se mão de fórmulas conhecidas na construção do novo cenário: o do superdimensionamento do setor financeiro no capitalismo, em sua versão financeirista, que transformou a política monetária, ancorada no dólar, na pedra de toque do sistema econômico mundial no qual se aloja o Consenso de Washigton no ápice de uma crise de supervalorização da moeda norte-americana, nos anos de 1980.

Em 1985, o perfil ascendente teve tal intensidade que foi interpretado amplamente como uma “bolha especulativa”, forçando o Presidente Reagan a aceitar uma intervenção no mercado de câmbio e os gestores financeiros dos países componentes do G-5 a aprovarem o expediente de “valorização do dólar”. Em consequência, a cotação despencou rapidamente, esgotando os ativos internacionais monetários líquidos dos Estados Unidos. Em 1986, o dólar havia perdido 40% de seu valor frente ao iene, criando dificuldades de custo e competitividade para os parceiros japoneses, cujo “governo fez grandes intervenções em defesa do dólar”, forçando a reunião do G-7, em fevereiro de 1987, a optar por uma política de estabilização da moeda norte-americana nos valores correntes.³³⁶

Surpreendente, nesse contexto, foi o papel secundário desempenhado pelo FMI,

considerado um palco pouco atraente para a realização de negociações, em virtude de nenhum dos países afetados recorrer a recursos do Fundo para financiar suas intervenções nos mercados de câmbio.³³⁷

³³⁶ Cf. EICHENGREEN, B. **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Editora 34, 2000. p. 198-200.

³³⁷ Ibidem, p. 201.

Mesmo os Estados Unidos, que estavam polarizados nas suas necessidades internas, concernentes, especialmente, à política fiscal, assistiram inertes às oscilações do dólar para cima, entre 1988 e 1989, e para baixo, na segunda metade de 1989. Se a moeda supervalorizada dos anos 1980 esbarrava num amplo leque de resistências, sobretudo dos produtores de bens exportáveis, a subvalorização dos anos 1990 socializava os custos, considerados modestos para um contingente amplificado de interesses díspares, com maiores dificuldades para uma mobilização coletiva, a exemplo dos consumidores que pagavam preços mais elevados por produtos importados ou sofriam as pressões inflacionárias, resultando em baixo nível de resistência interna à desvalorização do dólar,

como a decisão do FED de cortar as taxas de juros em 1991, em resposta à recessão norte-americana, em uma segunda série de cortes em 1994, novamente decidida para enfrentar os sinais de um esfriamento da economia.³³⁸

A turbulência no mercado monetário ancorado no dólar, sintoma de recessão iminente, sinalizando para a necessidade de conjurar, por antecipação, o espectro de uma crise que poderia se transformar facilmente em crise mundial, é um dos aspectos fundamentais do contexto histórico que gera a redinamização dos circuitos do grande capital e da invenção de um novo padrão de acumulação mundial. O alvo, no momento, foram as economias latino-americanas enredadas nas tramas do capitalismo norte-americano que, por outro lado, via crescer suas possibilidades de expansão pela integração dos amplos mercados dos países saídos do socialismo, conjunção de elementos que poderia projetar ainda mais a hegemonia norte-americana.

³³⁸

Ibidem, p. 202.

O receituário produzido pelo Consenso de Washington fala por si mesmo: manter *deficits* orçamentários reduzidos o bastante para serem financiados sem o recurso a taxas inflacionárias; redirecionar o gasto público das áreas politicamente sensíveis, que recebem mais recursos do que os retornos econômicos podem justificar, em direção aos setores mais negligenciados mas com retornos econômicos elevados por seu potencial em incrementar a distribuição de renda, tais como educação, saúde e infra-estrutura; reformar o sistema tributário, de modo a ampliar a base sobre a qual incide a carga tributária, com maior peso nos impostos indiretos e menor progressividade nos impostos diretos; liberalizar as finanças, com o fim das restrições que impeçam as instituições financeiras internacionais de atuar em igualdade de condições com as nacionais, afastando a ingerência do Estado no setor; eliminar restrições financeiras quantitativas ao comércio, que devem ser rapidamente substituídas por tarifas, progressivamente reduzidas até atingir um patamar reduzido entre 10 e 20%; eliminar restrições à entrada de investimentos estrangeiros diretos; privatizar as das empresas estatais; abolir as regulamentações que impeçam a entrada de novas firmas ou competição restritiva; e, finalmente, a necessidade de o sistema legal prover direitos de propriedade seguros, sem custos excessivos, tornando-os disponíveis para o setor informacional.³³⁹

Alguns comentaristas reduziram as dez proposições minutadas por John Williamson a quatro itens considerados fundamentais: marcos macroeconômicos equilibrados; governos de menores dimensões e mais eficientes; setor privado competente e expansivo; políticas destinadas à redução da pobreza, um conjunto de

³³⁹ Cf. WILLIAMSON, J. **The political economy of policy reform**. Washington: Institute of International Economics, 1994. p. 26-28.

regras que refletiria a busca de transparência econômica, receituário em que se pode mirar “na hora de julgar a atividade econômica dos países”.³⁴⁰

Haveria possibilidade de consenso em torno dos dez temas selecionados por Williamson? Uma simples visada sobre o PIB dos países latino-americanos, envolvidos no propalado consenso, demonstraria que não. “O PIB *per capita* dos 20% mais ricos é 18,7 vezes o PIB *per capita* dos 20% mais pobres, enquanto que na União Européia a proporção é de 6,8 e a média mundial é de 7,1”.³⁴¹ Exatamente por isso, o tema da desigualdade foi excluído da pauta, exclusão essa que, de forma ligeira, Williamson atribui ao fato de que “a Washington dos anos 1980 era uma cidade muito desdenhosa com as preocupações sobre a igualdade”.³⁴² Além do mais, reitera, o Consenso de Washington não foi escrito “como uma prescrição política para o desenvolvimento: era uma listagem dos itens que eu considerava serem largamente aceitos em Washington, como desejáveis na América Latina”.³⁴³

Há, evidentemente, uma atribuição inadequada à noção de consenso, de todo falaciosa porque obscureceu as diferenças. O consenso social pressupõe uma série de regulações automáticas, uma série de ações básicas que, “uma vez agregadas, o sentido e o alcance nos escapam” e que, no final do processo, “a coesão possa ser produzida sem ter sido desejada”. Trata-se, portanto, de um consenso obtido pela composição, estabelecida entre os dominantes, de caráter artificial, embora na sua intenção explícita afirme o “reconhecimento de diferenças, que estimulava os parceiros a se associarem através de procedimentos negociados que limitam metodicamente as pretensões de cada um”, caso típico do nascimento de

³⁴⁰ Cf. GUTIÁN, M.; MUNS, J. (Ed.). Opus cit., p. 121.

³⁴¹ Índices extraídos do **Informe PNUD**, 1997.

³⁴² Ibidem.

³⁴³ Cf. WILLIAMSON, J. “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”. **Lectures in the series practitioners of development**, World Bank, p. 1, 13th Jan. 2004.

instituições,³⁴⁴ que, de resto, foram incubadas pelo Consenso de Washington. De fato, uma pauta previamente elaborada, procedimentos anteriormente delineados, participantes altamente diferenciados em termos de poder econômico e político não são condições que garantam a produção do consenso; comumente, legitimam imposições dos mais fortes.

A fórmula, menos o Estado, associada à liberalização dos mercados, binômio estratégico dos dez mandamentos consagrados pelo Consenso, criou enormes possibilidades para o deslocamento do capital financeiro do Norte para o Sul, sem a mínima intenção de atingir as expectativas relacionadas com o desenvolvimento econômico dos países emergentes. A preocupação era se os países desenvolvidos “seriam capazes de enfrentar a nova concorrência e aproveitar as oportunidades que agora lhes oferecia esse crescimento”, uma “cultura da estabilidade”, saudável para os detentores do grande capital que comemoravam, por desdobramento, o fim das resistências históricas ao FMI e ao Banco Mundial, como se o tempo das ideologias houvesse definitivamente passado.³⁴⁵

As condições excepcionalmente favoráveis aos fluxos desimpedidos de capital, o excesso de confiança nas possibilidades criadas pelo Consenso produziram, no primeiro quinquênio de sua execução,

uma espécie de bolha especulativa que afetava, não somente o processo econômico habitual, para qual o excessivo otimismo do mercado pode constituir uma profecia que se cumpra por si mesma, mas também a um processo político mais sutil, através da qual as crenças comuns dos políticos e investidores demonstram que são mutuamente fortalecedoras”,

³⁴⁴ Cf. BOUDON, R; BOURRICAUD, F. **Dicionário Crítico de Sociologia**. São Paulo: Ática, 1993, p. 96-100. (verbete consenso).

³⁴⁵ Cf. ORDONÉZ, F. M. A. “La convergência e les idees sobre política económica: de l'enfrontament al consens”. In: GUITIÁN, M.; MUNS, J. (Ed.). Op. cit., p. 145-146.

mas quando o confronto com a realidade demonstra que ela não está à altura da construção, “a bolha estala”. Ao mesmo tempo em que os investidores acreditavam no Consenso de Washington e intensificavam suas aplicações financeiras, as previsões do Consenso pareciam se confirmar, criando um circuito de autoconvencimento entre os indivíduos e as instituições. Os países aderiam aos pacotes elaborados pelo FMI; os investidores ganhavam confiança e investiam; as autoridades alardeavam êxito em suas iniciativas e agregavam sustentação política para continuar no poder,³⁴⁶ um cenário pró-positivo que a crise mexicana de 1994 veio a, subitamente, turvar.

Ficou evidente que o neoliberalismo é um princípio de política econômica que tende a favorecer os ricos, pois os programas de ajuste estrutural amplificam a distância entre eles, e os pobres, por intensificar o desemprego. Aparentemente livres para aderir ou não aos ditames do Consenso, os países latino-americanos foram compungidos a fazê-lo por serem endividados natos, não havendo outra opção para renegociar o serviço de suas dívidas. Os programas de auxílio agregados aos pacotes de adesão junto ao FMI eram “desprezíveis e subordinados a objetivos militares estratégicos”. Assim, o neoliberalismo não tira da miséria “as partes mais pobres do mundo e favorece os interesses dos EUA, do norte e das classes ricas do mundo”. A estrutura institucional urdida a partir do Consenso de Washington punha na linha de frente o FMI e o Banco Mundial, deixando na retaguarda o Tesouro dos Estados Unidos, controlador efetivo das instituições de vanguarda que o projeta, efetivamente, à condição de maior banco credor do planeta. O Tesouro realiza sua tarefa impondo renegociações de dívidas com base no programa liberal, subordinado ao cardápio indigesto do “ajuste estrutural”, que

³⁴⁶Cf. KRUGMAN, P. *Opus cit.*, p. 151, 152 e 161.

inclui austeridade fiscal traduzida em cortes nos gastos públicos e elevação dos impostos, juros altos, estabilização monetária, privatização de empresas estatais e liberalização do comércio, do mercado de capitais, do mercado de trabalho, afastando a ingerência do Estado, a não ser para viabilizar aquelas diretrizes, contribuindo decisivamente para a integração mundial da economia, por meio de medidas de contenção dos *deficits* orçamentários e da hiperinflação. Porém, “seu objetivo principal não é o desenvolvimento econômico, mas o pagamento da dívida”,³⁴⁷ que revela a natureza intrínseca do sistema, a suprema necessidade de fazer girar o grande capital financeiro, segredo de suas altas taxas de remuneração.

Crítico acerbo do Consenso de Washington, Paulo Nogueira Batista o reduz a um “movimento de contra-ataque do capitalismo em relação às conquistas dos trabalhadores”, que a desregulação dos processos econômicos e da legislação trabalhista só fazem confirmar, aclimatando-se facilmente na complexa realidade latino-americana, em que pululam “arremedos de Estado de bem-estar e que a democracia, a muito custo, tenta fazer sua entrada num continente marcado por sucessivos períodos de ditaduras declaradas ou disfarçadas, civis ou militares”, um mundo *sui generis*, onde o “Estado tem servido historicamente mais aos interesses das classes dominantes associadas – dependentes ou não do capitalismo mundial –, do que aos setores subalternos”.³⁴⁸

Na prática, o Consenso de Washington produziu, nos países latino-americanos, uma inversão radical em seu comportamento no setor estratégico da política monetária. Para os países de mercados financeiros pouco amadurecidos, as flutuações de capital não eram atraentes, pois as instabilidades poderiam produzir “níveis elevados de volatilidade nas taxas de câmbio”. Nos países em

³⁴⁷ Cf. MANN, M. **O império da incoerência**: a natureza do poder americano. Rio de Janeiro: Record, 2006. p. 107, 190-191.

³⁴⁸ Cf. BATISTA, P. N. Op. cit., p. 120.

desenvolvimento, muito pequenos e muito abertos, elas não eram atraentes, pois as flutuações de câmbio “poderiam perturbar gravemente a alocação de recursos”. Portanto, “a vasta maioria dos países em desenvolvimento ancoravam sua moedas sob a proteção dos controles de capital”. Gradativamente, porém, os países em desenvolvimento transitaram para o incentivo às exportações e liberalização do mercado, descobrindo que os fluxos financeiros internacionais eram de difícil controle, além de onerosos e desestabilizadores, tornando-se praticamente irresistível a tentação em permitir que “a moeda valorizasse ao correr dos surtos de entrada de capital”, ou permitir que a taxa de câmbio fosse desvalorizada “para facilitar ajustes quando o capital deixasse o país”.³⁴⁹

Entre 1982 e 1991, o número de países em desenvolvimento que ainda mantinham taxas fixas de câmbio reduziu-se em 50%. Entre os países pequenos, o recuo foi de 97% para 84%, no mesmo período. Constatou-se ainda que os países que preservaram o câmbio fixo registraram taxas de inflação baixas, contrariamente àqueles que adotaram câmbio flexível e os que passaram do câmbio fixo para o flutuante, sugerindo que “o câmbio fixo proporcionou uma disciplina antiinflacionária adicional, mesmo quando outros possíveis determinantes de inflação são levados em conta”.³⁵⁰

A segunda metade da década de 1990 inverte os auspícios da primeira. O divisor de águas foi a crise mexicana de 1994, que interrompeu abruptamente os fluxos de capital para os demais países latino-americanos, produzindo impactos severos nos sistemas econômicos extremamente dependentes e circunstancialmente debilitados, como a Argentina, lançada à beira de um colapso, fantasma que retornou com maior intensidade em 1997-1998, com a eclosão das

³⁴⁹ Cf. EICHENGREEN, B. Op. cit., p. 235-236.

³⁵⁰ Ibidem, p. 237.

crises asiática e russa, indicativos de que o Consenso de Washington necessitava de uma reforma, sugerida pela reunião do G-7, em outubro de 1998.

Ao findar o milênio, as críticas ao Consenso de Washington se intensificaram, muitas delas oriundas de organismos internacionais que tiveram, na origem, papel semelhante ao desempenhado pelo FMI, como é o caso do Banco Mundial. Seus dirigentes, mais suscetíveis às desigualdades abissais que caracterizam sua carteira de clientes institucionais, passaram a afirmar que as políticas propostas pelo Consenso de Washington podem ser necessárias, mas não são suficientes, pois vários dos países que adotaram o figurino recortado pelo FMI não tiveram êxito palpável, enquanto muitos dos que ignoraram a cartilha de Washington experimentaram êxito incomum, registrando as taxas de crescimento sustentado mais altas do mundo. Isso porque, em nome da pureza das metas, que não hesitaram em sacrificar aspectos fundamentais, como o tema da desigualdade, no afã de impor transformações aceleradas – condição para receber assistência visivelmente necessária –, “não somente minou processos democráticos, quanto debilitou, freqüentemente, a sustentabilidade política”.³⁵¹

Para que as instituições com elevada responsabilidade nos destinos do mundo cumpram seu desiderato, é preciso que “alterem dramaticamente seu *modus operandi*, começando por uma transparência crescente e grande vontade para examinar suas próprias ações bem de perto”, revela Stiglitz, que explicita sua crescente desilusão ao constatar que “o FMI e outras instituições majoritárias colocaram os interesses de Wall Street e da comunidade financeira à frente dos

³⁵¹ Cf. STIGLITZ, J. “Knowledge for development economic science; economic policy and economic advice”. **Annual World Bank Conference on Development Economics**. The World Bank, Washington, 1999, p. 9-10.

interesses das nações pobres”.³⁵² Ainda crente nas possibilidades da globalização, mas descrente com o mundo criado pelo Consenso de Washington, Stiglitz passou a discutir abertamente uma proposta de desenvolvimento econômico como alternativa para o século 21.³⁵³ A problemática relacionada com o governo e a governabilidade tornou-se central, assim como a compreensão de que a relação entre o mercado e o governo é o *missing link*, a partir do qual novas estratégias desenvolvimentistas poderiam ser ensaiadas.³⁵⁴

O ressurgimento econômico dos Estados Unidos nos anos 1990 não foi accidental. Seu segredo foi a defesa de mercados livres de toda e qualquer regulamentação e a mobilização do Estado nesse sentido, ou seja, liberdade para o livre trânsito de mercadorias, serviços, trabalho e, sobretudo, do capital, disseminados a partir dos Estados Unidos, Europa e Japão, para todo o mundo, testemunha ocular do desmantelamento das políticas de industrialização via substituição de importações,³⁵⁵ experiência histórica que foi típica da América Latina, cujos chefes de governo, que haviam aceitado os termos do Consenso de Washington, em 1998 na “Cumbre de las Américas”, realizada em Santiago do Chile, sugeriram a revisão das diretrizes para contemplar a

educação como primeiro elemento de consenso por ser a chave para criar a igualdade de oportunidades, seguindo-se a saúde, vindo depois a infraestrutura, especialmente as estradas rurais, porque sem elas as pessoas não poderiam ir à escola. Depois, um sistema judicial, porque não se pode ter equidade sem um sistema legal que funcione. As distorções econômicas criadas pelo crime e pela droga deveriam ser eliminadas, tendo que dar garantia à seguridade civil. Outro elemento importante do

³⁵² Cf. STIGLITZ, J. **Globalization and its discontents**. Chicago: University of Chicago Press, 2003.

³⁵³ Cf. STIGLITZ, J.; SERRA, N. (Ed.). **The Washington Consensus Reconsidered: towards a new global government**. Oxford: Oxford University Press, 2008.

³⁵⁴ Cf. KOHSAKA, A. **New development strategies: beyond the Washington Consensus**. New York: Palgrave Macmillan, 2004.

³⁵⁵ Cf. MASSEY, D. S.; SANCHES, M.; BEHRMAN, J. R. (Eds.). **Chronicle of a myth foretold: the Washington Consensus in Latin America**. The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science Series. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2006.

novos consensos seriam o bom funcionamento do sistema financeiro, estratégias urbanas e rurais, serviços energéticos, de potabilização e de comunicação.³⁵⁶

Em suma, o Consenso de Washington não é o todo. É apenas uma parte. A parte visível do capitalismo virtual em sua permanente reinvenção de formas de acumulação através da valorização, desvalorização e revalorização de ativos, uma de suas práticas mais devastadoras, levada às últimas instâncias na fase atual do novo capitalismo, mas que já está presente na forma da acumulação primitiva, nas origens do processo. Isto explica a estranha sensação de um cíclico *déjà vu*, porque, no cerne, “os homens fazem sua própria história; mas não a fazem sob as circunstâncias de sua escolha, e, sim, sob as circunstâncias do momento, tal como criaram os acontecimentos e a tradição”.³⁵⁷

³⁵⁶ THE WORLD Bank. **Annual World Bank Conference on Development Economics, 1998.** Washington: 1999, p. 9-10.

³⁵⁷ Cf. MARX, Karl. Op. cit., p. 21.

IV.5 A BOLSA BRASIL

Em 27 de janeiro do ano 2000, em solenidade no Palácio do Planalto, diante do então Presidente Fernando Henrique Cardoso, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BOVERJ) completaram a última etapa do processo de unificação das bolsas brasileiras. Pelo acordo ratificado diante do Presidente da República, a BOVESPA tornou-se a responsável exclusiva pela gestão do mercado secundário de ações e de títulos de dívida privada. Ao esvaziamento institucional da BOVERJ, cujo desempenho minguou após a quebra de 1989, tendo deixado de negociar ações já em 1998, criou-se a alternativa do mercado eletrônico de títulos públicos.³⁵⁸

Essa medida de integração nacional das bolsas, conforme explicitado no capítulo anterior, visava a enfrentar, em primeiro lugar, a questão do esvaziamento institucional das bolsas de forma geral, excluídas as bolsas paulistanas num primeiro momento; e, sobretudo, a competição estabelecida entre as bolsas em âmbito mundial. De fato, os dois questionamentos enfrentados são, na realidade, um só.

O movimento de fusão de praças de negociação de ações, que se observa no Brasil neste período, é compreendido por movimento semelhante e muito mais poderoso dado pela nova conformação do sistema internacional. O ritmo inerente à dinâmica financeira mundial parece mesmo dificultar sua compreensão, desde que entendido como um sistema, tendo em vista a energia avassaladora que lhe é hoje própria, produzindo tal volatilidade e mudança de configuração, que parece escapar à possibilidade de reconhecê-lo segundo concepções de estruturação. Ao analista

³⁵⁸

Cf. **Relatório Anual Bovespa**, 2000, p. 8 et. seq.

cabe, todavia, perseguir esse fenômeno de difícil apreensão, buscando os princípios que lhe são característicos e que subjazem à sua aparência imediata.

Desse contexto, resultam três observações. Na ótica das empresas, mercados mais líquidos e visíveis, apesar de representarem custos operacionais mais elevados, significam, por outro lado, maior acessibilidade aos recursos disponibilizados. Do ponto de vista das bolsas, mercados amplificados equivalem a mais eficiência, economia de escala e, sobretudo, solidez.

A terceira observação, associada à problemática do capital financeirista, analisada anteriormente, talvez seja, do nosso ponto de vista, a questão crucial para entender as vicissitudes da BOVESPA no período em questão. Ou seja, a acirrada competição pelos escassos recursos disponíveis para financiamento, para cuja obtenção tem que se enfrentar no mercado com instituições especialmente dotadas para captar recursos: o Estado.

Eduardo Rocha Azevedo é testemunha ocular desta história. Segundo ele, a partir da democratização, o governo começou a gerir muito mal as contas públicas, a começar pelo Governo Sarney, culminando na gestão de Fernando Henrique Cardoso, que deu o golpe de misericórdia no mercado de capitais, pois, a partir da Lei Kandir, as ações brasileiras foram levadas para serem listadas nas bolsas estrangeiras. Exatamente o oposto do que fizera, por exemplo, Mario Henrique Simonsen, cujas medidas de incentivo ao mercado de capitais propiciaram o ingresso de numerosas empresas no mercado acionário, responsáveis pelo *boom* da bolsa, em 1971. Em suas próprias palavras:

E você, aí no final do governo militar, você começou a ter o governo disputando poupança com a iniciativa privada que era através... Ou era através da caderneta de poupança ou era através do governo vendendo ações das empresas estatais, sem vender o controle. Foi a grande discussão que eu tive na época. E o governo chamou as empresas, as

entidades que compunham o mercado de capitais, e aí foi tudo: FEBRABAN, ANBID, Bolsa do Rio e tal. A única bolsa que não se fez presente na assinatura do contrato do governo poder vender ações através das agências do Banco do Brasil, foi a Bovespa! Eu me recusei a ir porque eu dizia o seguinte: “vocês não vão privatizar coisa nenhuma, vocês vão avançar na poupança, porque a partir do momento que você não privatiza a empresa e sai captando recursos para a empresa, você está estatizando a poupança!”.³⁵⁹

Para além da competição perversa que era movida pelo Governo, a BOVESPA tinha que se deparar ainda com a grande desvantagem de ter que se enfrentar no mercado com bolsas mais eficientes, a exemplo da Bolsa de Nova York (NYSE). De fato, muitas empresas brasileiras passaram a negociar ADRs em Nova York, sendo que, em setembro de 2001, 33 ADRs foram negociadas em Nova York, enquanto na BOVESPA foram listadas 444 ações. Essa fuga se explica por várias razões.³⁶⁰ Primeiro, o custo das transações nos Estados Unidos era muito menor, cerca de nove vezes menos do que o custo de comprar uma ação na BOVESPA; segundo, o volume de negócios na bolsa norte-americana era muito maior, conferindo mais liquidez aos papéis, sendo, portanto, mais fácil negociá-los considerando-se a presença massiva de investidores; e, finalmente, por oferecerem seus papéis diretamente nos Estados Unidos, as empresas se protegiam, ao menos em parte, do risco cambial, já que os investidores estrangeiros pagavam as ações em dólares.

Esta sangria de recursos extravasados, para o Estado e para o exterior é observada com nitidez nos gráficos e tabelas a seguir disponibilizados.

³⁵⁹ Entrevista com Eduardo Rocha Azevedo concedida a José Jobson do Nascimento Arruda. São Paulo, 11 de abril de 2006, p. 5, 6 e 7.

³⁶⁰ Cf. BILLI, M. “Em crise, Bovespa demite e corta custos”. In: **Folha de São Paulo**, DINHEIRO, 6 de set. de 2001, p. B7.

Gráfico 4.2: ADRs negociadas nas bolsas norte-americanas, NYSE, AMEX e NASDAQ de 1990 a 1995 (referência: Volume ADRs em bilhões de dólares e representação percentual no volume total).

Tabela 4.2: ADRs negociadas nas bolsas norte-americanas, NYSE, AMEX e NASDAQ de 1990 a 1995 (referência: Volume ADRs em bilhões de dólares e representação percentual no volume total).

Ano	Volume ADR US\$ bilhões	Par. % no Vol. Total	Cias. listadas em unidade
1990	75	4,1	176
1991	94	4,2	186
1992	125	4,6	215
1993	200	5,4	256
1994	248	6,3	317
1995	315	6,6	357

Fonte: Bank of New York, 1995 apud SOUSA, Lucy Aparecida de. **O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97.** 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 73.

O surgimento de empresas de porte internacional nos países emergentes, estimularam as bolsas norte-americanas a atrair esses clientes que revelavam maior potencial, destacando-se as iniciativas da NASDAQ que promoveu, em 1996, 655 ofertas públicas, muito acima das ofertas da NYSE, com 84 ofertas, na sua maioria em ADRs, valendo-se inclusive do serviço de criadores de mercado, *market makers*, cuja especialidade é a promoção de ações pouco conhecidas ou negociadas. Esse processo de captação, como não poderia deixar de ser, afetou o crescimento dos mercados internos dos países em desenvolvimento, levando aqueles que tinham maior potencial a operarem em praças internacionais ou consorciar-se a operadores internacionais. “No 1.º semestre de 1997, o número de ADRs superava 1,7 mil, incluindo companhias de mais de 60 países, movimentando US\$ 220 bilhões nas bolsas americanas NYSE, NASDAQ e AMEX”, consolidando-se, nesse contexto, a empresa brasileira Telebrás, detentora da ação de país emergente “mais negociáveis para negociação o foram nesta praça.”³⁶¹

³⁶¹ Dados do The Bank of New York in jornal **GZM**, 6 out. 97, p. B-s, apud SOUSA, L. A. de. **O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97.** 1998. 194 fls. Tese. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 73.

Gráfico 4.3: Captação bruta de recursos na América Latina em 1996 e 1997 (referência: bilhões de dólares) (1).

- (1) Dados preliminares, sujeitos a revisões. Os critérios de classificação entre empréstimos e títulos de renda fixa das fontes podem divergir dos critérios das autoridades monetárias dos países pesquisados.
- (2) Vinte e cinco tipos de instrumentos de captação externa.
- (3) Inclui IPOs (emissões iniciais diretamente em bolsas estrangeiras) e algumas colocações privadas de ações diretamente com investidores estrangeiros.

Tabela 4.3: Captação bruta de recursos na América Latina em 1996 e 1997 (referência: bilhões de dólares)(1).

	Em 1996				Em 1997			
	R. Fixa(2)	ADR(3)	Empréstimos	Total	R. Fixa(2)	ADR(3)	Empréstimos	Total
Argentina	14,7	0,4	8,7	23,8	18,2	0,7	8,5	27,5
Brasil	24,8	0,5	1,0	26,3	24,8	3,3	10,0	38,1
Chile	2,4	0,3	3,7	6,4	1,2	1,5	4,2	6,9
México	22,0	0,8	4,5	27,3	17,4	2,3	15,7	35,4
Colômbia	2,2				2,0	0,3	2,3	4,7
Venezuela	5,3	1,2			6,1	1,2	2,1	9,4
América Latina	67,3	4,6	21,0	105,2	71,6	12,5	47,6	131,7

- (1) Dados preliminares, sujeitos a revisões. Os critérios de classificação entre empréstimos e títulos de renda fixa das fontes podem divergir dos critérios das autoridades monetárias dos países pesquisados.
- (2) Vinte e cinco tipos de instrumentos de captação externa.
- (3) Inclui IPOs (emissões iniciais diretamente em bolsas estrangeiras) e algumas colocações privadas de ações diretamente com investidores estrangeiros.

Fonte: Sindicatos Emissores, Bloomberg, Reuters e Latin Finance in GM de 7/01/1997 e 30/01/1998 apud SOUSA, Lucy Aparecida de. O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 74.

Em todos os quesitos considerados, Renda Fixa, ADRs e Empréstimos, o crescimento do ano de 1996 para o ano de 1997 foi da ordem de 30%, passando de 105,2 para 131,7 bilhões de dólares em sete países considerados. Em 1996, México, Brasil e Argentina, nesta ordem, praticamente se equivaleram em suas respectivas capacidades de captação bruta de recursos. Em 1997, o Brasil ultrapassa o México, por uma pequena diferença (de 38,1 a 35,4 bilhões de dólares), permanecendo a Argentina em terceiro lugar, mas com um desempenho expressivo de 27,5 bilhões de dólares. O desempenho brasileiro se explica, a par de operações circunstanciais como colocação de ADRs do Unibanco, pela realização de operações de lançamento de bônus em troca da dívida externa antiga.

Gráfico 4.4: Evolução do PIB brasileiro de 1990 a 2000 (referência: milhares de dólares).

Fonte: IBGE.

Tabela 4.4: Evolução do PIB brasileiro de 1990 a 2000 (referência: milhares de dólares).

Ano	PIB
1990	469.318
1991	405.679
1992	387.295
1993	429.685
1994	543.087
1995	705.449
1996	775.475
1997	807.814
1998	787.889
1999	536.554
2000	602.207

Gráfico 4.5: Taxa de juros interbancário (taxa Selic) entre 1995 e 2000 (referência: porcentagem anual).

Fonte: Relatórios Anuais BOVESPA, 1998, 1999, 2000.

Tabela 4.5: Taxa de juros interbancário (taxa Selic) entre 1995 e 2000 (referência: porcentagem anual).

Ano	Juros
995	35
1996	26
1997	21
1998	20
1999	25
2000	17

A ascensão da taxa Selic é consequência do efeito desestabilizador da crise mexicana de 1994. Sua tendência descendente visível, entre os inícios de 1996 e meados de 1997, indica um certo retorno à normalidade, rompida, com violência, pela crise asiática, que explica a abrupta ascensão da taxa de básica de juros, no segundo semestre de 1997. A taxa, que havia caído 10% no primeiro momento, atingiu 43% no pico da crise, retornando ao patamar dos 41% em outubro, impulsionado pela moratória russa que afugentava os investidores, pelo temor de que uma crise sistêmica atingisse os países emergentes.

Perante a deflação de ativos, a desvalorização das *commodities*, o *deficit* das contas públicas, a fuga de capitais e o comprometendo as reservas nacionais, deu-se o inexorável rebaixamento do *rating* Brasil. O espectro da insolvência e, conseqüentemente, da moratória inevitável, levou ao acordo com o FMI, cujo aporte de recursos estancou a hemorragia e permitiu que, já no segundo semestre de 1998, a curva ascendente da taxa de juros se invertesse. Diante da perspectiva do esgotamento das reservas internacionais, o Banco Central parou de intervir no mercado em 15 de janeiro de 1999, permitindo a livre flutuação da taxa cambial. Ato contínuo, novamente a taxa de juros foi elevada pelas autoridades monetárias, passando os juros básicos de 29 para 39%, entre janeiro e março. O ingresso líquido de divisas, cerca de 30 bilhões de dólares, reequilibrou as contas públicas e promoveu a redução da taxa de juros, em ritmo acelerado e depois moderadamente, chegando em dezembro a cada dos 18%.

O ano 2000 assinala definitivamente a reversão da tendência que já se anunciara em 1999, resultado da retomada do crescimento econômico, ainda modesto, não mais do que 4,2%, mas que reaqueceu o mercado de trabalho, o consumo de bens duráveis, do na expansão crédito e entrada de capitais para investimento direto externo, refletindo diretamente na redução da taxa de câmbio e, por conseguinte, na melhoria das contas públicas. Assim mesmo, durante esse ano, os juros reduziram-se em menos de 3%, fixando-se em torno de 16%. Mas os sobressaltos não haviam terminado. As quedas nos índices da NASDAQ, no primeiro semestre, e o desaquecimento da economia norte-americana como um todo, no segundo, travaram a possibilidade de um melhor desempenho das Bolsas brasileiras no ano 2000.

Gráfico 4.5: Reservas internacionais brasileiras (1990-1999) (referência: bilhões de dólares).

Fonte: Relatórios BOVESPA, 1995-1999.

Tabela 4.5: Reservas internacionais brasileiras (1990-1999) (referência: bilhões de dólares).

Ano	US\$
1990	20
1991	9,4
1992	23,8
1993	32,2
1994	38,8
1995	51,8
1996	60
1997	62
1998	72
1999	25
2000	28

As reservas internacionais brasileiras, no período de 1990 a 1995, têm no ano de 1990 um desempenho atípico, pois se reduziram de 20 bilhões de dólares para 9.4, em 1991. Mas, considerando-se este o patamar inicial da tendência do período – o marco zero – o conjunto do quinquênio apresenta-se positivo, no que diz respeito à melhora no *deficit* em conta corrente, haja vista que saímos de 9.4 bilhões de dólares para 51.8, em 1995. Entre janeiro de 1996 e julho de 1997, as reservas internacionais estabilizam-se na casa dos quase 60 bilhões, sofrendo a seguir uma redução significativa, no segundo semestre de 1997, fenômeno diretamente ligado à crise asiática, que teve repercussões imediatas sobre as reservas brasileiras. A partir de janeiro de 1998, a

tendência ascendente da constituição de reservas se acentua até ultrapassar a barreira dos 70 bilhões de dólares em apenas meio semestre, tendência que continua até meados de 1999, quando se atinge o nível mais baixo, um pouco acima dos 30 bilhões, certamente explicada pela generalização da crise asiática e pela crise russa, caracterizando-se como um período crítico das disponibilidades do país no exterior, que a elevação da taxa de juros não conseguiu reverter, aprofundando-se a erosão das reservas cambiais.

O acordo com o FMI, já enquadrado nas diretrizes estabelecidas pelo Consenso de Washington, e no afã de evitar a ruptura do regime cambial, estabeleceu-se um programa severo de ajuste fiscal, reforçado pelos empréstimos estrangeiros que, entretanto, não contiveram a hemorragia das divisas, levando-as quase ao esgotamento, forçando a decisão de última instância do Banco Central, que estabeleceu a livre flutuação da taxa de câmbio, abandonando-se a política de intervenção.

Gráfico 4.7: Evolução do IBOVESPA (1990-2000) (referência: dólares).

Fonte: Relatórios Anuais BOVESPA, 1995-2000.

Tabela 4.7: Evolução do IBOVESPA (1990-2000) (referência: dólares).

Ano	Índice
jan/90	150
jan/91	30
jan/92	125
jan/93	150
jan/94	380
jan/95	400
dez/95	420
jan/96	526
dez/96	645
jan/97	761
dez/97	913
jan/98	990
dez/98	690
jan/99	410
dez/99	990
jan/00	170
dez/00	155

Após a retração havida em 1990, e apesar das oscilações freqüentes, o IBOVESPA, até janeiro de 1995, preserva tendência ascendente, até o primeiro trimestre desse ano que, quando sob o influxo da crise mexicana, registrou uma queda nominal de 1,3%, correspondendo a uma redução de 13,9%, quando descontada a variação cambial do período, perfazendo uma contração real de 35%, recuperando-se no restante do ano, com picos ascendentes e descendentes muito intensos. De qualquer forma, a tendência ascendente se confirma no ano de 1996, registrando 34,8% de variação positiva, até meados de 1997, quando o impacto da crise asiática inverte o sentido da curva a partir de meados de março de 1998, caracterizando-se uma forte tendência regressiva que se mantém até o mês de dezembro, com recuo de 33,4%, apesar de um breve ensaio de recuperação entre agosto e novembro. No ano de 1999, novamente a tendência ascendente se instala, atingindo o cimo em dezembro, quando o IBOVESPA ultrapassa os 17 mil pontos, numa valorização excepcional de 151,9% em moeda nacional apesar da maxidesvalorização, beirando os 18 mil nos idos de março de 2000. A partir de março desse ano, até meados de novembro, o IBOVESPA recua cinco mil pontos, refletindo, evidentemente, a crise de caráter interno, representada pelas possibilidades de ascensão do PT ao poder, temor que se desanuvia pelos compromissos assumidos pelo candidato do partido com a estabilidade da economia, compromisso que se reflete imediatamente na retomada ascendente do índice que, rapidamente, retornou à casa dos 15 mil pontos.

Gráfico 4.8: Patrimônio dos Fundos de Investimento considerados os tipos fundos em dezembro de 1996 (referência: bilhões de dólares e representação porcentual).

Tabela 4.8: Patrimônio dos Fundos de Investimento considerados pos tipos fundos em dezembro de 1996 (referência: bilhões de dólares e representação porcentual).

País	Total US\$ bilhões	% Fundo Ações	% Fundo R. Fixa	% Fundo C. Prazo	% outros
Brasil	104	4	68	20	8
Canadá	155	52	9	15	24
França	534	11	29	45	14
Japão	420	24	44	29	2
Inglaterra	201	88	5	1	6
EUA	3539	50	22	25	3

Fonte: **International Mutual Survey, Revista ANBID, mai. 1997.**

Apesar de terem surgido no Brasil nos anos 1950, somente após a criação dos Fundos de Ações DL 157 é que tomaram impulso, por terem criado um mercado protegido, no qual os contribuintes do Imposto de Renda poderiam aplicar parte do imposto devido, que seria financiado por uma instituição financeira com a qual mantivesse relações clientelares. Sendo as aplicações por cinco anos, o contribuinte tornava-se efetivamente um condômino do Fundo, que tinha pouco interesse em apresentar resultados positivos, pois seus clientes eram cativos, muitos perderam o contato com seus Fundos, outros passaram a fazer parte de massas falidas de Bancos e uma parte dos recursos simplesmente não foi mais cobrada por seus titulares, passando a fazer parte do tesouro de vantagens dos administradores do Fundo. Mesmo com essas dificuldades, típicas da gestão dos negócios financeiros no Brasil, em 1996 o patrimônio dos Fundos de Investimento no Brasil totalizavam 104 bilhões de dólares, número expressivo se comparado ao Canadá (155), ou mesmo com a Inglaterra (201), muito longe, obviamente, dos Estados Unidos (5.339). Verifica-se no Gráfico e na Tabela 34.7 que os perfis do Brasil, da França e do Japão se assemelham, contrariamente ao da Inglaterra, do Canadá e dos Estados Unidos, ou seja, o primeiro bloco notabiliza elevada concentração nos Fundos de Curto Prazo, em detrimento dos Fundos de Ações; no segundo bloco, inverte-se a situação, os Fundos de Ações são majoritários, especialmente na Inglaterra (88%), seguindo-se Canadá (52%) e Estados Unidos (50%).

O perfil mais próximo do brasileiro é, realmente, o da França, com 74% de seus investimentos em Fundos de Renda de Fixa e de Curto Prazo, restando minguados 11% para investimento na Carteira de Ações. O Brasil é mais excepcional ainda, pois, como se vê, em dezembro de 1996, dos 104 bilhões investidos, apenas 4% foram no Fundo de Ações, sendo que o Fundo de Renda Fixa absorvia 68% e o Fundo de Curto Prazo, 20%. Uma verdadeira aberração, que se explica pelo enorme *deficit* havido em 1996, que obrigou o Governo a captar recursos pagando prêmios muito altos, elevando a taxa de juros, fazendo com que o custo de oportunidade se reduzisse no investimento de ações, *vis-à-vis* a aquisição de títulos do governo, que, além das taxa altamente favoráveis, oferecia liquidez e segurança, sugando do mercado recursos que poderiam ir para o Fundo de Ações, uma competição autofágica, pois comprometia o futuro do capital financeiro no Brasil.

Gráfico 4.9: Empresas de capital aberto e emissões primárias de ações (IPOs) (referência: 1980-2000).

Tabela 4.9: Empresas de capital aberto e emissões primárias de ações (IPOs) (referência: 1980-2000).

Período	Número de Empresas	Número de IPOs
1980/84	1075	
1985/89	985	
1990/95	850	
1992	860	
1993	839	
1994	845	6
1995	874	9
1996	925	6
1997	946	5
1998	1047	2
1999	1029	1
2000	996	34

Fonte: Relatórios Anuais Bovespa e CVM, 1980-2000.

Gráfico e tabela revelam que o número de empresas registradas na CVM tendeu a declinar entre 1980 e 1998. Recuo mais significativo entre o primeiro quinquênio do período e o segundo, no início, e mais moderado depois, quando se verifica uma quase estabilização entre 1990 e 1997. Somente em 1998, retorna ao nível que tinha atingido no quinquênio 1980/1984, uma inversão de tendência, contudo, que deve ser considerada aparente, levando-se em consideração que um grande

número de empresas criadas neste período eram empresas estatais e consórcios empresariais ligados à privatização, incluindo empresas que abriram para a emissão de ADRs, empresas de securitização e *leasing* e, acima de tudo, empresas cujas emissões não ultrapassaram um milhão de reais.

Gráfico 4.10: Capitalização bursátil/capitalização de mercado (referência: bilhões de dólares).

*média da cotação do dólar considerando o 1.º semestre/2000.

Tabela 4.10: Capitalização bursátil/capitalização de mercado (referência: bilhões de dólares).

Período	US\$
1994	185
1995	140
1996	210
1997	250
1998	160,9
1999	228,5
2000(*)	246,7

*média da cotação do dólar considerando o 1.º semestre/2000.

Fonte: Relatório Anual BOVESPA, 1999-2000.

A tendência do mercado secundário, revelada pelo gráfico e tabela, indica uma oscilação regular, caracterizadora de um ciclo curto, tipo *kitchin*, com duração trienal. O índice de capitalização, de cerca de 200 milhões de dólares em 1994, recua pra 150 milhões no ano seguinte e retorna ao patamar de 200 milhões em 1996. O nível alcançado em 1997, próximo de 250 milhões, volta a recuar para o patamar de 150 milhões, retomando a faixa dos 200 milhões em 1999. Em dezembro de 2000, a capitalização alcançou um acréscimo de 7,9% em relação ao ano anterior, 1999. É visível o impacto da conjuntura econômica mundial neste desempenho, que apresenta uma relativa melhora já no primeiro semestre de 1999, intensificada no final deste mesmo ano, reflexo certo das novas perspectivas introduzidas pela adoção de um novo regime cambial, mais realista fruto da decisão do FED de reduzir a taxa de juros, ampliando o volume de recursos que poderiam ser direcionados às economias

emergentes, reduzindo o custo do serviço da dívida e possibilitando a redução da taxa de juros brasileira, conjunturalmente favorecida também pela elevação do *rating* de risco da dívida brasileira.

Gráfico 4.11: Concentração de mercado na BOVESPA entre 1990-1998. **Tabela 4.11: Concentração de mercado na BOVESPA entre 1990-1998.**

Ano	Concentração da capitalização bursátil*	Concentração do volume de transações**	Número de empresas
1990	52	49	27
1991	64	86	27
1992	62	84	27
1993	72	81	28
1994	65	75	27
1995	66	82	27
1996	70	77	28
1997	74	76	27
1998	61	73	26

* Capitalização bursátil das 5% maiores companhias dividido pela capitalização total de mercado.

** Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações

Fonte: Federação Internacional das Bolsas de Valores (FIBV).

Avalia-se no gráfico e na tabela anteriores o índice de capitalização bursátil das 5% maiores companhias, dividido pela capitalização total do mercado, além da concentração do volume de transações das 5% maiores empresas, dividido pelo volume total de negociações, constatando-se uma tendência à queda do índice de concentração, conclusão que deve ser relativizada pelo de apenas 5% das empresas serem consideradas na avaliação que, no caso da BOVESPA, é um número entre 26 e 28 empresas.

Gráfico 4.12: Liquidez de mercado (média diária de negócios de 1993 a 2000) (referência: número de negócios/dia).

Fonte: Relatórios Anuais BOVESPA, 1997, 1998, 1999, 2000.

Tabela 4.12: Liquidez de mercado (média diária de negócios de 1993 a 2000) (referência: número de negócios/dia).

Ano	Número de negócios
1993	8,5
1994	10,2
1995	8,7
1996	9,5
1997	12,7
1998	13
1999	15,9
2000	22,4

No triênio 1994-1996, a média anual de negócios/dia manteve-se em torno de dez mil, com exceção de 1994, em que a casa dos dez mil foi ligeiramente superada. Em 1997, a BOVESPA registrou seu recorde histórico de negócios/dia, tendo sido ultrapassada a casa dos 12 mil contratos. Nesse ano, o mercado à vista e por opções preponderaram, com destaque para o mês de junho, quando se verificou a mais elevada média diária de negociações registradas até aqui, 20.993 operações. A média anual, porém, conservou-se na escala dos dez mil negócios, ritmo preservado até fevereiro de 1998. Desse momento em diante, a tendência é ascendente, com algumas oscilações, vindo a atingir o ponto mais alto das negociações no mês de novembro, quando ascendeu ao limite de 17 mil operações, caso extremo, pois a média anual conservou-se próxima dos anos anteriores, em torno dos 12.797 negócios/dia.

A melhoria no cenário econômico nacional explica a incrementação dos negócios em 1999, um aumento de 24% em relação ao ano anterior (1998), indicativo seguro de que a confiança dos investidores dos anos difíceis não fora abalada, mesmo que, do ponto de vista estritamente financeiro o volume dos negócios tenha sido menor. No ano 2000, a tendência à liquidez de mercado se acentuou, com crescimento de 41% em relação ao ano anterior, passando o número médio dos negócios de 15.897 para 22.432.

Tabela 4.13: Evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimento nos anos de 1995, 1996 e 1997 (referência: por espécie em bilhões de dólares).

	1995		1996		1997	
	US\$ milhões	% no total	US\$ milhões	% no total	US\$ milhões	% no total
Ações	952,7	1,4	971,3	0,9	1.444,4	1,3
Ações – C. Livre	888,3	1,3	3.292,0	3,2	9.664,3	9,0
FAC – Ações			52,0		165,8	
Inv. no Exterior	110,2	0,2	143,4	0,1	246,7	0,2
FIF-60	49.960,8	74,0	73.544,9	73,6	83.290,1	77,5
FIF-30	2.014,3	4,0	4.363,5	4,5	7.330,7	6,8
FIF-Curto Prazo	13.562,1	20,1	21.245,8	20,5	5.627,7	5,2
FAC-FIF 60	13.884,1		20.920,5		34.448,8	
FAC-FIF 30	565,7		1.356,2		4.134,6	
FAC-FIFC. Prazo	1.443,2		5.532,8		3.288,3	
TOTAL*	67.488,6	100,0	103.742,3	100,0	107.603,9	100,0

* Não inclui os fundos FAC, para evitar dupla contagem.

Fonte: **Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), 1995-1997 apud SOUSA, Lucy Aparecida de.** O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 37.

Constata-se no Gráfico e na Tabela 4.13 que o patrimônio consolidado dos Fundos de Investimento cresceram entre 1995 e 1996, o equivalente a 55%, e decresceram no ano seguinte, pois, de 1996 a 1997, o percentual não passou de 4%, alcançando cerca de 155 do PIB anual. O reduzido crescimento de 1997 resulta, evidentemente, do impacto decorrente da crise asiática, que desencadeou iniciativas de saque e remanejamentos para ajustes patrimoniais. A esta condição externa, soma-se a alterações introduzidas no Imposto de Renda sobre os rendimentos dos fundos pela Lei n.º 9.535/97 e pela Portaria SRF/96, que elevaram a alíquota de Imposto de Renda sobre os rendimentos de Renda Fixa, de 15 para 205, como parte do pacote fiscal destinado ao combate à crise.

Gráfico 4.13.1: Hierarquização das dez maiores EFPP por patrimônio em julho de 1997 (referência: bilhões de dólares e milhares de beneficiados).

Gráfico 4.13.2: Hierarquização das dez maiores EFPP por massa abrangida em julho de 1997 (referência: bilhões de dólares e milhares de beneficiados).

Tabela 4.13: Hierarquização das dez maiores EFPP por patrimônio e por massa abrangida em julho de 1997 (referência: bilhões de dólares e milhares de beneficiados).

Classificação	Patrimônio		Massa Abrangida	
	Entidade	US\$ bilhões	Entidade	Mil Beneficiados
1	Previ BB	21	Previ BB	398
2	Funcef	6	Petros	343
3	Petros	5	Sistel	335
4	Sistel	4	Postalis	326
5	Fund. Cesp	4	CCF	244
6	Cebtrus	4	Funcef	214
7	Valia-Vale	2	Capesesp	157
8	Aerus-Varig	1	Fund. Cesp	150
9	Itaubanco	1	Volkswagen	139
10	Forluz	1	Refer	132
Acumulado do 1 ao 10		49	1 ao 10	2438

Fonte: **Secretaria de Previdência Complementar (SPC), 1997 apud SOUSA, Lucy Aparecida de. O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 54.**

Criados por determinação do Conselho Monetário Nacional, em consonância com a Secretaria de Previdência Complementar, os Fundos de Pensão tiveram, primeiramente, estabelecidos os limites mínimos e máximos de seu patrimônio que poderiam ser disponibilizados para aplicação no mercado de capitais. Posteriormente, pela Resolução do CMN, n.º 2.324-96, permaneceram apenas os limites máximos, sendo eliminados os limites mínimos, flexibilização que visava dar maior poder de atuação aos administradores de carteira dos Fundos de Pensão, cuja opção preferencial recaiu sobre os ativos de renda fixa, especialmente títulos públicos federais. O Gráfico e a Tabela 4.12 exibem a hegemonia da PREVI BB com 21 bilhões de dólares de patrimônio, dos quais 398 mil pessoas eram beneficiárias em 1997. Com patrimônios aproximados entre quatro e seis bilhões de dólares, e com número de beneficiários acima de 214 até 343 mil, situam-se numa escala ascendente os fundos FUNCEF, PETROS, SISTEL, FUND. CESP e CENTRUS.

Gráfico 4.14: Ingresso de financiamento externo líquido em países emergentes entre 1993 e 1997
(referência: bilhões de dólares).

Fonte: **Institute for International Finance (IFF)** – estimativa, 1997 apud SOUSA, Lucy Aparecida de. O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 66.

Tabela 4.14: Ingresso de financiamento externo líquido em países emergentes entre 1993 e 1997
(referência: bilhões de dólares).

Modalidade	1993	1994	1995	1996	1997
Bônus e afins	62	25	15	60	63
	110	60	40	100	90
Portfólio					
I. Direto	51	125	122	190	202
Empr. Bancário	175	160	210	295	-2
Rec. Oficiais	198	180	255	298	270

Em larga medida, o Gráfico e a Tabela 4.13 alicerçaram-se em números estimativos, pois as estatísticas relativas à entrada e saída de financiamento externo líquido para os países latino-americanos não são abrangentes, nem conclusivas, deixando margem a especulações, seja entre técnicos ou acadêmicos. Nos anos 1980, o volume de recursos saídos da América Latina foi, em parte, recompensado pelos ingressos dos anos 1990, sendo esta talvez a mudança mais significativa ocorrida na década de 1990, passando os ingressos de oito bilhões de dólares em média para 40 bilhões, em 1991, nos termos do Plano Brady. Significa, portanto, a reaparição da América Latina como mercado receptor de fluxos financeiros internacionais, especialmente no mercado de títulos de renda fixa, progressivamente acompanhados pelo mercado de capitais domésticos, atrativos para os investidores de carteira de renda fixa ou variável, com metas de curto prazo, ocorrendo, nesta modalidade,

significativa repatriação de recursos, acrescida por investimentos diretos alavancados pelas privatizações e mesmo empréstimos bancários. O recuo da entrada de recursos em suas variedades de recursos oficiais, empréstimos bancários, investimento direto, *portfolio*, bônus e afins, entre 1993 e 1994, é compensado pela tendência ascendente de 1994 a 1996, quando novamente se instava a reversão sinalizando para a redução dos investimentos, expressão visível da crise no mundo asiático.

Gráfico 4.15: Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos em 1993 (referência: bilhões de dólares/ano e representação porcentual).

Gráfico 4.15.1: Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos em 1994 (referência: bilhões de dólares/ano e representação porcentual).

Gráfico 4.15.2: Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos em 1995 (referência: bilhões de dólares/ano e representação porcentual).

Gráfico 4.14.3: Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos em 1995 (referência: bilhões de dólares/ano e representação porcentual).

Tabela 4.15: Comparação entre os volumes aplicados nas bolsas de valores dos países emergentes e dos Estados Unidos entre 1993 e 1996 (referência: bilhões de dólares/ano e representação porcentual).

Países	1993	%	1994	%	1995	%	1996	%
Malásia	154	2,1	126	1,4	77	0,7	173	1,3
Coréia	212	2,9	286	3,2	185	1,8	177	1,3
Hong Kong	132	1,8	147	1,7	106	1,0	166	1,2
Singapura	81	1,1	81	0,9	60	0,6	42	0,3
Taiwan	346	4,8	711	8,1	383	3,7	470	3,5
Tailândia	87	1,2	80	0,9	57	0,6	44	0,3
Austrália	68	0,9	95	1,1	98	1,0	145	1,1
México	62	0,9	83	0,9	34	0,3	43	0,3
Chile	3	0,0	5	0,1	11	0,1	8	0,0
Argentina	10	0,1	11	0,1	5	0,0	4	0,0
Brasil	57	0,8	109	1,2	79	0,8	112	0,8
USA*	3.355	46,7	3.564	40,4	5.109	50,0	7.121	52,4
TOTAL	7.190	100,0	8.822	100,0	10.218	100,0	13.598	100,0

Fonte: International Financial Corporation (IFC)*, New York Stock Exchange (NYSE), North American Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ) e American Stock Exchange (AMEX) apud SOUSA, Lucy Aparecida de. O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. 1998. 194 fls. Tese. (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, p. 72.

São significativos os indicadores comparativos do desempenho, em termos de volumes, das bolsas norte-americanas *vis-à-vis* países ditos emergentes, entre os quais se aloja o Brasil. Os Estados Unidos, com volumes acima dos 3.355 trilhões de dólares em 1993, chegam a 1996 na casa dos 7.121 trilhões, com 52% do total considerado, registrando encolhimento apenas em 1994, quando sua participação representou 40,4%. Os países que se seguem na classificação são todos asiáticos, entre o segundo e o sétimo lugar, perfilhando Taiwan, Coréia, Malásia, Tailândia e Cingapura, todos com tendência descendente definida a partir de 1994, até 1996, com exceção de Taiwan, o segundo colocado que, dos 4,8% de participação, praticamente dobra sua participação ao passar de 346 para 8.1 bilhões de dólares, que chegam a 109 em 1994, o Brasil ocupa a 10.^a posição, abaixo da Austrália e do México, retornando ao patamar de participação equivalente a 0,8% em 1995 e 1996, evidenciando-se pelos disponíveis o impacto severo da crise mexicana sobre os papéis dos países emergentes.

Gráfico 4.16: Mercados futuros entre 1990 e 2001 (Referência: trilhões de dólares).

O Gráfico explicita a pequena importância do mercado dito futuro, também mercado de derivativos, entre os anos 1990 e 1994. Numa lenta evolução, esse mercado alcançou 10 bilhões de dólares ao fim do quinquênio, mas explodiu em 1995, quando saltou para 50 bilhões, ou seja, multiplicou-se por cinco, preservando a marcha ascensional até o ano 2001, num ritmo frenético que agregava bilhões de dólares a cada ano, culminando, em 2001 com a espantosa cifra de 120 trilhões de dólares investido num mercado de riquezas não palpáveis. Um mercado de apostas de alto risco, que mobilizava 100 milhões de investidores nos Estados Unidos, portanto, em larga medida, oriundos da classe média, cujo potencial de investimento cresceu fantasticamente entre 1990 e 2000, passando de 710 bilhões para 2.5 trilhões de dólares, caracterizando-se um cenário exótico de “capitalismo popular”, pois 72% das poupanças norte-americanas estão lastreadas em ações, o que faz dessa classe de investidores, que não se diferencia pela origem de suas rendas, num dos pilares do capitalismo norte-americano. No início da década, para além da modéstia dos investimentos, esse mercado era altamente vigiado, contrastando os últimos cinco anos em que operou praticamente sem nenhuma instituição reguladora.

São exatamente os mercados de derivativos que podem auferir os maiores lucros e, também, as maiores perdas no transcorrer de uma determinada crise econômica, como aconteceu com as ações negociadas na Bolsa NASDAQ, que opera os papéis da indústria de alta tecnologia, numa débâcle de 3000 pontos, entre fevereiro de 2000 e maio de 2002, números frios que se aquecem quando traduzidos para uma perda equivalente a cinco trilhões de dólares, cerca de 30% dos recursos da massa maior de investidores. É bem verdade, que uma parcela substancial dos recursos perdidos tinha sido adquirida por uma valorização irreal, anos-luz de distância da riqueza concreta da qual derivavam. De qualquer forma, desdobramentos incontidos da crise poderiam ser avassaladores: arrastar a economia real, externa e interna, como se verificou no impacto da crise sobre a BOVESPA, cujos índices despencaram em consequência da crise da NASDAQ, o que nos leva a concluir que o jogo na bolsa dos mercados futuros transformou-se numa questão de segurança nacional como já observaram especialistas no

mundo financeiro, pois ali se verificou a maior queima de riquezas da história desde 1929, como afirmou Paul Krugman.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Reavivando a problemática proposta por essa tese, a análise da Bolsa de Valores de São Paulo entre 1989-2000, enfocando as relações entre a história financeira do país e o movimento das finanças em escala mundial, recupero, em rápidas pinceladas, o objetivo mais geral da reflexão: examinar as dimensões cruciais do financiamento numa economia periférica, realçando as especificidades da sua realização, no contexto do movimento global dos capitais.

A relação pretendida – sincronia entre a dinâmica financeira do país e o movimento mundial – pressupõe ancorá-la na noção de capital fictício, elaborada por Marx, quando tratou das formas de realização do capital financeiro. Naturalmente, problemática dessa ordem impôs considerar as crises do capitalismo contemporâneo, especialmente das suas manifestações na era da globalização. Como pano de fundo a enquadrar a reflexão, buscou-se acentuar as formas pelas quais a dominação mundial é exercida, como pressuposto e suporte da manutenção do domínio da acumulação financeirista de capital, bem como a modalidade de inserção do Brasil no processo. Tal andamento requereu, evidentemente, cruzar as determinações externas às escolhas realizadas no plano interno, no quadro das possibilidades existentes. Claro está que, no universo de ação dos atores envolvidos, privilegiou-se a esfera financeira, fundamentalmente as bolsas de valores. O passo seguinte foi em direção à análise da BOVESPA, no último decênio do século XX, momento em que se completa a inserção

do país no ritmo frenético dos deslocamentos do capital financeiro global, na busca permanente de novas moradas.

Na tentativa de recuperar o andamento da análise, evidencia-se a combinação entre análises gerais e particulares, entre a história mundial e nacional; entre as totalidades sistêmicas e os contextos particulares; entre as cadeias temporais e os eventos circunscritos. Desse modo, a reflexão guiou-se por um procedimento de mútua elucidação, isto é, as histórias locais e internacionais se auto-iluminavam, por serem mutuamente referidas, como se estivessem refletindo uma imagem especular. Por isso, ao tratar da Bolsa de Valores de São Paulo, a tese pôde ilustrar dimensões centrais do capitalismo na atualidade, *vis à vis* do entendimento do papel das bolsas numa economia periférica como a brasileira, a particularidade da sua relação com o capital produtivo, bem como a natureza da sua inserção no desenvolvimento do país. A debilidade dessas instituições foi, portanto, questionada no prisma dos esforços empreendidos ao longo da modernização acelerada do Brasil, vista na particularidade da função de financiamento, classicamente desempenhada pelas bolsas. É exatamente a constatação das singularidades ocorridas na formação desses organismos, que permite erigir um lugar privilegiado para a compreensão, tanto da condição de uma economia periférica, quanto do caráter das economias centrais. Esse local de observação parece-nos, aliás, um ponto promissor de descortínio do cenário mais amplo.

A modernização das bolsas no Brasil foi, como se salientou, um processo difícil, por vezes dramático. O drama, no caso, não se deslindou, tendo como cena as crises financeiras mundiais que, a partir da integração na globalidade, a modernização em

curso acentuou a fragilidade brasileira, dada a sua articulação em posição subordinada. Daí, a atual complexidade da BOVESPA, que se tornou a bolsa do Brasil, resulta da sua harmonia com o movimento global do capital fictício. Nesses termos, quando a instituição se modernizou, ela foi tragada pelo turbilhão especulativo, construindo uma espécie de repetição, em outro patamar, da sua propalada debilidade, condição agudizada pelo fato de que se tornou mais vulnerável, dado o seu próprio poder de atração. Nesse sentido específico, a bolsa não refez a relação com o capital produtivo; tampouco pode desempenhar adequadamente o seu papel.

Esse fato elucida a conhecida tese de que a história das sociedades subdesenvolvidas não é a do atraso, de perda de ritmo que poderá ser recuperado. É uma história particular, embora tenha se forjado na esteira da modernidade européia, sendo parte dela. A sua função, em última instância, é a de contribuir para o processo de capitalização mundial, associada aos interesses internos. Desse consórcio emana o caráter da bolsa no Brasil. Reversivamente, a modernização alcançada provoca repercussões internas, que poderão, eventualmente, produzir efeitos promissores, a despeito de tal possibilidade ser suportada por uma corda de equilibrista. Sem admitir eventuais aberturas no futuro, o estatuto da história estaria dado por um telos que deslegitimaria o seu próprio conhecimento, sufocando qualquer exercício de imaginação. A operação de permanente presentificação é, como se sabe, difundida pelos sistemas informacionais, caminhando *pari passu* à perda de materialidade do movimento geral, transformando em sintoma dominante. Aponta-se, nesse passo, para um possível desdobramento da análise, qual seja a de conectar o circuito da capitalização desmaterializada, da era informacional, ao torvelinho de mensagens

difundidas que, em si mesmas, perderam as suas referências históricas. Evidentemente, não se chegou a tangenciar o fenômeno, mas que, quem sabe, possa abrir novas sendas para futuras reflexões.

Ao finalizar esse trabalho, percebo que ele representou uma longa travessia, muitas vezes árdua e penosa. Ele representa um percurso na construção de um aprendizado, na expectativa de que o caminho trilhado não tenha sido em vão.

ANEXOS I: GRÁFICOS

Gráfico 1A: Evolução do PIB brasileiro 1948 a 2006 (referência: variação porcentual/ano).

Gráfico 2A: Emissões primárias no Brasil nominais e como proporção da formação bruta de capital fixo entre 1980 e 2000 (referência: milhões de dólares).

*Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US\$8 bilhões.

Tabela 2A: Emissões primárias no Brasil nominais e como proporção da formação bruta de capital fixo entre 1980 e 2000 (referência: milhões de dólares).

Ano	Debêntures		Ações	
	US\$ mi	%	US\$ mi	%
1980	288	-0,54	649	-1,21
1981	1735	-2,86	290	-0,48
1982	1752	-2,9	469	-0,78
1983	696	-1,89	249	-0,68
1984	299	-0,58	530	-1,5
1985	115	-0,3	585	-1,55
1986	139	-0,27	1198	-2,34
1987	27	-0,04	390	-0,59
1988	3253	-4,34	529	-0,71
1989	1485	-1,34	758	-0,68
1990	916	-0,95	775	-0,81
1991	1011	-1,37	602	-0,82
1992	339	-0,47	943	-1,31
1993	3843	-4,55	841	-1
1994	3304	-2,91	2259	-1,99
1995	7574	-5,24	2112	-1,46
1996*	8289	-5,6	1152	-0,78
1997	6922	-4,31	3500	-2,18
1998	8674	-5,85	3484	-2,35
1999	3621		1459	
2000	8700		1400	

*Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US\$8 bilhões.

Fonte: Relatórios Anuais CVM, 1980-2000.

Os números demonstram haver uma diferença significativa entre os anos 1980 e 1990. A emissão de debêntures, ações e notas promissões, por empresas de capital aberto, intensifica-se, significativamente, nos anos 1990, sinalizando um período promissor. No período de 1980-1989, o volume de ações emitidas alcançou a média anual de US\$ 564,7 milhões, contra US\$ 1,89 milhões no quinquênio de 1993-1998, equivalendo dizer que a tendência se estende de 1980 a 1992, e que o salto mais promissor se dá a partir de 1993. Em relação ao mercado de debêntures, a expansão foi de US\$ 979 milhões para US\$ 6,4 bilhões, comparando-se os anos 1980-1989 e 1993-1998, excluindo-se da ponderação medida a emissão de US\$ 8,289 bilhões realizada pelo Banco do Brasil em 1996.

Tanto o mercado primário e secundário de ações quanto o de debêntures registrou retração no número e no valor das emissões. Evidencia-se o impacto negativo da chamada nova economia do setor de tecnologia, em que a volatilidade do mercado acionário norte-americano impactou negativamente os mercados emergentes, provocando uma volatilidade no IBOVESPA da ordem de 32% e uma desvalorização nominal de 10,7% e de 18,3% referidas ao dólar no transcurso do ano de 2000. De qualquer forma, apesar da redução drástica do número de companhias com capital aberto na BOVESPA, visível na redução entre 1998 e 1999, quando reduziram de 1.047 para 1.027, e mais ainda em 2000, quando chegaram a 996, um ano em que foram concedidos apenas 34 novos registros, contra 65 cancelamentos.

Gráfico 3A: Investimentos externos diretos em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais (Anexo IV) (referência: bilhões de dólares).

Fonte: Relatórios Anuais CVM, 1991-2000.

Tabela 3.A: Investimentos externos diretos em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais (referência: bilhões de dólares).

Ano	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	428,4	96,1	386,3
1992	2.966,8	1.652,4	1.314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5.477,6
1994	20.535,4	16.778,2	3.754,2
1995	22.026,6	21.498,4	528,3
1996	22.935,6	19.341,9	3.593,7
1997	32.191,9	30.576,8	1.615,1
1998	21.886,7	24.349,0	(2.462,3)
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
2000	27.830,0	7.750,0	2.080,0
Total	177.811,6	142.475,3	17.387,4

Fonte: Relatórios Anuais CVM, 1991-2000.

A partir de 1993 se acelera o investimento externo na Bolsa de Valores de São Paulo. Entre 1994 e 1996, os investimentos mantêm-se na escala dos 2.186 bilhões de dólares, ascendendo em 1997 ao nível considerável de 3.191 bilhões. A tendência a seguir se torna regressiva, atingindo o ponto mais baixo na escala em 1999, com 1.239 bilhões, invertendo-se no ano de 2000, quando os investimentos chegam a 2.3 bilhões. Estes números somente adquirem significado se comparados aos retornos, isto é, às vendas que se traduziram em saídas líquidas que, no período, totalizaram 13.472 bilhões, deixando um modestíssimo saldo de 1.390 bilhões, pois a soma total dos ingressos perfazia 17.333 bilhões.

Estes indicadores refletem as mudanças macroeconômicas e, sobretudo, do marco regulatório, maior estabilidade econômica, abertura comercial e a mudança de maior peso, que foi a abertura do mercado para investimentos estrangeiros em bolsas brasileiras. O desempenho verificado no ano de 2000, evidenciando certa retomada, reflete também a estabilização conjuntural dos preços das *commodities*, muito especialmente o petróleo, melhorias na economia norte-americana e argentina, importante parceiro do Mercosul.

ANEXO II: ENTREVISTAS.

SOBRE AS ENTREVISTAS.

As duas entrevistas transcritas na sequência foram concedidas por um presidente da Bolsa de Valores de São Paulo, Eduardo Rocha Azevedo, personalidade marcante para o mercado de capitais no Brasil e, sobretudo, para a Bovespa; e pelo superintendente geral da Bovespa a partir da primeira gestão de Eduardo Rocha Azevedo, Horácio de Mendonça Netto.

Eduardo Rocha Azevedo presidiu a Bovespa em duas ocasiões, em meados dos anos 1980 e no final desta década, de 1987 até 1990. No intervalo entre as duas gestões protagonizou juntamente com outros atores deste mercado a criação da Bolsa de Mercadorias e futuros, a BM&F, sendo o seu primeiro presidente. Foi durante a segunda gestão de Eduardo a frente da Bovespa que se deu o caso Nahas, evento ímpar para a definição do primeiro recorte cronológico deste trabalho.

A importância de uma entrevista concedida por um superintendente geral da Bolsa de Valores é devida às atribuições inerentes ao cargo, quais sejam a de gerir a instituição, liberado do papel de representação política atribuído ao presidente. Trata-se do administrador da bolsa, como fora Horacio de Mendonça Netto.

Transcrição da entrevista com Eduardo da Rocha Azevedo, concedida no dia 11 de abril de 2006, em seu escritório, localizado na sede da Convenção Corretora de Câmbio e Títulos.

José Jobson do Nascimento Arruda: Bom, Doutor Eduardo, como eu estava dizendo para o senhor, este trabalho tem uma filiação econômica nos trabalhos do Minsky e trata, sobretudo, da economia norte-americana mais então da economia mundial como uma economia de crescente instabilidade. Essa instabilidade tem impacto em investimento e desenvolvimento; é algo que é visto como o resultado de uma desregulamentação, uma supercriação de liquidez, alavancagem e criação excessiva de ativos sem lastro.

E aí neste contexto a pergunta que eu queria fazer para o senhor é seguinte. A primeira pergunta é a seguinte: o senhor foi presidente a Bovespa de 82 a 86 e de 87 a 90, então o senhor teve dois mandatos consecutivos...

Eduardo Rocha Azevedo: É, não... Intercalados, né? Intercalados porque eu saí, para ser o presidente da BMF [Bolsa de Mercadorias e Futuros fundada em 1986].

JJNA: É o senhor foi presidente da BMF. O senhor foi quem encabeçou o time que fez a fundação. Então a pergunta que eu faria para o senhor é o seguinte: se a criação dos mercados futuros vem para somar forças a este processo atendido em escala mundial que o Minsky chama de crescente instabilidade e um crescente risco, colaborando com um ambiente de não instabilidade e, conseqüentemente, enfraquecimento para negociação de ativos lastreados, ou ao contrário, ou seja, na

verdade isso reforça a, por exemplo, a negociação de títulos na Bovespa? Eu queria que o senhor me disse-se um pouco do como é que há uma interação, quer dizer se a BMF da maior liquidez na Bovespa...

ERA: Não espera aí! Vou começar do lado do porquê que foi criada a BMF. Primeiro a BMF foi criada num regime onde não havia regulamentação... Regulação dos órgãos públicos, certo? Se fosse feito hoje não ia fazer certo?! O governo detesta mercado futuros aqui no Brasil. Tudo que preveja, faça uma previsão sobre o que vai acontecer, nenhum governo gosta, principalmente num governo, eu não estou falando deste governo brasileiro, eu estou falando do governo... Principalmente quando a BMF foi criada [risos] porque o governo tinha horror a projeção de preço..

JJNA: Sim, plano cruzado...

ERA: Plano cruzado, exatamente. Então não se podia mexer nisso aí, e nós fizemos a bolsa. E nós tivemos alguns problemas até de a CVM querer interferir que não podia porque a Bovespa estava investindo dinheiro na BMF e que era um.. Fugia do objeto social do estatuto da Bovespa! Que isso aí a gente poderia perder a isenção! Quer dizer o que acontece... O que foi muito importante na autorização, quer dizer, junto à CVM pra que a gente fizesse a bolsa foi o Beluzzo que falou com o Dilson Funaro. E o Dilson mandou fazer, e [...] mandou deixar quieto.

JJNA: Por que houve uma auto-regulação na verdade, no princípio...

ERA: Não porque nós tínhamos uma auto-regulação, não... Era só auto-regulação. Nós tínhamos uma regulação da CVM para a Bolsa.

JJNA: Mas não para mercados futuros!

ERA: Mas não para os mercados futuros. Depois é que a CVM foi... Foi... Aí para o Banco Central, para CVM, mas aí a bolsa já tinha decolado. A bolsa na realidade ela foi criada porque você tinha no Brasil, primeiro foi uma surpresa para nós o que aconteceu com ela, o pouco espaço de tempo que ela começou a dar resultado. A nossa pretensão na época era que ela deveria... O *breakeven* dela fosse levar cinco anos e a bolsa levou dois anos e entrou no *breakeven*. Então era... E foi uma surpresa para nós. Mas por quê? Porque nós pegamos o plano cruzado, então você tinha uma expectativa de inflação antes do plano cruzado que a bolsa foi lançada e isso fez com que a bolsa começasse a criar um corpo de negócios. Agora, que ela alavancou a Bovespa ela alavancou e muito porque quando... O primeiro ativo que nós fizemos foi o ativo futuro de índice Bovespa, que era uma coisa que poucas instituições brasileiras sabiam mexer, né?! E as que souberam operar realmente fizeram um... alavancaram bastante no mercado da bolsa. Então você tinha na época algumas coisas engraçadas porque o pessoal dizia que o Índice Bovespa era muito concentrado. Porque ou ele era... As ações que tinham o maior peso, que na época eram, eu não me lembro direito, mas vamos dizer que fossem Paranapanema e Petrobrás, a oscilação que desse mexia no Índice. Então nós tivemos várias propostas e ao usar as propostas de estudos para mudar o índice, eu dizia: “P... o concentrado é o país, não é o Índice!”, O Índice reflete a economia da bolsa, tá certo? E foi uma luta para não mexerem no índice porque conseguiram convencer conselheiros então tinham várias propostas e eu dizia sempre o seguinte: “O índice dessa bolsa aqui ninguém vai mexer”.

JJNA: Porque mudaria a metodologia de cálculo, não é isso? É uma metodologia que sempre existiu e que nunca foi alterada?

ERA: Exatamente! Nós vamos voltar, nós vamos para os índices governamentais, que na época era o seguinte: eu me lembro quando saiu o índice da Fundação Getúlio Vargas [IGP-M] (risos) de inflação, então se o feijão subia eles jogavam o feijão lá pra baixo. Lembra no regime Militar?! Então o chuchu subiu jogava o chuchu lá para baixo (risos). Eu falei pô! E com isso fica inconfiável; na época!

JJNA: Claro.

ERA: Então eu disse olha, nós não vamos mexer. O Índice é o que esta aí. Se é uma carga concentrada é, o volume é concentrado. Mas isso aí fez com que a pesar dos problemas que nós tivemos com tudo isso, porque realmente ficava muito fácil de você e... De você não, das instituições, ou algumas delas, ou de alguns comitentes manipularem a bolsa para manipular o Índice, que era muito concentrado, mas era o Índice que tinha! Também não era uma... Vamos dizer...

A bolsa do Rio, por exemplo, fez um Índice na época, não sei se você se lembra? Se você sabe disso aí. Ela criou um Índice. O maior peso que tinha no Índice era a Vale do Rio Doce. Aí chamaram o... O... Como é que chamava o professor lá da Fundação Getúlio Vargas? Marcel?! Não! Como é que chamava? Gepel?, Bom, eu não me lembro. Ele pegou e criou um tal de Índice 100, aí ele pegou o peso da Vale do Rio Doce e jogou lá embaixo.

JJNA: Entendi.

ERA: O futuro de Índice deles nunca saiu.

JJNA: Entendi, porque não tinha uma correlação.

ERA: Pois é. Então, que alavancou, alavancou muito, muito! quer dizer, foi... Não... Era... Primeiro que o volume era muito menor do que é hoje e isso deu uma

alavancada grande no mercado; e o mercado fechado não tinha clientes, investidores estrangeiros, não tinha uma série de coisa. Investidor institucional era proibido de operar porque a Secretaria de Previdência Complementar proibiu que eles operassem, então nós começamos, foi muito complicado (risos) pra fazer decolagem.

JJNA: Trabalho de pioneiro mesmo né!

ERA: Foi!

JJNA: Deixa eu fazer uma pergunta para o senhor: eu percebo que a questão produtiva no Brasil, ela raramente passou pelo mercado de capitais...

ERA: É mais... É aí que eu queria entrar. O Brasil... Eu costumo dizer o seguinte: não que eu seja contra a democracia, pelo contrário, mas quando nós iniciamos o processo democrático, e nós começamos a administrar muito mal as finanças brasileiras, o governo matou o mercado de capitais. O governo Sarney matou, o governo Collor não teve tempo, mas não ajudou, o governo Itamar Franco, o governo Fernando Henrique arrebentou! O pouco que tinha sido feito, o governo Fernando Henrique conseguiu arrebentar! Aí você vê Lei Candir, levaram as ações brasileiras pra ser negociadas fora, fizeram uma série de coisa erradas, inclusive com culpa da bolsa na época que não foi contra.

JJNA: Entendi! Isso é algo que gostaria de tratar bastante com o senhor, assim acho que...

ERA: Num país que não tem mercado, porque no Regime Militar... Você tinha um ministro na época, que você deve ter lido muita coisa sobre ele, que era muito meu... Que eu me dava muito bem, que se chamava Mário Henrique Simonsen, que era fanático pôr mercado de capitais. O Mário tinha formação dele de jovem, de operar na

bolsa. Então ele ficava no pregão, que naquela época não podia entrar, atrás do corretor, na época o Corretor Oficial de Fundos Públicos dando ordem de compra e venda com muito pouco recursos que ele tinha, entendeu?!

Então quando o Mário foi para o governo, ele criou uma série de incentivos que você tem duas fases: a primeira fase é o seguinte: o governo criou antes do Mário Henrique e aí pro Roberto Campos, incentivo que na época era subsídio através do BNDES para que as empresas abrissem capital. De que maneira? Você tinha uma inflação alta, a taxa de juros do BNDES era prefixada em 20% ao ano, se eu não estou enganado, e a empresa para ter acesso a esse recurso precisava ser empresa de capital aberto. Então você teve uma série de empresas principalmente empresas do sul do Brasil, de Santa Catarina, do Rio Grande do Sul que têm uma formação diferente da nossa em termos de ideologia empresarial, que pôr lá uma cultura diferente, foram lá e abriram o capital, uma série. Aí vem a Gerdau, veio... Tinha uma série na época, agora não me lembro quantas eram. E aí ele criou o incentivo para o mercado de capitais, que aí você vê no *boom* da Bolsa de 1971 onde lançavam ações, ninguém sabia direito o que era e todo mundo comprava, tinham empresas fantasmas; teve aqui um tiroteio (risos) de mercado de capitais. A partir do momento de 71, quando a Bolsa teve aquela grande queda dela, que aí você vai pegar 72, 73, eu não me lembro bem as datas; entrou o Mário Henrique Simonsen, que criou incentivos para que as pessoas físicas (fizeram até o fundo 157), que não serviu pra porra nenhuma, porque ninguém, aquilo era pra ser uma coisa educacional e não foi. E depois o Mário Henrique veio com um sistema de PROCAP OVER 10 onde as pessoas físicas tiravam um pedaço do seu fundo de garantia e comprava ações e

teriam que ficar com as ações por um determinado tempo sem poder vender. Isso foi um outro incentivo que veio. E você, aí no final do governo militar, você começou a ter o governo disputando poupança com a iniciativa privada que era através... Ou era através da caderneta de poupança ou era através do governo vendendo ações das empresas estatais, sem vender o controle. Foi a grande discussão que eu tive na época. E o governo chamou as empresas, as entidades que compunham o mercado de capitais, e aí foi tudo: FEBRABAN, ANBID, Bolsa do Rio e tal. A única bolsa que não se fez presente na assinatura do contrato do governo poder vender ações através das agências do Banco do Brasil, foi a Bovespa! Eu me recusei a ir porque eu dizia o seguinte: “você não vão privatizar coisa nenhuma, você vão avançar na poupança, porque a partir do momento que você não privatiza a empresa e sai captando recursos para a empresa, você está estatizando a poupança!” É uma grande discussão que eu tinha na época. E foi aí que eu... que o mercado de capitais passou a não ter nenhum mais... nenhum incentivo, nenhum... direção econômica do governo para isso. E eu dizia, na década de 80, de 85 pra 90, o seguinte: o Brasil, ao invés de ir para o mercado de risco como todos os países estão indo, através... até através do começo de privatizações na Europa e tudo o mais, nós estamos indo para o mercado de crédito, que é uma loucura para as empresas, porque o mercado de crédito, ele é concentrador tá?! [PAUSA PARA A ESPOSA AO TELEFONE] Então, então... voltando um pouco aí na história, rapaz, para nós podemos chegar em 1990. O que que aconteceu na década de 80, você sabe? Só estou pegando meu raciocínio aqui...

JJNA: Perfeito; fique à vontade.

ERA: As bolsas que eram o símbolo do capitalismo. O símbolo dito... o símbolo dos Estados Unidos! Principalmente nos países Europeus, passaram a ser os veículos, aonde o pessoal... Onde o governo ia, promovia as suas privatizações. Algumas deram certo e outras deram errado, mas foi aonde foi feito. O caso que eu vi na época que me chamou mais atenção foi a Inglaterra, que era um sistema de uma economia Tá... tá... como é que chama? Estagnada, era um negócio de partido trabalhista, tal. Quando veio a Margaret Thatcher, que ela começou com as privatizações eles foram pras bolsas, para dar visibilidade ao processo de privatização.

JJNA: Entendi.

ERA: É uma coisa incrível porque você começou a ver depois do evento da Inglaterra... talvez não seja... quem fez primeiro ou quem fez segundo, não interessa. Mas o que me chamou mais atenção na época foi o sistema de privatização inglês. Depois você vem com o francês, aí o alemão, o Italiano... Aí você vai pra Espanha, Portugal. Vou te dar uma história, vou contar uma historia para você. Em 85 eu fui convidado para visitar a Bolsa de Madri, e eu fui lá. E a Espanha eu acho que tinha cinco ou seis bolsas. Tinha Madri, Barcelona... eu não me lembro bem. E eu cheguei lá e entrei no pregão da Bolsa de Paris, da Bolsa de Madri, e tinha uns cinco ou seis caras lá, no máximo dez, gritando operando. E um... e o presidente da bolsa virou para mim e falou: “Isto aqui é uma bolsa que não existe! Isso aqui é um bando de especulador que fica aí operando 15, 20 ações, joga pra cima, joga pra baixo! Isto não vai ter poupança nunca.” Em 87, com a entrada da Espanha no Mercado Comum Europeu, na Comunidade Econômica Européia, eu voltei lá. E eu fiquei desesperado, eu olhei e falei: “Putá! Mas é uma bolsa totalmente diferente; gente pra chuchu, todo

mundo gritando!” Uma confusão! Por quê? Porque tinha entrado (você vê como são os números) da Comunidade Econômica Européia, tinha entrado no mercado de capitais espanhol cinco bilhões de dólares, entendeu? é aquilo que me chamou mais atenção. Ainda foi o seguinte, a bolsa de São Paulo já era uma bolsa, fui eu que fiz em termos de tecnologia, então vou dar um dado pra você, que me chamou mais atenção ainda. Que lá eu fui pra Paris. Paris em 1985, a bolsa operava com cartão de compra e venda entre os operadores do pregão, um carbono, então era assim a primeira via ia pro comprador a Segunda ia pro vendedor e a terceira ia pro caixa de liquidação, coisa que em São Paulo, já tinha abandonado em 72. Nós tínhamos o cartão de leitura ótica. E a diferença era a seguinte: a bolsa de São Paulo e a bolsa do Rio naquela época, e outras bolsas brasileiras, eram bolsas privadas, então tudo que nós ganhávamos, nós reinvestíamos no próprio sistema.

JJNA: Ah! Na própria instituição!

ERA: E no próprio negocio, então nos sempre fomos mas...

JJNA: Uma bolsa de vanguarda.

ERA: Uma bolsa de vanguarda e com uma legislação de mercado e capitais criada pelo Mário Simonsen que foi reformulada... que foi feita no governo Gaisel muito moderno, pra época, tá certo?! Coisa que nós fomos depois, depois último evento que nós fizemos foi isso aí, depois foi só _____(16.38). O governo competia conosco, o governo competia com a nossa poupança, com a poupança de todo mundo e encaminhou todas as empresas, como estava te falando, para o mercado de crédito ou você se concentra em grandes empresas que não precisavam do crédito e as

pequenas empresas que tinham impossibilidade de crescimento. Então nós fomos nisso aí até 90, até que o mercado fechar. Era uma coisa que eu achava muito engraçado em 77, em outubro de 77 teve aquela crise no mercado americano que botaram o Igor na televisão pra falar, eu estava em Paris e me ligou um jornalista, isso aí afetou a bolsa de São Paulo. Mais como pô?! Não tem um tostão, de investimento estrangeiro aqui! Então como é que pode ter afetado alguma coisa aqui pô. Não afetou nada! A bolsa tá caindo porque subiu demais, não é por causa deste sistema aí. Agora eu acho que o erro que nos cometemos foi não ter. A economia não ter sido conduzida para o mercado de crédito. Isto aí vai custar para o Brasil, está custando 20 anos de atraso.

JJNA: Então o senhor diria que a partir de Simonsen é que na verdade a questão produtiva nunca passou, acho que nunca é uma palavra muito forte, mas nunca passou pelo mercado de capitais.

ERA: Não.

JJNA: Seja na época da Revolução Industrial no Brasil um período de substituições de importações e... e... um _____(18.04) muito incompreendido pelo estado. Então seria um período que você não tem regra onde tentou-se fazer um pouco isso? Um ambiente de negócios mais propícios?

ERA: Primeiro... primeiro que o país era outro na época, não essa porcaria que é hoje. O país crescia. Você tem esses números, muito melhor que eu. Você tinha, que tal fazer uma _____(18.29) mais _____, eu falei lá para os meninos o seguinte: “Sabe o que mudou muito no Brasil?”, eu pôr exemplo na minha juventude, a

minha roda de pessoas, amigos, todo mundo queria ser empresário. Então cada um queria ter o seu negócio, ninguém queria ser empregado de coisa nenhuma.

JJNA: É! Ninguém!

ERA: Sempre ia para a faculdade pra sair de lá com emprego garantido, como é o desespero de vocês hoje, que estudam para ter um emprego. Entendeu?

JJNA: É verdade!

ERA: Na minha época o país crescia, nós queríamos todos ser empresários. A época era outra, a competitividade era menor, mais todo mundo queria ter o negócio dele. Ao contrario do que existe hoje. Você não tem nem a possibilidade de ter um negócio de vocês, porque o país não cresce, a grande verdade e essa, certo?!

JJNA: Verdade, verdade!

ERA: Então essa foi a grande diferença dessa época ai. Até você chegar nos anos 90. Os anos 80 você ainda... você fez algum... uma refício disso, que sobrou dos anos 70 onde o país teve um crescimento muito grande e ai você começa a entrar na _____ (19.33) brasileira.

JJNA: Uma década perdida.

ERA: É jogado fora porque, ao contrário que todo mundo fez, nós ficamos bacanhando aqui, num sistema pior, antigo de crédito do governo sendo benevolente do... tá certo? E foi isso ai. você tem aumento de imposto ai, você vai ter uma série de coisas que foram criadas ao longo dos anos, ai dos anos 90. Ai começou já no plano Sarney o negócio de aumentar imposto. Aumentar imposto, que o governo arrecadava,

quer dizer, o governo gasta demais ou gasta de menos, não interessa. E o que aconteceu? Foram sufocando a economia brasileira.

JJNA: Sei! Em 1988 quando o senhor, era presidente da Bovespa, foi retificado uma legislação que na verdade era pra referendar uma prática que já vinha sendo comum no mercado financeiro do Brasil, que era do banco último (20.28) e algum chamam essa de uma grande mudança silenciosa, quer dizer, o país estava com grandes problemas na economia que foi aprovado sem visibilidade né! Então eu pergunto para o senhor: Nesse período o senhor lembra se houve impacto induzido nesse fluxo financeiro no país e qual seria então... de modo geral o impacto no mercado de capitais, esta mudança mexe...

ERA: Nada.

JJNA: Nada? Esta mudança não mexe com nada?

ERA: Nada.

JJNA: Porque isso, não seria na verdade uma alienação boba minha de mercados de capitais no Brasil?

Isso seria um primeiro afrouxamento da... das... rédias regras?

ERA: Não! Eu não vejo pôr onde. Até porque se você for do sistema bancário, primeiro as instituições captaram recursos que tinham sistema de distribuição para isso, foram os bancos. Eu sempre dizia na bolsa o seguinte: "Pô! Quando é que vocês... eu vou falar, quando é que vocês vão aprender que banqueiro não interessa o banco!" Eles aumentaram o número de acionistas através das agencias, pra pegar dinheiro pra emprestar pra vocês e...

JJNA: Claro!

ERA: Esses bancos múltiplos foram criados na época ou por pressão ou por... Eu não vi benefício nenhum pra economia brasileira até porque os grandes bancos sempre foram grandes bancos.

JJNA: Pra malefício também não?

ERA: Não.

JJNA: _____, não teve impasse.

ERA: Teve o seguinte, as pessoas das instituições que viraram bancos, tem quantos? Uns 90% delas venderam, quebraram, não vejo, eu... não vejo o mercado de capitais de giro... não trouxe porra nenhuma!

JJNA: Então aí eu perguntaria pro senhor o seguinte: O senhor acha que tem uma relação perverso entre moeda fraca no caso?

ERA: Tem.

JJNA: E desenvolvimento de mercado de capitais aqui no Brasil?

ERA: Hoje em dia tem muito.

JJNA: E nesse período de virada dos anos oitenta para os noventa, como é que isso poderia continuar lançado?

ERA: Veja bem! Eu acho, se nós tivéssemos preparado pra tal da globalização, aí nós vamos ter que entrar um pouco na historia brasileira, porque nós vamos desde a abertura certo. O negócio... Metade da _____(22.52) nossa fez com que nós... Nós tivemos que abrir a economia na porrada, porque não houve uma preparação, não houve um... To falando da população brasileira, isso aí não existe! Porque não houve uma preparação, não houve uma orientação, não houve um critério de abertura, houve o seguinte: então o governo Collor falou: "Abre essa merda aí!".

JJNA: Abriu?

ERA: E foda-se, entendeu?!

JJNA: O BNDES deve ter agido pra fazer fusões de empresa nacionais determinadas, ao contrário, financiou empresas _____(23.23).

ERA: Tudo! Tudo! Não houve... Não houve limites de capitais estrangeiro entrando aqui, não houve... é difícil comparar, eu tenho a impressão de que esse tipo de procedimento de atuações, você só faz em regime forte. Com a democracia, você não faz porra nenhuma disso aqui! Então não que seja certo mais o sistema mais forte que teve, deu mais resultado pra América Latina, foi o do Chile, porque... porque houve tudo isso. Aí tudo que nós estamos falando, no governo, houve uma preparação, houve uma indicação, houve uma lei criada pra isso, entendeu! Aqui não! Aqui nós fomos fazer muito mais tarde quando entrou o Collor e falou: “Abre...”

JJNA: E o impacto dessa abertura na Bolsa, na sua avaliação pro senhor?

ERA: No primeiro momento foi ótimo, porque... porque houve um crescimento, aumento de volume brutal, aqui no Brasil. Só que com tudo isso aí, não houve uma preparação do seguinte: Nós vamos criar um mercado de capitais, depois nós vamos levar as ações pra fora daqui, se houvesse essa orientação, principalmente, não... principalmente não! No governo Fernando Henrique o que fizeram com Telebrás?

JJNA: O dinheiro ostensivo.

ERA: Bom, fizeram... era a nação que mais tinha negócio no Brasil. O pessoal que tinha interesse, era empresa de móveis _____(24.43) estrangeiro. Pegavam as ações e levavam pra negociar nas Bolsas de Nova Iorque, o que na época poderia ter sido feita da seguinte maneira: Enquanto num... num... como é que fala, num criar um

mercado, esta ação não sai daqui! Nós não vamos autorizar negociar esta ação fora. Se fosse privatizado tudo bem. O mercado já estava aí. O primeiro assunto, nós vamos estar com ações da... da... e outras coisas mais... quer dizer, você... nós começamos a levar ações pra fora com moeda fraca, extremamente fraca. Com aumento de tributação nas transações brasileiras, quer dizer, era mais barato se operar fora do Brasil, como é até hoje, do que aqui.

JJNA: O senhor chegou nas minhas duas perguntas, eu fiz quinze perguntas para o senhor. O senhor chegou na sete e oito. Então pra formalizar um pouco, eu queria do senhor o seguinte: Qual a percepção da era que chega ser mercado de capitais, mas aí eu pergunto. Eu te faço uma pergunta. Eu pergunto: Doutor Eduardo quanto a uma sociedade corretora _____(25.40) e não como presidente da Bolsa e aí eu pergunto: porque operar na Bovespa e não em Nova York?

ERA: Hora! Primeiro que não é fácil operar em Nova York, você está falando o que? Fazer uma corretora lá ou levar ações daqui pra lá?

JJNA: Não. Eu digo justamente isso. Esse papel de esvaziamento da institucionalidade, na verdade que está por trás... a minha pergunta por trás é essa: percebe-se que envasamento da institucionalidade então como investidor, porque eu vou operar aqui?

ERA: Primeiro que tem uma série de papelada pra entrar lá fora, não é uma coisa de investidor daqui. To falando em termos de legislação, eu não estou falando em termos de quem faz ou faz anexo quatro. Queima de lá, vem pra cá. Isso aí é só pra quem... pra quem tem muita... tem uma poupança muito grande, o pequeno investidor, se ele opera, ele está morto. Ele não consegue nem olhar aquilo lá. Aqui sobrou resquício, eu

sempre falo isso. Toda vez que eu vou lá na Bovespa, eu fico indignado, eu convivi com isso aí. Vou te contar uma história aqui pra você... Eu entrei na Bolsa como vice-presidente, eu tinha 29 anos e saí da Bolsa com 40 anos. Quando eu sai da Bolsa, 25% da minha vida profissional estava lá. Então eu vi muita coisa acontecer. Muita coisa, nós conseguimos na nossa gestão mudar! Até na porrada, na briga, vai pro jornal, xinga o presidente, xingava o ministro... não tinha conversa! Eu brigava com CvM, quando veio o sistema democrático Fernando Henrique com aquelas... eu tenho uma teoria aqui, que eu sempre falo e falo publicamente: eu achava que o Brasil não ia ter governo pior do que o governo Sarney, eu falo sinceramente... sinceramente... o Fernando Henrique foi o pior! Primeiro porque ficou mais tempo, oito anos. Em segundo, algumas coisas nós perdemos por essa idiotice brasileira: “Hum, lá fora!”, “grande estatísticas!”. Não pegar o Fernando Henrique um puta estatista! Fazer o que, um país como este, tinha tudo pra mudar, tudo pra ser diferente. Ah! Não fizeram merda nenhuma, não fizeram um governo. Que até hoje estão culpando o Lula. Na realidade, a grande culpa de isso aí... O Lula é um bobo pô! O governo anterior, agora o que deveria ter sido feito se perguntar isso aí. Essa pergunta que você fez é...

JJNA: Eu perguntei...

ERA: Oh! Qual mercado de capital no mundo teve resultado onde pequeno acionista foi tratado como nós fizemos no Brasil. Me diga?

JJNA: É não existe!

ERA: Não existe.

ERA: Essa lei Candir, eu te falo isso porque eu votei no Candir e conheço o Candir. O dia que ele fez isso aí. Eu liguei pra ele e disse: “Porra, nunca mais conte com meu

voto! Juro por Deus!", isso foi uma cagada fenomenal, porra pra poder fazer a privatização, foderam meu unitário!

JJNA: Entendi.

ERA: Aqui é tudo! Tudo, ao contrário!

JJNA: Ao invés, às avessas!

ERA: Se tivesse dito o seguinte: não o senhor se me disserem que vai vender no preço do governo, teria sido do mesmo jeito. Agora acontece que ao longo dos anos o quê que o Brasil tem feito? O Brasil mudou a lei de mercado de capitais, onde você pra ter uma companhia de capitais aberto, você era obrigado a abrir 50% de ações pseudo de ligações ordinária, 50% de ações preferenciais. Aí vem a formosura do governo e mudou isso daqui para... você pra ter o controle, você precisa ter 50% das ações ordinárias e 25%. Então você conduz 12,5% a 12,6% e você manda na empresa. Pra que? Quem pagou essa conta? O povo, porque durante anos, governo vendeu ações de empresas estatais e ficou só no limite pra cobrir seus débitos, pra cobrir seus gastos, quando foram vender, aí venderam tudo por 10 Bilhões de Reais para Telebrás. Pô! Podiam ter vendido por 200, 100, entendeu?! Então eu acho, os erros que nós cometemos aqui de mercado de capitais, isso foi um trágico! Não vejo nenhuma proposta de governo que vá mudar isso aqui. Que fale no mercado de risco, que o governo vá para _____(29.55) mercado de capitais. Eu vejo o absurdo do Brasil. Outro dia eu li no jornal que o BNDES tem 9 Bilhões de ações em carteira micas, que eles falam aí que não tem negociação e o BNDES, ele não faz porra nenhuma!

JJNA: Fica uma iniciativa de por em carteira e o BNDES joga fora ____ (30.10)!

ERA: Podia estar incentivando mercado de capitais, pega aí um dinheiro... não estou falando para dar de presente pra ninguém! Porra, eu não... enfim eu não falei nada. Entra um sai outro (risos), entra aí pessoa formada em mercado de capitais fazem o que der na idéia com o banco e o banco de negócios pô!(risos)

JJNA: _____(30.35)

ERA: Você sabia que o BNDES é um ator do caralho! Descobri que o BNDES é uma coisa do caralho!

JJNA: O quê?

ERA: Se você vai lá pedir um milhão de reais, você tem que arrumar um agente financeiro que é um Banco, o BNDES te dá o dinheiro a DI muitos valores TJ,LP, 8.5 de taxa de juros...

JJNA: Ao ano.

ERA: TJLP mais 3%. Essa é a conta do BNDES, é mais quatro né! _____(31.01) O Banco te cobra pra fazer a intermediação aqui 6%, agora se você...

JJNA: (risos)

ERA: ao invés de Um for lá e pedir Dez, pode fazer direto! Aí eu falei: "Caralho, porra!" (risos)...

JJNA: É ao contrário!

ERA: "...É ao contrário! O cara está fodido (risos) por um milhão, fica fodido por 10, porra!". Acima de dez, o cara arruma a empresa _____(31.26). Dá um imbecil, isso aí, tá certo?!

JJNA: É verdade... é verdade... é perverso isso! Aí assim...

ERA: Eu fugi um pouco do assunto, me desculpe!

JJNA: Não. Não. Ta perfeito! Eu acho que agora deu pra aprender. Aí perguntaria...

ERA: Agora essa competitividade que você falou, como é que pode. Hoje você levando a liquidez das empresas pra um outro mercado é muito difícil trazer de volta.

JJNA: Mas aí, eu pergunto o seguinte: esse processo de negociação é que você tem uma tendência de convergência, pra uma praça de negociação fora? Essa é uma tendência indescartável? Eu pergunto isso a partir de uma percepção que você tem hoje, tecnologias de informação que fazem... que permitem isso.

ERA: Certo!

JJNA: Então, sei lá. Aquela corretora americana se pode, se falar butique virtual _____(32.20), terminal na sua mesa, você pega todos os mercados globais, então assim isso é inescapável, quer dizer, essa confluência uma troca de negociação ou não isso também é inescapável mas também tem uma especificidade nossa, perversa que fez com que a gente tenha a nossa bolsa assim com este... com essa institucionalidade que eu chamo de esvaziada?

ERA: Olha, eu acho o seguinte (risos): você vai ter um grande centro como tem hoje e cada vez vai ser maior. E Bolsas periféricas que não sobreviver de pequenas poupanças, os investidores institucionais que vão fazer o “expredi” de uma atuação ou outra que no Brasil vai estar um real e fora vai estar 1.05 vou comprar aqui e vender lá pra quem não tiver! Mas vai ser uma coisa muito bem periférica. A não ser que você tenha um governo que venha e comece a orientar tudo outra vez! Mas o negócio vai levar 20 anos.

É um negócio que você vai estar mais velho! Eu vou estar mais velho! E você vai dizer: “Putá merda! O Eduardo tinha razão!”. Por um puta de tempo, é não é, por

questão de não querer conversar imagine o seguinte: eu tenho um amigo que chama-se Ibrahim Neves, muito amigo. Quando o Ibrahim foi ser o presidente do Banco Central, eu fui lá. Quando eles congelaram o negócio de 50 reais pra por na poupança, eu falei: “Ibrahim, puta merda! Você está f... o mercado de capitais! Faz o seguinte, chama teu pessoal aí e fala que quem tiver cruzados novos, quem tiver moeda forte, quem tiver cruzados novos pode subscrever ações, empresas novas, novas emissões de empresas e fica congelado na Bolsa até o mesmo tempo que ficar o cruzado!”. Porra se deu vazão pro seus problemas! Uma boa idéia, nunca quis, cara isso era...

JJNA: O senhor atribui a quê? Porque que essas boas idéias não saíram do papel, quer dizer, tinha diálogo, mas não tem...

ERA: Mas num... chega lá no... no... no governo não tem informação para isso, se pode ver, o Mario Henrique tinha, então embaixo dele todo mundo sabia a língua que ele falava. Ninguém, a velha ia saber de isto aqui? Não! Não tem noção pó! O Candir ia saber disso daqui? Não! O Candir fez ao contrário, entendeu! Aí ficou aquela porradaria toda, gritaria de não sei o que, o negócio sumiu, entendeu! Ele não tem. Primeiro você não tem um congresso virado pra isso aqui, tem? Não certo? Você por baixo, aquelas pessoas que estão no congresso estão falando grego. Espera aí! A maioria dos assuntos que vai falar, não vai falar grego vai? Vê, eu não... veja essa informação! Isso é uma formação cultural que vem de anos... de anos e anos tem formação de cultura portuguesa, é muito bom pra certas coisas e péssimas pra outras. O cara quebra e não abre mão do capital de giro dele.

JJNA: É verdade. O senhor tem mais um tempinho? Ta terminando!

ERA: Não...

JJNA: Então eu vi na folha de São Paulo uma matéria de... da Bolsa de 2002 que o senhor fez a seguinte afirmação: “O senhor era contrário a fusão da BMDES e a Bovespa. Porque há o risco das duas acabarem.” Isso é uma afirmação do senhor. Então eu pergunto: qual a natureza dessa ameaça? Porque isto pode acontecer? E se na verdade hoje o BNDES, ela é visivelmente mais rigorosa, então se ela nessa eventual fusão estaria sendo contagiada por um risco inerente a Bovespa?

ERA: Primeiro é o seguinte: um mercado não tem nada a ver com outro. Administração de risco do mercado é completamente diferente de uma Bolsa para outra Bolsa. Isso não é... Outra coisa é o seguinte: você tem que ter sempre duas instituições competindo, pra que elas... pra que as instituições cresçam no próprio país, senão tá morto, quer dizer, grandes coisas do passado lá traz, que fez com que a Bolsa de São Paulo e a Bolsa do Rio crescessem, era a competição que tinha entre elas. A partir do momento que ficou uma só, você fica longe da competição. Você não vai, quer dizer, que vai competir com a Bolsa da Argentina? Isso não existe! Vai querer competir com a Bolsa do México, que é uma Bolsa que é forte, é grande, não sei o que? Por causa do governo, do governo não! Por causa da economia americana que é do lado, o resto não tem Bolsa nenhuma. Onde tem Bolsa?

JJNA: É aqui ou Nova York!

ERA: Aqui, ou Nova York! Você vai competir com Nova York? Do jeito que as coisas aqui são feitas, do jeito que são criados impostos, do jeito que são feitas as coisas, você não consegue competir. Então, eu dizia o seguinte: “A Bolsa tem que ter, uma Bolsa não pode se a...”, aliás esse assunto também foi, e que na época queriam fazer, simplesmente, fazer uma Bolsa só. E eu dizia: “Então tá bom! Se vocês querem fazer,

que façam uma fusão de 'clinin', aí fica 'clinin' da BMF ou fica da Bovespa!". Então aí pode fazer, agora fazer fusão da Bolsa eu não vejo porque! Você não tem motivo nenhum para fazer. Na época tinha uma conversa: economiza muito! Economiza nada pô!

JJNA: E além disso o senhor percebia pelo menos naquele momento um risco, quer dizer, um risco de maior esvaziamento institucional?

ERA: Maior ainda.

JJNA: Poderia se alastrar...

ERA: A BMF há alguns anos luta pela abertura do mercado brasileiro, do partido brasileiro da BMF do capital estrangeiro, eu sempre disse o seguinte: "Vocês vão abrir, vocês vão se f..., que eles vão levar os negócios tudo lá pra fora!", ainda mais nesse mercado aí que é um negócio incrível que está acontecendo, existe uma coisa boa sobre isto. Hoje você tem mais ou menos, o cálculo que a gente faz é um calculo que não se... se... Alguém já te falou sobre isso? Hoje 30% do mercado brasileiro de ativos financeiros e futuros vão ser negócios fora do Brasil.

JJNA: Não. Não sabia.

ERA: Não sabia? É a conta que o pessoal aí faz, através de grandes bancos americanos e aí tem aquela famosa pergunta brasileira assim, o cara vai vender pouco que diz o seguinte: "É mais quem faz a 'clinin', você não tem?". "Clinin" é banco contra banco, "clinin" é deles mesmos pô! E outra que está ficando complicado é o seguinte: você pega os grandes recordes americanos, não temos empresa no Brasil. Nenhum banco que possa operar com esses caras! Por isso também que a negociação está indo lá pra fora. Essa política idiota que nós estamos fazendo aqui, tentando valorizar

taxa individual, que faz anos que a gente faz isso, então levou a que? Concentrou a renda pra caralho e fez com que os ativos brasileiros ficassem extremamente atraente pra aplicação pra fora...

JJNA: Pelos estrangeiros.

ERA: Pelos estrangeiros. Aí eu fiz o seguinte (risos): fiz um acordo aqui, com o Belluzzo. O Belluzzo veio aqui. “Belluzzoo! Vamos fazer um acordo? Nós estamos no dia 20 de fevereiro, faz o seguinte... pó, o dólar desvalorizou 8.5% se você botar o CDI aqui, neste período ele vai dar mais ou menos 1.800. Vamos fazer conta de grosso modo, isso daqui vai dar 11% de juros sem o dólar, em menos de 60 dias pô!”.

JJNA: É uma loucura! (risos)

ERA: Então você pega uma raio americana que administra lá 50 bilhões de dólares, peça cinco bilhões de dólares e bota no orçamento. Com cinco bilhões de dólares não tem banco no Brasil, quem peite um cara desse na outra ponta! Entendeu?

JJNA: E pra ele é uma parcela pequena, irrisório...

ERA: E pra nem... você sabe que outro dia estava conversando com um rapaz aqui de cima, já vou avançar! Que nem eles peitam, passa daqui, passa pra lá, não quer saber pô! Nem eles querem saber, caem fora! (risos)

JJNA: Claro! Claro! É verdade, que é um volume de capital a conceituação sedendo né!

ERA: Sabe (risos) então, por isso que eu digo esse risco da BMF é um risco maior ainda porque, primeiro porque é uma Bolsa... Eu... Agora estamos falando um negócio, tá na moda a desmutuação da Bolsa de Valores, então só de fala nessa merda. Claro porque, patrimônio da Bolsa calculado o BMF, que fez a Bovespa,

calculado mais ou menos pra você desmutualizar de três a quatro vezes pô, vai desmutualizar certo! O risco de desmutualizar e vender para estrangeiros é enorme. Então tudo isso que nós estamos conversando aqui, quer dizer, os erros do passado vão sair muito caro, pra que nós vamos ter que pagar muito, pra corrigir e eu acho que talvez aí a gente tenha perdido uma... uma...

JJNA: Perdeu a oportunidade!

ERA: Perdeu a oportunidade principalmente, você veja o seguinte, as empresas que tem condições de abrir capital estão abrindo capital fora do Brasil, quer dizer, eles abrem aqui e levam as coisas lá pra fora. O que nós deveríamos ter é um sistema que onde você tem deixado a média, porque pequena empresa é muito difícil, existe a média empresa pra abrir o capital aqui, depois o dia que ela se torna grande vai lá pra fora. Mas nós queríamos que esse processo que nós não temos, tendo um incentivo do BNDES, é incentivo mesmo, pra criar empregos, para geração de... porra é coisa que a gente precisa e nós não temos!

JJNA: Bom, aí eu caminharia para uma parte final. Então, bom, tinha uma pergunta aqui, que acho que o senhor já respondeu de outras formas. Tá claro que a gente caminha para esse esvaziamento institucional. Então eu percebo, na criação da Bolsa de 99 que reflete para esse movimento, que esse movimento é resfriável e que acho que o senhor concorda comigo. Aí eu perguntaria para o senhor o seguinte: Qual a sua visão da queda da Bolsa do Rio? Qual foi o pontapé pra esse processo da criação da Bolsa Brasil e pra, na verdade, pra concentração das negociações da Bovespa como blocos privilegiados da concentração de ativos e para o episódio Naronde? Gostaria que o senhor respondesse.

ERA: É! Vou te falar o episódio Bolsa do Rio quebrou, não é nenhuma novidade isso, problema foi que _____(43.30) onde nem a CVM na época avisava, que é um negócio incrível, é o seguinte: eu preciso de uma porrada ai, como um grande artista de ter quebrado a Bolsa do Rio, ter quebrado o Nahas, ter enfrentado tudo isso dai. Agora acontece o seguinte: em 1988 a Bolsa de São Paulo receitou que os volumes de operacionais, o risco estava muito maior do que o patrimônio da Bolsa, só que nós não contamos com a compra feita da CBM que o Narras, politicamente ele ia na CBM e dizia que era uma briga pessoal comigo. Algumas das atitudes que nós tomamos a CBM mandou voltar atrás!

JJNA: Entendi. Desde 88.

ERA: Desde 88. Então, o que nós fizemos aqui foi o maior processo do caralho. Ele bolou uma operação que era perfeita. Você já ouviu falar em borboleta? Se já não ouviu falar é um puta borboletão! Adoro borboleta. Ele ia no pregão e comprava ações através de uma empresa corretora pequena, naquela época a liquidação era bem mais simples certo! O quê que ele fazia, quando chegava no quinto dia aqui, ele dava um cheque pra corretora, automaticamente na custódia da Bolsa liberava as ações para a corretora que... que a corretora fazia, no dia seguinte de manhã, que o cheque dele tava voador, ele ia num banco qualquer e dizia assim: "Porra, me financia por cinco dias, eu te dou as ações e você vende no pregão, você vai ficar credor da Bolsa!" Claro, tá certo! E você me cobra juros, CDI mas não sei o que durante cinco dias, não é isso! Ai o banco vinha, pedia para uma outra corretora que era instruída por ele mesmo, pequena porque a minha tese era o seguinte: se ele operasse através do Bradesco ou Itaú, tava cagado. Quem tinha que pagar era a corretora não o comitê. A

Bolsa e outra corretora pequena fazia a mesma operação e durante esses cinco dias, ele puxava o preço das ações a vista na Bovespa. Pra que? Pra receber o índice, que era liberação de margem do índice, que a Bolsa tinha subido e para pagar o juros desses cinco dias, que ele pagava pro banco. Então, começou uma bola de neve! Quando eu vi e fiquei sabendo dessa merda ai, eu comecei a ver o volume crescer... crescer... e ai eu falei: “Putá merda! Espera um pouquinho!”, nós sentamos lá na Bolsa e estava em 80 milhões de dólares. Patrimônio da Bolsa era 12. Essa merda ai vai quebrar! Então o que nós fizemos, começamos arroxar, então... e ele operava, além do que pessoa física, ele tinha mais de cinqüenta laranjas. Um negócio assim era um negócio inadministrável! Eu fui indo... indo... indo _____(46.20). Então desde, o que passava, operação do pregão, o cara falava pra quem que é? Quem é seu cliente? A Bolsa. E a corretora? Quem é? O fulano, não pode. Ai o que ele fez, foi para o Rio, então, tem 500 foi embora pro Rio, é menos perigoso o Rio de Janeiro do que o Líbano. Puta bobagem, eu não faria isso. Ai eu comecei a sofrer pressão da corretora de São Paulo, como ele pagava corretagem integral, as corretoras me diziam (risos) que eu estava levando a corretagem pro Rio. Mas é isso mesmo, aqui não vai explodir. Entendeu? Ai começou porradaria no jornal, que isso, que aquilo, que não sei o que, que tava ganhando dinheiro, que eu tava... eu não tava nem ai. Eu queria é tirar a Bolsa de São Paulo da cagada que vinha. E várias vezes nós fomos a CBM e trocamos ofício com CBM, explicando o que estava acontecendo. E a CBM achando que eu tava... e fui a Bolsa do Rio e falei na Bolsa do Rio e ouvi a seguinte frase do presidente da Bolsa do Rio: “Meta-se com o seu mercadinho, como é que se chama? Mercadinho secundário lá! E me deixe em paz.” Eu falei: “Tá bom!” Isso que eu estou

te falando foi em abril, maio de 89. Peguei e vim embora, então falei: tá bom! E Começamos a segurar, ai ele foi com tudo pro Rio, quando chegou em junho nós começamos a ver que o volume estava aumentando (risos). O cara acabou voltando pra cá, só que ele estava fazendo uma coisa diferente, ele estava com operação interna dentro da corretora. Fazia direto banco-corretora, a Bolsa não via, mas a cagada que vai dar aqui, vai ser a mesma. Ai fui visitar o corretor e falei: “eu não quero mais essa merda! Não quero mais essa merda! To fora. Não vou fazer.” E ai começou a apertar e ai quê que eu fiz, ai houve uma reunião na CBM onde eu estava viajando, onde meu vice-presidente foi e o Roberto Teixeira da Costa que tava na reunião, propôs com todas as entidades que fizessem um manifesto dizendo que estava tudo bem. E o Fernando Nabuco que _____(48.47). Porra! Eu não fiz isso! Ai que tá tudo uma cagada, nós temos mais de dez ofícios aqui, encurtando a história, ai não fizemos. Ai uma semana depois, o cara me ligou, eu estava em Paris, ele falou: “Oh! Eu vou tomar uma decisão aqui. Vou fazer o seguinte: a corretora paga de cinco, quer dizer, mais cinco e eu libero o papel de mais seis, e eu acabei com a bandalheira.” Pode fazer. Ai ele fez, o Narras durou mais duas semanas e explodiu, mas ele não explodiu porque a Bolsa de São Paulo quis explodir. Começou a explodir porque a Bolsa do Rio, os créditos chegaram a 200 milhões de dólares. Ai os próprios financiadores dos bancos pararam de financiar. Pera ai, porra! A Bolsa não tem mais capacidade pra me pagar se der uma cagada. Os bancos começaram a puxar o carro deles, não foi a Bolsa de São Paulo. A Bolsa de São Paulo, no dia que ele quebrou, na reunião que eu tive no Banco Central, eu disse: “Porque a Bolsa não pode abrir? A Bolsa de São Paulo vai abrir na segunda-feira, porque se não, não tenho porra

nenhuma pra receber.” E os caras da Bolsa do Rio, onde o que eu dizia: “O que eu tenho pra receber, o que eu tenho pra pagar, eu tenho no caixa.” E os caras da Bolsa do Rio: “Porra! Você quer f...com tudo!”. “Eu não quero f... com tudo, eu não posso deixar a Bolsa fechada, se a Bolsa vai ficar fechada, eu vou tomar uma ação _____(50.02). Vou tomar ação do cara que quer vender ação, pra comprar ação.” Tá louco!

JJNA: Claro! Porque é mercado organizado, tem regras.

ERA: Não vou fazer, tanto que a cagada final disso daí, foi pra jornal. Ai me condenaram, entraram na justiça. A cagada da Bolsa do Rio foi uma só, foi o risco de crédito. Eles foram pro... eles tinham... essa operação deles chamava reserva. Essa era uma opção, puta merda, eu não posso, eu não tinha como (risos) Ele não tinha mais ação, então ele fazia com mil, com um milhão de ações, ele girava 10. Aquilo mesmo! Virou uma puta bola de neve, bola de neve... então, hoje em dia ele dá declaração, fui um cara mais rico do país! Tinha tantos milhões de dólares, não tinha porra nenhuma. Tanto que ele não conseguiu provar que tinha.

JJNA: E ele disse que tinha uma posição de 100 milhões de vale, de não sei quantos por cento... e hoje pelo cálculo dele que hoje vale 50 milhões de reais.

ERA: E pô, hoje vale 50 milhões de reais. Tá bom cadê as ações, se ele tivesse isso...

JJNA: Não teria problema nenhum.

ERA: Primeiro não tinha quebrado, segundo ele estaria na justiça para receber e não tá pô!

JJNA: Entendi. Entendi. E o significado desse episódio de mercado de capitais do Brasil?

ERA: Foi muito ruim, muito ruim. Primeiro porque houve alguma confusão de interpretação das pessoas que achavam que a Bolsa de São Paulo tinha ganho o _____(51.30), concordo. É um negócio incrível a CVM, porque aqui houve um episódio diferente, se fosse nos Estados Unidos a CVM apuraria. CVM mandava pro ministério público, aqui não, virou deputado pra aparecer, procurador pra aparecer, juiz eu não digo tanto, mas todo mundo queria aparecer nessa merda! Ai fizeram ao contrário, justiça e CVM.

JJNA: Entendi.

ERA: A CBM indiciou todos os brasileiros da Bolsa do Rio no processo, nenhum de São Paulo. Até porque tinha tanto ofício lá que a gente mandava, que os caras: “Ah é! Então vamos lá! Tinha 500, você entendeu?”

JJNA: E bom, alterou o funcionamento da Bolsa, por exemplo...

ERA: Não. Sobrou uma Bolsa só.

JJNA: A liquidação...

ERA: A Bolsa, o sistema Bolsa no Brasil, ele existe até hoje, ainda está forte por causa de uma pessoa, Doutor Horácio Mendonça Mello, que é o diretor geral da Bolsa.

JJNA: E essa pessoa...

ERA: É o que quero te botar pra falar, se não fosse ele, não teria Bolsa no Brasil. Porque qual é o objetivo segundo eu penso hoje do Narras. O cara quebrou duas Bolsas e chegou no Rio e falou: “Oh! Preciso de dinheiro!”, entendeu?! Como a Bolsa de São Paulo ficou fora, ele não conseguiu o intento dele. Isso não foi feito por mim, não foi feito _____(52.52), foi feito pela _____(52.55) de crédito da Bolsa de São Paulo.

JJNA: Entendi. Bom...

ERA: E me coube na época tomar porrada e defender a Bolsa, também hoje em dia já passou, tô fora do processo, eu devia era estar sendo processado por isso daí, depois de anos, levou Dez anos pra eu conseguir provar, que eu não tinha nada a ver com a panela.

JJNA: Bom Eduardo! Tem algum assunto que você acha que não foi abordado?

Eduardo:

O principal, quer dizer, tudo isso que aconteceu, se pegar o caso Narras, tem um lado positivo, porque hoje o sistema de segurança de análise da Bolsa, ele é muito mais técnico e apurado do que é... do que foi no passado.

JJNA: Foi uma alteração que sofreu na Bolsa de Valores, em decorrência disso que consegue...

ERA: A BMF... as duas, não foi só a Bovespa não, a BMF também mudou todos critérios de análise de crédito, de risco margem e ficou uma coisa muito mais...

JJNA: Mais segura.

ERA: Mais segura do que era no passado. Com certeza, o lado ruim foi esse que até hoje... até hoje, muito menos... A Bolsa sobrou muito durante alguns anos, porque teve esse episódio aí. Agora, tudo isso aconteceu também porque não tinha mercado. Entendeu? O governo nunca ligou pra minha caixa.

JJNA: Hoje isso não aconteceria?

ERA: Existe, por exemplo, vou te dar um dado. Conselho Monetário Nacional, a CVM não faz parte! Acredita?! Se você tivesse um mercado de capitais extremamente ativo a CVM não tinha como fazer, como tinha no passado.

JJNA: Mas hoje, um caso como o Narras seria...

ERA: Impossível de acontecer.

JJNA: O mercado é outro, não um mercado tão restrito do...

ERA: Mas é um mercado com mais segurança, com garantia. Primeiro porque esse caso só poderia acontecer na BMF. Bovespa nem tem um mercado de risco tão grande que aconteça um negócio desse, mas muito acho impossível.

JJNA: Olha Eduardo, agradeço muito, muito mesmo. Nossa! Minha primeira entrevista e contribuiu bastante.

ERA: Imagina.

Transcrição da entrevista com Horácio de Mendonça Netto, concedida dia 19 de abril de 2006, na sede da Convenção Corretora de Câmbio e Títulos.

Horácio de Mendonça Netto: Em contato com os governos militares, né? Pô, se você pega a diferença dava pro vinho, entendeu? Não tinha mazela. Você não tinha a menor entronização de fluxo de capitais. Zero! Porra, eu me lembro que, pô! O que eu tentava obter alguma facilidade em termos de influxo de capitais, zero! De repente este país fica livre pra entrar, livre para sair, a maior esculhambação, pô!

José Jobson do Nascimento Arruda: É verdade, é verdade!

HMN: Então acho que esta ruptura, a globalização, a mudança da economia, é que explica tudo, quer dizer! Você, em resumo... Quer dizer, qual a minha visão crítica de hoje? Que hoje nós estamos num circo que com um país de merda como este, com uma carga tributária de 38%, é uma indutora para que? Para sonegação, para corrupção, tá certo?! Porque se você está em qualquer setor da economia, qualquer um que seja mercado competitivo, ou você sonega ou você quebra. Se você sonega o Collor acabou com o título ao portador, vão lhe pegar, vão lhe pegar pô! Resumo da história: este país hoje é o paraíso dos advogados, pô! Não é?! A gente devia estar falando de advocacia!

JJNA: E verdade, é verdade! Primeiro que isso só dá pra pagar seus 16 advogados.

HMN: É então, então você pega hoje e você fica ainda pior ainda com um país vagabundo, que fica uma onda de moralismo, tá certo? Que a imprensa fomenta. Pune aqui! Pune ali! Só serve pra uma democracia míope, fazer muitas estratosféricas, pra

depois ter negócio, pô! Né?! Então o advogado faz taxa de sucesso, fica rico e todo mundo se diverte com o mensalão e o cacete.

JJNA: A *performance* mudou, né? Agora não é mais em fundo de investimento...

HMN: Então o mercado, o mercado, o tal do mercado, este estereótipo, eu acho tão gozado este ser abstrato, o mercado...

JJNA: Há! É! É!

HMN: É um p... grupo de interesse restrito, né? Então que fale em nome do mercado. Não existe mercado, porra! Então é isso eu acho então subiu... Você hoje tem uma casta de empresas ou monopólio ou cartéis, estas estão na bolsa! Então um país... um país com desigualdades sociais crescentes e esta elitizinha ganhando quanto quer. Porque esta elite tem o poder de barganha para repassar tudo, porra!

JJNA: Mas o senhor acha...

HMN: Eu acho que é por aí, pô! O resto é efeito!

JJNA: Não, sem dúvida, mas o senhor acha que funciona dessa forma ainda? O senhor acha que não mudou um pouco, que antes a gente tinha, sobretudo nos anos setenta, nos anos oitenta... quer dizer meu trabalho, ele faz algumas digressões, né? Ele faz uma digressão até a década de vinte e depois os anos gloriosos, quando se discute também um panorama mais internacional, né? As ligações com o Brasil para a gente poder apreender as nossas especificidades, neste contexto, e aí volta pros anos noventa. Mas o senhor não acha que esse mercado de compadrio, muito restrito que se dava até anos oitenta, e que nos noventa não é mais possível acontecer coisas que aconteceram no passado, por exemplo? O senhor acha que ainda é uma elitizinha que, enfim?

HMN: Agora é.. é.. cada vez mais concentrada, porra! Né! Pra você... quer dizer você pega qualquer coisa que você pega nessa economia... O negócio está de brincadeira! Quer dizer, você pega o poder do... do... do monopólio, do oligopólio, você cai. O Brasil tem ferrovias. Então a BUNGBORG imóvel é tá querendo também_____

_____O porto de Santos criou em terminal dela, esculhambado, pô! E quando você fala em exportação três, quem exporta são três empresas, pô! Quem fazem *trailer!* *labung!*

Então essa concentração não dá certo! Você olha! Você como economista... você... eu digo qualquer empresa média ou de pequeno porte do setor competitivo ou sonega pra não quebrar ou sonega e vai ser fiscalizado e vai levar uma puta multa! Não tem saída, p...!

Eu acho que não é assim que você faz um país, pô!

JJNA: É necessário um investimento muito alto.

HMN: Não é assim, pô! E... e associado a um, um pior dos mundos que é um moralismo barato, pô! Prende, arrebenta, multa, né?

JJNA: Deixa eu fazer uma pergunta pro senhor.

HMN: Bom aí, o mercado pra mim fica tudo um enfeite pô! (risos)

JJNA: Então vamos lá! Eu quero entender um pouco essa sua posição sobre mercado.

HMN: Você pega só um exemplo falando do passado, antes e depois... Então o IBMEC era o que: um instituto de pesquisa. O que que o IBMEC fazia naquela época. Cuidava que país é esse ou _____

Fui diretor geral de setenta e três a oitenta quando fui pra CVM, tá certo então! E o que... pô! No IBMEC que nasceu a CVM, Lei das S.A._e BMF, nasceu tudo lá, porra, até regulamentação de fundos de pensão. Sabe qual é a razão de tudo isso. É extremamente elementar. Ninguém falava inglês, porra! Você não podia... a bibliografia tinha que ser em português. Então o que nós fizemos, foi esse o estudo efetivamente e orientação indisciplinar. Nós éramos economistas, sociólogos e historiadores, pô, finanças. Mais na verdade nós produzimos intelectualmente, mas também porque não tinha ninguém que lia inglês, pô!

Ora, estamos falando de trinta anos, pô! Que evolução que se teve. Impressionante!

JJNA: O que me chama atenção é que em mil novecentos e setenta com a independência do idioma inglês todas essas pessoas, quer dizer...

HMN: Era o Brasil! Você vê agora o Brasil evoluiu pra cacete, mas você pega o fato... o fato é esse. Você não tinha, então fazia treinamento. Entendeu? Nós éramos atrelados também. Então você pegava aquele outro fator fundamental e uma coisa é o país do Delfim Netto. Que a tecnocracia era fortalecida e era *status* de inteligência transitada na tecnocracia. Eu quanto a isso fui convidado quinhentas vezes para ir pro governo. Até que um dia eu fui, certo! Mas então você tinha que transitar na tecnocracia, porra! Era uma questão de *status*, você ia bem, certo. Você estava num ambiente legal. O BNDS com o Marcos Viana, ora pô! É outro vinho. E agora quando você pega hoje esses ministério do Lula, dá dor de barriga, pô! É um descrédito. Vê hoje terceirizou, quer dizer... Fernando Henrique, filho da p...! (risos).

Então quer dizer, eu acho importante o seguinte, eu... pra mim não tem certo nem errado. Você tem as regras do jogo não dá para ficar mudando um modelo de um país da noite pro dia.

Era pra ser uma tecnocracia forte e de repente não é mais. Ta certo!

JJNA: Sim...

HMN: I.. I.. I.. agora então iremos aos bancos, com esses juros altos, sem sentido, uma economia interna fraca! No mundo em transformação, de uma maneira acelerada. A China está crescendo mais de 10% da meta, isso tem que parar de crescer, pô! O mundo não agüenta.

JJNA: É verdade! Deixa eu fazer uma pergunta pro senhor?...

HMN: Bem, aí não sei, aí pode falar de um mercado capitais (7'57) quebrado, marginal. É só efeito!

JJNA: Eu queria que o senhor tratasse absolutamente como é que.. que foi a tua atuação na Bolsa de Valores. Que ano o senhor começou?

HMN: A bolsa foi o seguinte. Eu era da CVM... diretor da CVM, teve na urna, e teve várias crises. Teve a crise da Vale do Rio Doce. A crise da Rio Doce foi no nascedouro do mercado futuro de ações, tá! Onde um grupo ficou rendido à descoberta. E esse grupo precisava que o governo ajudasse pra vender as ações. Se não, esse grupo ficava vencilhado e iria quebrar. E aí, houve uma venda abrupta de ações da Vale do Rio Doce, onde a única falha do governo foi não seguir um ritual burocrático, o controlador pra vender tinha que fazer um edital. O governo ainda com resquício do

totalitarismo, do meu amigo Ernani Gouveia, vendeu uma porrada daquela merda. Quando vendeu aquela porrada, aí houve uma baita crise e nesta época, eu era diretor da CBM e eu me surti contra, até briguei no meu serviço. Briguei com o Ministro Gouveia, briguei com Vangone, porque eu quis suspender operações e o governo não suspendeu e aí ficou uma coisa *entramujo*.

Mas ficou ostensivo que entrou em conflito com duas pessoas que me eram muito próximas. E aí então gerou o famoso caso da Vale do Rio Doce. Mas que era só isso, era simplesmente... o governo tinha o direito de vender, mas tinha que fazê-lo com edital. Em Bolsa existe uma coisa muito simples, tanto faz que uma bolsa antecipe a expectativa nos termos práticos, não vou nem acusar de *dogma*, tanto faz como derrubar a ação, tanto faz vender ou dizer que vai vender. Dá no mesmo. Então esse caso Vale aconteceu. Obviamente, isso me inseriu um clima no momento. Inseriu um clima no governo. Eu tinha que sair! E quando você quer sair do governo, a porta se move, certo! Gozado, você não consegue sair. Mas de repente apareceu um pretexto dum corretor de São Paulo que era vice-presidente da rua chamado Fernando Nabuco.

JJNA: Sim.

HMN: o Nabuco foi convidado pra ser..., imagina que divertido, pra ser presidente geral da Bolsa de São Paulo. Uma bolsa central, quatrocentona, que ia ser dum carioca. Você imagina! (risos). Isso não foi uma digestão fácil, né!

O Eduardo seria... era o vice-presidente que seria o presidente subsequente. E o Eduardo conhece os detalhes, na qual me convidaram, tá! Eu até não tinha interesse

de vir pra São Paulo, aí foi aquele negócio de jogador de futebol Fábio_Campos. Acabei vindo e aí! E também acabei renovando contrato. Não queria ficar e acabei ficando. E estou até hoje aqui! Agora eu prefiro! Por Deus virei paulista!

Mas na verdade, naquele momento a situação da Bolsa de São Paulo era péssima, tá certo! A Bolsa de São Paulo tinha uns vinte poucos por cento da liquidez do mercado. A Bolsa de São Paulo era extremamente deficitária. Tinha... tinha... chegava meter a mão no fundo garantidor de operação que pagava salário. Então essa foi a Bolsa que herdei, certo! Em três anos a Bolsa de São Paulo virou líder no mercado nacional e a bolsa... a bolsa... aí quebrou. Aí tem gente que começou.., que eu não sei, encher a minha bola. Que eu fiz isso... Eu digo: “f... quem fizer a Bolsa do Ceará!”, a maior Bolsa do país (risos).

Quando vou a São Paulo é uma coisa, pô! É uma questão de tempo, que eu possa ter conseguido fazer de uma maneira acelerada, porra! Mais a grana está aqui!

Então é está a minha história quando eu fui contratado e o que aconteceu com a Bolsa de São Paulo. E aí, então, o controle fechou, quebrou. Vou fazer o que né! Você tem um pouco... pouco... você sabe o que que é, não?!

JJNA: m que ano o senhor entrou na Bolsa de Valores?

HMN: u entrei em oitenta e um, assumi a liderança em oitenta e três e a Bolsa do Rio foi sobrevivendo até fechar em noventa. Oitenta e nove, noventa, por aí!

JJNA: Aí o senhor ficou na Bolsa até...?

HMN: Aí houve o seguinte, tinha um pouco da inquietude minha e do Eduardo. A bem da verdade que, o objetivo da Bolsa não é ficar casado com um presidente e o indivíduo se não faz nada, se tiver... não tiver cobertura política.

E aí, o que aconteceu! Então nós assumimos a liderança e a Bolsa ficou muito sem graça. E porque? Porque é outro fenômeno que você tem no Brasil crítico, também algumas cidades não vêm fins lucrativos, ela que não tem fins lucrativos, a receita não fiscaliza. Entendeu?

JJNA: Entendi.

HMN: Não preciso dizer nada! E tem mais, quando o mercado tem laranja, quem fiscaliza é o Banco Central e o IPV, dizem as más línguas, que são cúmplices. Então fiscalizam porra nenhuma!

JJNA: Tem a ver. Tem a ver.

HMN: Tem até agora um projeto que eles chamam de desmutualização, transformar a Bolsa em empresa privada. Eu acho uma loucura dos corretores, pois se eles querem tudo bem! Mas enfim! A bolsa sob a minha ótica é uma entidade sem fins lucrativos, apesar de que eu tinha dois chapéus no setor privado, mas como *ente* também do interesse público. E na medida em que a Bolsa não tinha fins lucrativos, na medida em que a Bolsa assumiu liderança daquela situação deficitária financeiramente, o fator extremamente super arbitrário, porra, o que fazer com o dinheiro?! Era um problema terrível. O que fazer com o dinheiro? E aí começa, compra um terreno, não pode comprar um terreno, mas compra pra reinvestir. Aí gasta um baita dinheiro comprando um terreno na marginal Pinheiro e então vamos botar uma telefonia, uma central

telefônica do tamanho de Campinas. Então você começa investir de uma maneira terrível e se ela não paga Imposto de Renda, ela tem que ter o lucro social. Aí foi gozado... Não dá razão aí! O Eduardo não concorda muito comigo. Aí eu vou fazer o quê?!

Um projeto que eu fiz para CVM, foi pegar aqueles fundos sacanagens, Sudene, Sudan. Pô, vamos revisar essa porra, que é uma esculhambação. Aí tentei fazer um mercado regional de ações.

Teve um projeto da CVM, mas para que eu faça isso tive que diminuir o custo da regulação. Não dá pra manter o mesmo critério de impostos de um volume muito pequeno. Aí a CVM não abriu mão e tem que ser como... assim... e aí joguei o projeto fora. Fortuitamente o Eduardo trouxe idéia da Bolsa mercado livre, e o mesmo grupo que ia fazer aquele projeto, ia fazer, se o governo desse sinal verde. O mesmo grupo, foi o grupo técnico que eu fiz a BMF. Então a BMF nasceu! Eu brinco muito com o ex-diretor, que foi meu braço direito na Libermek que entrevistou João Regis de Castro Santos, que acabou virando vice-presidente do Bradesco Seguros. Este está f... coitado! Também o cara tá diabético! Mas ele era diretor da CBM, mas Regis disse: “não vai, tem que ser a regra do jogo”. Aí foi feita a BMF, com esse mesmo grupo. Certo?!

JJNA: Isso em mil novecentos e setenta e cinco...

HMN: É... não... foi... o projeto foi... e começou em oitenta e três. Quando montou, quando fizemos o *túmulo mudo* para ver experiência. Também ficou parado muito

estudo, próprio Beneck lá pelos anos setenta e tantos... Tá certo? E aí foi... então isso foi assim...

JJNA: Mas então, quem investiu na técnica da BMF, como o senhor está dizendo foi a Bolsa de Valores de São Paulo?

HMN: Foi até da seguinte maneira. A Bolsa de Valores de São Paulo fez *Stand Bay and Write* tá certo! Não me lembro, mais tinha um projeto, eu não me lembro, que ia custar x e foi um projeto que foi pré-montado para ser auto-financiável. Que era venda de títulos, mas se houvesse qualquer leque de falta de grana, a Bovespa *casefaria* dinheiro, porque dinheiro não era o pepino. Acontece que a BMF pra você ter uma idéia, antes de abrir as portas, tinha dinheiro a dar com pau. Sendo venda de títulos, todo mundo gosta de *dar plano* nisso daí. Então essa é a história da BMF. Quando ela começou a operar, foi no plano cruzado do Sarney e não tinha movimento nenhum, era um negócio de maluco!

JJNA: E.. E.. aí você _____oitenta e seis?

HMN: É, em oitenta e cinco. Bom aí na medida, fiquei um pouquinho na BMF, o Eduardo voltou pra Bovespa, com a decaçamba fui eu de volta para a Bovespa (risos). Até aparecer o episódio mágico e terminou o ciclo vencido por lonagem de dois votos. Então o Eduardo saiu e fiquei na revolta.

JJNA: Então você ficou até noventa?

HMN: Isso até noventa.

JJNA: Ta ótimo. Deixa eu fazer uma pergunta pro senhor. Meu trabalho tem uma filiação com o trabalho do economista americano que se chama Minsky, mas ele tem um trabalho clássico que se chama “estabilizando uma economia instável”. O que ele diz, na verdade, taí uma discussão para outra historiografia. Os trinta anos gloriosos são anos atípicos do sistema de muito crescimento, nível de hiperemprego, enfim. Mas é um paradigma que a gente sempre tem que ter como referencial. A gente sempre se compara com aquele período: “hoje está uma merda, mas a gente teve um período pós-guerra, adequamos a cada situação”. E a avaliação que o Minsky faz é a seguinte: que a gente acaba tendo uma instabilidade, que a gente tem uma sobreposição de ativos, uma sobre superfiliação de liquidez e de ativos e ativos não lastreado. Isso faz com que você tenha que ter uma visão a curto prazo, né! Porque você tem que ter ativos vencendo, você... grandes corporações, grandes empresas, saem do *for wizen* e acabam funcionando como pequenos co-bancos, grandes bancos. Na verdade, então você tem uma diminuição nos teores longos de investimento. É essa a grande mudança que se daria, do pós-guerra, dos anos gloriosos pra hoje! E isso vai aumentando. E aí você tem uma série de iniciativas do governo, de órgãos estimuladores, né! Até que nunca deixam você ter uma correção deste processo. São sempre garantidores, garantidores desse movimento. E aí então, neste enquadramento eu acho que dá pro senhor me responder a seguinte pergunta. Com a criação da BMF, de mercado futuros no Brasil, nos anos oitenta, o senhor participou ativamente, que eu sei. Fiz uma pesquisinha sobre o senhor antes. Eu pergunto pro senhor o seguinte. Se este mercado futuros vem pra somar forças a este processo atendido em escala mundial, quer dizer, numa crescente instabilidade, que é uma

instabilidade neste país né! Colaborando para um ambiente de uma maior instabilidade, conseqüentemente um enfraquecimento na negociação de ativos lastreados, sobretudo na Bovespa ou ao contrário, ou a criação da BMF é um incentivo à negociação de títulos na Bovespa? Eu queria que o senhor...

HMN: Você está falando _____(19'18) de ações?

JJNA: Sim, como é que se dá o jogo dessas duas instituições. Havia como se criar uma instituição de futuros, e ela movimentava também a movimentação de títulos, a compra e venda de papeis na Bovespa?

HMN: Aí é que está. Obviamente que está interligado. Você alavanca... você alavanca, tá! Bom, primeiro vamos a uma visão... uma visão correta.

JJNA: No mundo _____(19'40) pra investimento.

HMN: Há sim, pô! Claro, você tem seus atores principais, como gigantes. Tá certo! Você tem convivência até quando você quiser, você olha a despedida do caso Narond se você pegar o perfil dos investidores do caso Narond, se você trazer para Narras hoje, vai ser a gota d'água! Não vai acertar porra nenhuma! Ele é uma figura, aquele era o ator principal, o alavancador de tudo. Hoje ele é vela, pode botar que nada acontece. P... nenhuma! E agora. O que você tem, eu mesmo fiz uma análise sua sobre futuro. Pô! Uma das coisas que...! É normal isso. Os que fizeram negócio são as variáveis da macroeconomia, então você pega aí, bolsa, é futuro de índice de bolsa, é cambio, juros e *ce fini*. Tá entendendo? O resto nunca... eu acho que o resto tem espaço, é que hoje em dia o mundo é dos investidores institucionais. Esses são profissionais que vão entender de açúcar, de álcool, sei lá, de petróleo, de qualquer

comode, soja, coisa que o indivíduo... o indivíduo não entende tá! Então pra mim, aí tem espaço pra isso, onde até a bolsa pra ver se têm fins lucrativos, deveria socialmente investir para buscar o grupo social. Viabilizar este mercado de qualquer maneira, tá certo?! E aí... aí... eu nunca sei, questão de gestão que eu tô fora..

Agora horamente no futuro alavanca lastro de ativo que representa, né! E alavanca se o mercado for um mercado desconcentrado ou faz de maneira saudável, se for manipulável ou faz de uma maneira desastrosa.

JJNA: O senhor acha que o mercado...

HMN: Agora existe um outro anel político, pra mim, também seríssimo tá! Que é negócio de agência reguladora. Eu acho entendeu? Eu sou cruel na minha observação, que eu digo o seguinte: Que hoje em dia, o Lula pode ser presidente, o Fernando Henrique, qualquer Zé Mané pode ser presidente. Interessa o poder mundial a agência reguladora que é o quarto poder. O que o poder... antigamente o ditador era fundamental, porque quem banca que meu acordo vai ser cumprido? Era a porra do ditador! Hoje não precisa, hoje basta você ter uma agência reguladora que, com a válvula girativa faça contrato e possa botar qualquer um na presidência, então agência reguladora neste, quer dizer, sobre os interesses do país anfitrião, depende do país. Eu tento sacanear a China...

JJNA: Um país de democracia!

HMN:... não tem agência reguladora porra nenhuma! Não é porra nenhuma! É poder central. Mas como a economia cresce e a grana está lá, certo. Então, agência reguladora é outro problema sério, onde você tem o Banco Central, como agência

reguladora, CVM, Anateel, Aneel. É um negócio muito complicado, tá certo?! Porque não depende do interesse público, certo?!

Essa é fruto, é um efeito ao poder também.

JJNA: O senhor acha que neste período, final dos anos oitenta, começo dos anos noventa, esse mercado era manipulável?

HMN: Olha, se você tiver capilaridade, se você tiver um múltiplos atores, tá certo! Aí você tem, você puxa uma ação da IBM nos Estados Unidos, sei lá, tá muito diversificado. Aqui é concentrado... Aqui, quer dizer, você... ao passo... eu hoje não conheço mais o perfil de bolsa, mas não deve ser tão diferente. Não deve ser diferente...

É que os pequeninhos fazem muitos *dey treiks* deve ter uma cota aí enorme de *dey treiks* que eu não sei quanto é. E os investidores formais de peso *bota* pra cima ou pra baixo. Não vai ser diferente. E certamente a CVM _____(23'38) não tenho a menor dúvida. E este é um problema também. Você pega o senhor pelo moralismo, você pega uma agencia vinculada a CVM, pra atender a banca de advogados. Você tem sempre um advogado de plantão lá! Que vai ter seu escritório depois, pô!

JJNA: Tá certo. (risos) Bom, Doutor Horácio, eu percebo que a questão produtiva no Brasil, ela raramente passou pelo mercado de capitais, se a gente pega alguns canamos na literatura do desenvolvimento, na concessão de Tavares tá! Eu sou particularmente muito ligado a esse grupo de Campinas, apesar de fazer um trabalho aqui na USP, até por isso é que eu tenho acesso ao Eduardo, também sou amigo do João Manuel, né!

HMN: Bom, metade das capitais do Brasil chama BNDS, foi ele quem deu idéia, pô!

JJNA: Era isso que eu ia dizer. Quer dizer quem... dá consolidação da segunda revolução industrial no Brasil nos anos setenta e quando termina, indústria de medicação mais pesada, _____(24'45), BNDF e é uma iniciativa do Estado.

HMN: Claro pô!

JJNA: Porque que o mercado de capitais de outros países participou desse processo e aqui não? O que o senhor me diria, também um período de atuação do senhor.

HMN: É, então a indústria de Andy Round _____(25'02)

JJNA: Por que... por que que eu não posso fazer uma consolidação, né? Desse processo de revolução industrial e investimento na verdade através do mercado de capitais, eles são de ações né! Porque que isso não acontece no Brasil, e acontece em outros lugares e aqui só se fez...

HMN: Eu... eu vou dar outro exemplo histórico, você gosta de história. Eu tinha... eu fui autor de umas histórias mais malucas que você pode ter ouvido falar, eu quando estava na Ibernet a imprensa brasileira falava do milagre brasileiro e imprensa internacional falava da Coréia do Sul. E, não é segredo também você assumir acadêmico que foi uma p... danada. Tudo é jogo de amigo pra caralho!

Como naquela época na Ibernet..., puta eu vivia um ódio, eu pegava grana do Big, do FMI para fazer essas maluquices minhas então eu tinha meus tramites. Porque eu era muito grande. E a imprensa nacional falava na Coréia do Sul, aí fui a Coréia com um americano que você deve conhecer... Walter Nest brasilianista. E eu fui com ele. Eu fiz

em mil novecentos e setenta e sete o modelo do desenvolvimento sul-coreano. Esse modelo... agora vou responder a sua pergunta... eu editei um livro sobre isso em setenta e sete! Puta maluco né! E antes de ir, eu peguei todos aqueles documentos confidenciais do Banco Mundial e li. Pô, o cara era meu amigo, eu tinha que ler aquela merda! E quando fui lá, rapaz, eu fiquei impressionado. Sabe, aquela merda era do tamanho do estado de Pernambuco. Aquela merda é potência, e eu antevi, antevi que aquela porra ia virar potência. E mais ainda antevi aquela merda ia virar democracia. E aquela teoria clássica “satisfeita a barriga você quer a boca” né! E aí o que me impressionou, o que me impressionou entre Coréia e Brasil, primeiro que a Coréia é do tamanho do estado de Pernambuco, não tem o menor recurso natural, eles fizeram um golpe militar igual ao nosso. O castelo branco de lata do General Porter ficou dezoito anos, o nosso ficou um ano. Eles fizeram o que? A mesma coisa só que invés de Banco Comercial, eles mandaram o Banco Comercial a merda e fizeram o Banco, era o BNDES, fizeram o modelo todo do BNDES baseado em alta educação, trouxeram os doutores todos de volta, investiram violentamente em educação, em espionagem industrial, como se faz até hoje, como a China faz tá! E grana ao BNDES. Então os Hyundais da vida, os Sansons são os eleitos do poder, mas a filosofia é o seguinte... Com banco eu não tenho combate a inflação, eu não combato a s... Pedro Conde, o Bradesco, eles continuam pseudobanco. É privado mais eu vou administrar, certo! Você vai receber seus dividendos bonitinho, mas agora a grana é BNDES.

BNDES fizeram mercados capitais dando incentivo fiscal pra caramba! Pro setor produtivo, porra! Então que se analisa, você analisa qual o modelo econômico implantado e qual o jogo de poder. Então, claro que quando Day virou Hyundai, virou

estaleiros fantásticos, felizmente porque eles quiseram que fosse assim. Eles investiram no lado real da economia e investiram em educação. Nós investimos em banco, e porra, em concentração de renda. É só isso tá!

JJNA: Entendi. Os mercados capitais lá teve um papel mais...

HMN: P..., foi o governo. Foi o governo e não tem um recurso, aquela Coréia, é uma coisa impressionante, o Japão é um milagre, Coréia é um milagre, a China é um milagre. É tudo a mesma merda. É tudo igual. E os bancos falidos, claro banco cresce com má vontade, mas igual na China, os bancos estão quebrando, mas com aquela reserva pode quebrar a vontade, pô!

JJNA: O senhor tem ainda este trabalho ou não?

HMN: Nem me fala! É velho pra caramba, mas devo ter sim. Devo ter um exemplar.

JJNA: Eu gostaria muito de ver. O senhor sabe que tem uma parte que Otaviano Canudo quando foi visitar o Banco Mundial.

HMN: Há! Não, mas só uma curiosidade, meu trabalho ele foi..., gozado, ele foi sabotado no Brasil. Porque ele contrariava os interesses do banco, gozado né?! Mas o Roberto _____(29'11) ele ficava, p... Tá entendendo? Porra, não pode... porque... mas você vê a escolha que se faz. Qual o modelo que se quer pô! O resto é efeito. Então o mercado de capitais não era diferente!

JJNA: É verdade, mas o senhor sabe que o senhor se antecipou quando fez o plano setenta, até doutorado do Canudo que é dos anos oitenta é um modelo de comparação de desenvolvimento da...

HMN: Há... Há é... eu não sabia!

JJNA: Da Coréia do Sul, do Brasil. Eu posso mandar para o senhor.

HMN: Me dá seu endereço, eu não vou ler mais porra nenhuma, depois que eu... com CEP, o cacete que eu mando por Sedex para você.

JJNA: Vou deixar meu endereço com o senhor.

HMN: Eu... eu acho que tenho em casa sim. É uma puta edição. E Edemeck quem editava. Será que os caras tiraram esse exemplar? Quase ninguém lia.

JJNA: Bom, então senhor Horácio eu queria perguntar pro senhor o seguinte: Hoje, então a questão dos investimentos que tratava até nos anos setenta, começo dos anos oitenta, vem *deficit* por Estado e Capitais. O Estado vem dando cabeçadas. Vem desde o Juscelino.

HMN: Isso, desde aquilo lá... Bem, veja, hoje não... hoje...

JJNA: Os investimentos passam por grandes grupos internacionais, consórcios, parcerias privadas, fundos de pensão, sobretudo, né! O passado do Estado o que é? Corresponde a uma manutenção de um ambiente, geralmente propicio se é que a gente possa dizer, a taxa de juros favorável, uma política econômica, fundos de pensão, quer dizer... você tem uma parcela restitucional, quer dizer...e o BNDS tem dúvidas. Ao fazer algum tipo de crítica.

JJNA: Agora então o que eu pergunto pro senhor é o seguinte: Alterou o uso da institucionalidade da Bovespa no processo de investimento nos anos noventa, ao se configurar esses sujeitos com nova roupagem, quer dizer, antes você tinha o Estado

proporcionando investimento, hoje você tem novos atores e a Bovespa como é que fica nisso, né! Fica..., não toma parte?

HMN: Fica ou não fica. É passivo, que se prepara estruturalmente, mas não é ativa não. Você pega o programa, outra vez político, você vê um exemplo gozado! Quem você vê a força do... do poder com os fatos, você uma vez que a BNDES foi montada com *Stand Bay and Write* da Bovespa, eu quando fiz o estatuto, eu fiz de sacanagem mesmo, pra deixar o poder na Bovespa sempre, pra Bovespa mandar com um conselheiro biônico bem democrático (risos). Conselheiro biônico.

Eles acabaram com isso...

O poder dos bancos é tão grande... quem manda na BNDS são os bancos, quem manda na Bovespa não são os bancos. Os bancos não querem. O dia que quiserem vão mandar, então você pega... e não está no estatuto que eu fiz. Pra mudar um estatuto se imagina que eu... eu não cobre mais. Porque eu fiz de sacanagem pra não deixar mudar, então o poder é assim, a Bovespa vive a... pô está entrando dinheiro, entrando dinheiro fazem craíse, pois é, mas não é isso agora ao contrário como os bancos queimam os seus tesouros do banco mandam na BMF, então pegam... então pegam seus tesouros e todo o conselho, então o poder tá ali, porque o Estado continua pô. O estado come 75% da poupança nacional né meu amigo, porra a grana tá lá em título público o que os bancos querem preservar é esse acervo né!

JJNA: E aí em oitenta e oito Dr. Horácio foi ratificada uma lei que vinha na verdade, pra defender uma taxa que era comum no mercado, que era instituição né! No Banco

múltiplo isso já acontece, pergunto pro senhor qual o impacto financeiro conseqüentemente no mercado de capitais e de modo geral...?

HMN: Não foi nada assim, não alterou em nada. Não percebi.

JJNA: Não alterou _____(33'24) instituição faz todo tipo de coisa.

HMN: Não alterou, você continua, quer dizer..., você pega sempre grandes bancos e continuam mandando. Você pega... Você criou nichos como corretora, hoje você pode ter nicho de corretora, hoje uma visão muito clara. Classicamente sobrou pro corretor papel de aviãozinho do tráfico. O Falcão segundo a nova versão (risos). E cada vez mais a corretagem é como dito, uma brighada. Estamos ganhando dinheiro então quer dizer... então os bancos murchos apareceram. Vou dar um exemplo de uma coisa *red grifan* parecia um banco murcho mais, age como se fosse ou então pegaram muito crédito recebível porque é onde a turma ganhavam dinheiro nesse troco né!

JJNA: O senhor acha que tem uma relação perversa entre uma moeda fraca e desenvolvimento de mercado de capitais no Brasil?

HMN: Pois é aí você pega outra coisa interessante se vê, é a segunda vez do governo, você... qual é a lógica, você só vai investir num país que tiver expectativa de valorização da sua própria moeda nacional, você não vai botar dinheiro bom em moeda ruim né!

JJNA: Claro que não!

HMN: Então você pega... você vê outra vez a importância do Estado. Sei lá! Você quer um investigador estrangeiro se é dinheiro brasileiro que vem pra cá? Esse

compromisso perverso do Banco Central que promoveu uma alta da remuneração pra investimento de curto prazo né! Bota dólar aqui depois converte em real, depois leva o dólar de volta enquanto esse circo permanecer você tem essa situação. Enquanto esse circo permanecer não tem investimento, certo! Não vai ter investimento por aqui! Você vai ter também o seu negócio, já se aponta o máximo que o pessoal de viagem puder. Ter os dividendos com dólar baratinho vão enviar o máximo possível o que salvou o pessoal da gente foi o capital de exportação, então a tese imóvel de não colocar dinheiro bom em moeda ruim é óbvio. Agora aqui no Brasil é livre pra entrar. Frito entra, frito livre... (35'52)

Num país de merda como esse, isso é uma loucura, eu acho uma loucura! Então acho que investir aqui uma economia fraca pô, imaginar que o real vai valorizar mais do que tá, acho impossível, eu acho muito difícil essa bandalheira aqui pô, eu gostaria.

JJNA: E uma moeda que apresenta uma porcentagem muito pequena de comércio internacional, sobre tudo isso, então...

HMN: Claro pô! Apesar que tem uma nuvem de dinheiro no mundo que é uma barbaridade, o que tem de dinheiro aí, tantas vezes fim de mundial rolando aí muito dinheiro de CPM, eu acho bom, eu acho que a China não pode continuar crescendo a 10% eu acho que não pode mesmo como o Bush disse com muita propriedade: "Americano adora petróleo!". Pô, imagina o presidente dos Estados Unidos se no frio não tiver calefação, ele cai não cai, né ele cai pô! Essa merda tem que baixar pô, acho... eu... sei lá.

JJNA: Na época do plano do Collor o senhor ainda estava na Bovespa?

HMN: Sim, Claro, não é...

JJNA: Plano Marcilio, Collor II, como impacto na instituição Bolsa de Valores de São Paulo gerando abertura do estendida, pelo governo Collor é metida pelas instituições?

HMN: Olha naquela época, o mercado era tão influenciado pela jogatina do futuro, ta certo! Então se você pegar o Collor, eu não me lembro, mas o grau de concentração da Petrobrás e Vale do Rio Doce, era uma barbaridade outra vez associado com o que você falou num link de dívida vista de futuro, então era uma miséria, uma barbaridade e viviam no mercado futuros com a casa pronta. Em DS and Write mais não teve, não mediu porra nenhuma.

JJNA: E qual é a percepção do senhor da época do Fernando Henrique Cardoso para o mercado de capitais?

HMN: O Fernando Henrique jogou fora, né! Durante...

JJNA: Ele foi uma que atuou durante um período de ...

HMN: Vejo até que diria com uma tristeza, porque eu sou muito amigo do Francisco Groten tá certo! Foi meu colega na CBM e o Groten teve no Banco Central, no BNDS, eu disse porra nem com você aqui porra, né! Então não teve contribuição nenhuma, foi um descaso, porra nenhuma! E contribuição é ato de vontade, eu vou criar um incentivo pro sujeito investir, fazer isso, pô isso não existe, não tem, agora este, se tem outro detalhe aí, que muito prático, eu estava um dia desses falando com o pessoal da Bovespa, eu... eu sou terrível, você não conhece meu ponto, por uma questão de índole eu desde o Ibemeck, porra, eu tinha acesso a ministro pra caralho, presidente do Banco do Brasil, os caras ficava lá, dou bonificação ou não dou. Eu

dava palpite por uma questão ética, eu não tinha ações, depois eu fui pra CBM em fonte primária eu não tinha ações da Bolsa, eu não tinha ações de ninguém, acredita! Até hoje eu não tenho ações. Então era um cara totalmente isento, se a Bolsa vai subir ou se cair, se eu vou baixar uma determinação pra foda-se, eu não tinha nenhum interesse econômico e o pessoal na jogada, então era uma posição pra mim muito clara, então outra vez você quer criar, se tem, você pega o saldo investidor individual, você tem ações?

JJNA: Eu não, não tenho.

HMN: É um trabalho, é uma burocracia por exemplo, pra te dizer porque não tenho ações vou te dar um exemplo. Meu avô, no tempo que você sabe, eu fui banqueiro né! Então naquela época, comprava uma açõezinhas que eu nunca mais vi, e como estou duro. Cadê essa merda?! Você tem que ir procurar o Banco do Brasil. Pra ver o _____(40'01), pra ver se tem, eu nem sei. Aí descobri que eu tinha vinte ou trinta ações da Petrobrás. Pô legal! Vou vender. Como... pô não me leve a mal, eu fui recebido pelo gerente, né caralho! Tenho relações, não entrei na fila do povão! O gerente me dando atenção pessoal, ele perdeu mais de quatro horas. Rapaz pra legalizar uma venda de vinte e poucas ações pô! Então o pouco custo administrativo deste troço, de investidor individual é um absurdo, é o que eu ... de comunicação aposteriódica! Se vê pra ele receber essas vinte ações, ele cobrava x, gastaram uns dez x pô. Então uma das coisas. Aí sim, outra vez a Bolsa como atividade sem fins lucrativos deveria institucionalizar, eu falei com ele pô. Você tem que ser uma central de custódia pra todo mundo, se um cidadão Zé da Silva, eu quero

saber se eu tenho ações meu CPF é tal. Você vai na Bolsa, e a Bolsa então, ela se conecta e se integra com todo mundo pra simplificar. Já que você Bolsa, não busca lucro imediato, você está investindo, você tira um pedaço do seu resultado pra fazer uma prestação de serviço de alto, alto impacto social. Essa é primeira, o indivíduo com custo individual, ele é muito caro. Segundo é uma burocracia infernal, isso faz propriamente o investidor institucional, que vai no fundo, mas é um tipo de coisa que a bolsa deveria fazer, eu acho que isso seria parte de um projeto, se você quer investir no lado real da economia pô! Fazer as pessoas virarem sócios. Eu acho que uma coisa fundamental, mas como política e estratégia de governo, se não for governo... mercado esse não existe _____(41'52).

Não é brincadeira pô! Não é brincadeira chegar pra qualquer corretora e tentar ser um cliente pequeno, você não é atendido, você não é atendido porra! E é uma coisa economicamente racional, tá certo! Agora como investir se é possível fazer, eu acho possível, eu acho que tudo é possível. Veja que essa brincadeira da Coréia é impressionante, é um livrinho impressionante. Lá o congresso dá dois terços da... porque o oriental não tem meio termo, oriental não embroma, é é, não é, não é... tudo dois terços de hoje, tá certo! Tá tudo resolvido e mata o parque, e mata não sei quem.

JJNA: O senhor tem uma nostalgia sobre o regime militar daqui do Brasil?

HMN: É, não tem nostalgia nenhuma. Primeiro pelo que, eu era considerado de direita, nesse tempo estudante, eu só andava com a esquerda, porque a direita não dava tá certo! Eu não comia ninguém. Eu sou da geração que tem duas pernas, que se não é escada,(risos) estamos aí! Só como a empregada doméstica, não comia ninguém. E a

esquerda, a esquerda festiva, foi da abertura sexual e como a esquerda me achava um cara gaiato, tá certo! Eu só andava com a esquerda. Primeiro eu era mais inteligente que o pessoal da direita, mas sociologicamente eu nunca fui um cara._____ (43'47) vai outro, eu tava, não faz isso_____ (43'21) não era artista, mas dava pra pô! Eu ia ao teatro (risos) e era muito mais culto, muito mais divertido, você fica sem graça pra caramba, né! Mas ideologicamente eu nunca foi um cara de esquerda. Quando, gozado, eu fui um dos caras que foi responsável pela abertura, porra, eu quando cheguei a Embraer era um bando de comunistas, pra tudo quanto é lugar. É legal entender essas porras, entendeu? Todo mundo diz que... que viu um cacete, e eu digo pô! Primeiro a Luberneq parcialmente pagava a Bolsa, a Bolsa centrava aqui. Como uma coisa inteligente que o Rio sempre teve, liderança, intelectual e estratégico é institucional, mas a Bolsa dava um pedaço, mas quem mais pagava era o governo. Eu fiz, quando comandeí o movimento. Eu fiz duas coisas fundamental pra Luberneq. Primeiro eu quero grana do setor privado, se vai nesse negócio de vou garantindo a vida, não dão um puto. Pô! O Gerdal... o Gerdal foi presidente da Beneq comigo, mas tirar dinheiro da putada é foda! É foda tirar dinheiro... é foda. <as eu consegui ter dinheiro do setor privado, agora entupi títulos da Bovespa, entupi títulos... peguei... e eu tinha... pô eu era muito amigo do Marcos Viana, do Ângelo Galmão de Sá e eu e esses, vivia enchendo o saco, olha, vá a merda, quando você quer, você leva. Não, eu quero dinheiro dos putos, porque eu tinha que dar pros técnicos pô, tem dinheiro no setor privado aqui, como é que eu ia pedir... cobrar... pedir aos caras pra ter uma visão privada se a grana vinha toda do setor público. Então pegava dinheiro do... como diz... Banco Mundial, de todo mundo.

Então isso pra mim era um desafio enorme, tá certo! Você fazer as coisas, e pra cambada eu fiz uma coisa muito simples. Não tinha censura, agora eu quero aquilo assinado, tá certo! A negada... a negada gostava de criticar, botar na reta poucos, poucos, e os poucos eram na reta. Então é aí porra, então aí viraram figuras importantes do governo. Mas você tem muito, quer dizer, negócio de censura era aquela faca. Faca de dois gomos. É! E pessoas que se destacaram, que é o Nelson Everino, que é um belo advogado né. O Walter Neto, que é esse americano que... que eu trouxe, quem foi mais da Ibemeq? O Paulo Guedes, né! O João Régis de Castro Santos, esse que foi o vice-presidente do Bradesco, que hoje ele está, está doente. Então essas são algumas pessoas, então são exatamente as que assumiram. Teve outras que também assumiram, mas não pegaram destaque, eles só ficaram conhecidos bastante no mercado.

JJNA: Bom, eu fiz uma pergunta pro Eduardo, como vou fazer pro senhor. O Eduardo, ele disse é... numa matéria da Folha de São Paulo de 2002. Que deram, que diz “Compraram a BNDS da Bovespa”!, ele diz nas palavras dele que há risco das duas acabarem. Então eu perguntei pra ele e agora vou perguntar pro senhor. É... primeiro o senhor concorda com a afirmação do Eduardo? O senhor pode não concordar! O senhor concorda?

HMN: Não, não. São coisas diferentes, são objetivos distintos.

JJNA: Então o senhor é contrário também...

HMN: É, é... acho que sim. Inclusive até, como dizer, pô, outra vez por questão de comprometimento institucional, quer dizer, eu por exemplo, se eu tivesse na Bovespa,

eu ia dar o rabo pra fazer uma ligação mais próxima pra um mercado primário, tá certo! Totalmente, como eu fiz na minha época dentro do possível. Se eu tivesse na BMF porra, ia ter corrente agrícola de qualquer maneira porra. Eu não ia deixar passar uma oportunidade. De onde o Brasil detêm vantagens comparativas de não ter uma presença mundial, porra, tá certo! Então você vê, são coisas diferentes, eu acho que deve ser bem separadas mesmo.

JJNA: Mas... mas, qual que é essa ameaça? Se há risco das duas acabarem, quer dizer...

HMN: Eu vejo como unidade, eu não sei o que ele quis dizer na época. Eu não sei...

JJNA: Entendi, tá. E aí eu pergunto pro senhor o seguinte. Porque que eu devo aplicar na Bovespa e não em outra Bolsa Mundial, como a Bolsa de Nova Iorque, e porque eu devo operar na Bovespa e não na Bolsa de Nova Iorque?

HMN: Pois é. É que outra vez vem a tal da racionalidade econômica. Eu acho que tem certas coisas que são... são do Estado ou pertence a um País. A parte de infraestrutura, não me leve a mal, mas economia privada num país que como nosso nem fodendo, porque tem certas coisas, que eu não privatizaria e nunca iria privatizar, que foram feitas bem e também a Bolsa. Pô, é um negócio muito nacionalista, eu não daria moleza pra levar negócios pra Nova Iorque. Pra deixar o poder de decisão lá fora.

JJNA: Sim, mas do jeito que está... se o senhor tivesse... _____(48'20)

HMN: Mas se você deixar o *free marketing* funcionar, vai pra Nova Iorque mesmo. Pô, eu acho que... eu não sou amante do *free marketing*, mas o que eu posso fazer?!

JJNA: Sim, é...

HMN: Eu acho que tem limitações, o mercado resolve, resolve porra nenhuma!

JJNA: A impressão que eu tenho o tempo todo Horácio, é que a gente tem um esvaziamento institucional. Essa é minha percepção. Mercado de futuros não, mas a Bovespa tenho a impressão de que é uma instituição que tende a perder vigor, perder a importância. Eu acho que historicamente ela nunca teve um papel de relevo. Sim, mas ela não teve uma papel como na Coréia por exemplo, enquanto é... uma instituição que estava _____(49'04) de investimento. E acho que hoje, se ela nunca teve esse papel historicamente, hoje ela não tem, ela também perde... perde status de um bloco privilegiado de negociação de títulos de companhias brasileiras. Então é esse...

HMN: Ela não é ator, é uma figurante, porra!

JJNA: Essa também...

HMN: Ela não pode ser figurante. Então você pega um exemplo. Se você pega as bobagens, qualquer investidor funde essa _____(49'27) toda e resolve lá, tem um ganho político filho da puta, não tem?

JJNA: Sim.

HMN: Isso é a coisa importante. Você pega um exemplo que eu te perguntei. Claro que você é amigo do Val Veigas. O Val Veigas pegou o regime militar. Qual era a importância da Bolsa na economia brasileira? Zero tá! Então, porra! E o ministro da fazenda só tinha medo do jornal em dizer que teve uma crise na Bolsa, que quebrou,

que tinha quebrado com ele em setenta e um. Fizeram aqueles investimentos fundo mudo, que vender pra família foi uma roubalheira total. Então quando você comenta em Bolsa com Val Veigas, o Val Veigas, puta que pariu, eu não preciso dessa merda pra tocar o país! E ele só não queria que acontecesse merda, pô! Certo?! Só isso que ele não queria. Então a Bolsa nunca conseguiu ser um ator político importante na economia. Claro que na Coréia ela entrou no pacote, tá certo! Agora aqui meu querido, quem não tem? O Lula não chegou para presidente da república? É um ato político, porra! O cara entra, busca seu espaço, pô!

JJNA: E aqui a gente não teve...

HMN: Há! Aqui não porra! Quase não passou isenção tributária. Porra, pro cara botar dinheiro brasileiro lá fora e aplicar aqui em títulos públicos, quase pois fogo nessa merda. Além de dinheiro a curto prazo. Então a Bolsa é um ente político, porra! Ou ela ganha seu espaço ou ela luta ou ela se acomoda.

JJNA: Você concorda com isso, que a instituição vem perdendo a sua...

HMN: Num... num... não é um ator político, ela não foi um ator político, ela tem que lutar!

JJNA: Ta! A criação da Bolsa de noventa e nove, a Bolsa Brasil de noventa e nove é um reflexo desse processo de esvaziamento institucional de várias instituições?

HMN: A... a Bolsa, é, não... a Bolsa, você fala na Bolsa do Rio, porque quebrou a Bolsa do Rio? Sobro um só, porra! Que é mais um monopólio! Agora precisa uma ação política institucional, aí é questão de gestão.

JJNA: Qual é a questão de...

HMN: Agora é questão do caralho! Você conhece o Norberto Borges, não conhece?

JJNA: Claro!

HMN: Pô, ele é o ídolo do presidente da Bolsa. É possível isso...

JJNA: (Risos).

HMN: Puta. É um cara de esquerda assumido, contra o capital financeiro, não é um país (risos), um país barato. Eu sou fã do Mariano. Porque o Mariano ter o Norberto Borges como ídolo. Eu acho um barato! Então se você não, você não... você... é um ser político, você tem uma liderança, pô. Daí o Eduardo, eu concordo “cada macaco no seu galho” né? Ta certo?! Quer dizer, você na parte do envolvimento e luta pô! Quem é que tem peito de brigar, com...

Aí eu fui considerado um sujeito rebelde, porque eu mandava, eu mandava no governo, não tinha moleza. Você vê uma das coisas que eu simplesmente... vou dar um exemplo qualquer. Um exemplo claro, assim, antes de estourar o caso Narras, nós fomos convocados na CVM, entre todas as entidades de mercado e a Bovespa pra fazer uma declaração que tava tudo bem, certo! E na reunião nós dissemos “O Narras vai quebrar!”. Como é que eu vou dizer que está tudo bem, porra!

JJNA: Qual a visão do senhor no caso Nahas? Aí o senhor já pode aproveitar que o senhor já está dizendo tudo isso e contar um pouco. Qual a visão pra esse caso?

HMN: O caso Narras é, primeiro que... tudo que se faz, se faz uma novela de uma coisa simples. Ou a coisa é simples ou não é!

_____ (52'52) de crédito muito elementar. A Bolsa é contra pátinas nas operações. Se o cliente não pagar, a corretora paga. Se o cliente e a corretora não pagar, a Bolsa banca. Então é uma questão de crédito. O Narras não tinha crédito, então a única que eu... são dois momentos, se eu não tenho crédito, certo. Se eu quero operar, em vez de eu operar pela corretora XPTO, opera pelo Bradesco, Itaú. Que se opera o Bradesco, eu dou crédito, se os outros pagar o Bradesco, o Bradesco me paga. E outra coisa é a concentração de mercado, as suas posições não estão gerando princípios eqüitativos, então a sua participação está muito concentrada, eu sou obrigada a diminuir sua posição.

Era só isso, esse é o caso Narras, acabou!

JJNA: Entendi.

HMN: Não tem nada, porra!

JJNA: Aí ele levava _____ (53'41) no Rio...

HMN: É e lá deixavam, concentrar e fecharam o risco porra. Então outra vez, manipular, aí deviam da Bolsa como agência de alta relação, manter um mercado mais correto. É isso porra!

JJNA: Alterou muito o funcionamento da Bolsa no Brasil, com o caso Narras?

HMN: Não, primeiro...

JJNA: Serviu, prestou para alguma coisa?

HMN: Não, aí, soube... não enquanto deu receita pra todo mundo pô (risos)! Que nem outra vez, você tem que alterar uma coisa realista que o corretor... o corretor vive de

corretagem, então a figura do Narras na época era o Deus. Ele pagava corretagem, ele não negociava corretagem, ta certo, ele não tinha desconto. Ele era um supercliente.

JJNA: Entendi.

HMN: Era um supercliente. O que ele foi... é que o mercado era muito pequeno pro que ele queria. Sangue de pedra, é só isso. Era só isso. Quase nada!

JJNA: Tem algum assunto que o senhor acha que gostaria de tocar que a gente não conversou? O senhor acha que precisa rever?

HMN: Não, eu acho que o mercado de capitais é parte integrante de uma política de governo. Ou tem, ou não tem.

JJNA: Na sua opinião?

HMN: Não tem.

JJNA: Não tem, nunca teve?

HMN: Nunca teve.

JJNA: Doutor Horácio eu agradeço muito a sua...

HMN: Me dá seu endereço que eu mando a Coréia _____(55'06) vir aqui! (risos)

JJNA: Fico... fico...

HMN: Apesar que é muito chato aquilo lá!

JJNA: Se eu quiser voltar a conversar com o senhor, eu entro em contato com a Odete?

HMN: Eu... eu não pego meu telefone, eu tô em casa, eu tô na rua de vez em quando eu faço uns bicos aí. Bom, meu telefone de casa é 4199-1175, celular é 9612-4563.

JJNA: Ótimo! O senhor deu uma incrementada na Facamp?

HMN: Não (risos), p... nenhuma! A Facamp também não é tão simples... é tão simples pra minha explicação. A Facamp pelo porte da Facamp quem toca a Facamp é meu querido João Manoel. Ele toca sozinho, aquilo é um craque, se você perguntar se o João Manoel precisa de relatório gerenciário pra tocar a Facamp, puta, o João Manoel não precisa. Ta certo! Porem na vida tem uma coisa horrorosa que se chama “quem tem sócios, tem patrão!” Então a Facamp tinha que ter relatório gerenciais pro seu Eduardo e pro seu Beelluzzo. Então foi montado, foi um pouco de administração. Então hoje o seu Eduardo e o seu Belluzzo sabem como são.

_____ (56'27)

Não precisa só o João Manoel saber sem precisar de porra nenhuma. Sabe como é, né! Então, meu querido, espero que sua tese seja aprovada com louvor!

JJNA: Obrigado! Agradeço muito o senhor.

FONTES

FONTES:

1. DOCUMENTAÇÃO DA BOVESPA.

A BOVESPA dispõe do Centro de Informações (CIB), da Biblioteca Rangel Pestana e do Centro de Memória. Neste, constam alguns acervos disponíveis, total ou parcialmente acessíveis; e, outros em processo de organização. O Acervo de Áudio contendo depoimentos de funcionários, corretores e presidentes encontra-se em CD-Room. Já o Acervo de Vídeo têm imagens históricas, de jornais, discursos e histórias relacionadas à economia. O Acervo Fotográfico é constituído por 15.000 fotos de eventos desde a inauguração, com maior ênfase a partir dos anos 80. São 7.500 imagens documentadas virtualmente, em CD-Room, sob a tutela do setor de marketing.

O Acervo Museológico dispõe de objetos históricos que fizeram parte da história da Bolsa como, por exemplo, três cadeiras originais pertencentes aos corretores oficiais; peças; ações; e, papéis utilizados em seus primórdios. O Acervo Textual compreende vários tipos de documentos, entre eles, o Boletim Diário de Informativo (BDI), Informe Técnico, Resenha, a Revista da Bolsa de Valores, o Ofício Circular, o Relatório Anual e o Perfil - outra publicação anual.

Alguns aspectos sobre o Acervo Textual:

1. **Revista da Bolsa de Valores de São Paulo:** mensal, publicação iniciada em maio de 1947. Seu conteúdo, até 1995, continha o Informe Técnico e a Resenha. A partir de 5 de novembro de 2001 a Revista tem o formato horizontal.
2. **Informe Técnico:** é uma publicação mensal, que existe desde 1970, e contendo cotações e estatísticas. A **Resenha** é a versão para assinantes, separada da Revista desde 1995, atualmente veiculada virtualmente.
3. **Boletim Diário de Informações (BDI):** emitido A partir de janeiro de 1968. É divulgado diariamente com informações sobre o mercado, mercado futuro, mercado a termo, a vista, de opções, acompanhamento de preços e notícias relevantes das empresas. Com o advento da informática foi incluído o *after market*. Os **BDI** eram datilografados até 1993, quando passaram a ser impressos.
4. **Relatório Anual:** existe desde 1990 e contém as mensagens do presidente, do superintendente geral, o panorama da economia brasileira, as negociações e desenvolvimento do mercado, o atendimento às sociedades corretoras, o relacionamento empresarial, institucional e atividades sociais e culturais.
5. **Perfil,** publicação anual 1994-1998. Seu conteúdo consiste em um desenho do perfil da instituição, no ano, considerando os eventos econômicos e financeiros ocorridos.
6. **Guias Listas e Cadernos e Suplementos:** Ddiversos impressos com informações básicas sobre a instituição, os mercados (nacional e internacional), serviços da Bolsa e relação das *Corretoras Membros*, com o objetivo de informar e orientar o publico, especialmente, seus usuários.

7. **Séries Históricas de Cotações:** informações mais especializadas com Banco de Dados da série **1984-2000**, disponível em CD-Room.

8. **Atas:** das reuniões dos *Agentes de Comércio*, como eram chamados segundo *João Diana* p.2.

Livros. Há uma bibliografia específica relacionada às atividades financeiras e que constam dos produtos oferecidos pela Bovespa para o público. Os temas versam sobre abertura do capital de empresas no Brasil, história e mercado. Além dessas publicações, o *Centro de Memória* da BOVESPA tem o trabalho **Bovespa rumo a eternidade – 1890-2000**, ainda não publicado, de autoria de *João B.Diana*, seu mais antigo funcionário. Esse trabalho consiste em uma narrativa história de um funcionário, com mais de 80 anos de idade, que acompanhou de dentro sua trajetória e, ainda hoje, diariamente, dedica-se à instituição, preocupando-se com a preservação da memória.

2. DOCUMENTAÇÃO DA BM&F.

FERREIRA, A. HORITA, N. *BM&F 20 anos: a história da estabilização da economia brasileira*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2005.

3. IBMEC: INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADOS DE CAPITALIS.

MENDONÇA NETTO, H.; NESS JR, W. L. *Mercado de capitais e desenvolvimento econômico: a experiência sul-coreana*. Relatório de Estudos e Pesquisas, IBMEC, Rio de Janeiro, 1978

4. ARTIGOS DE JORNAIS E REVISTAS.

1. ATTUCH, L. Nahas absolvido... e com sede de vingança, Istoé Dinheiro, 9 de junho de 2004. *Fonte:*
http://www.terra.com.br/istoedinheiro/353/economia/nahas_absolvido.htm.
2. BAKER, G. "Mercado convoca governo par a guerra". In: *Folha de São Paulo*, Caderno Dinheiro, 30 de setembro de 2001, p.B4.
3. BELLOFIORE, R. "O capitalismo dos fundos de pensão". In: *Revista do Instituto de Estudos Socialistas*, N° 7. São Paulo: 2002.
4. BELLUZZO, L. G. "Remember 1930", In: *Revista Senhor*, 6 de julho de 1983.
5. BILLI, M. "Em crise, Bovespa demite e corta custos". In: *Folha de São Paulo*, DINHEIRO, 6 de set. de 2001, p. B7.
6. COSTA, R. T. da. "A outra face da globalização". In: *Revista Bovespa*, ano 2, n. 17, fev. de 1995, p. 39.
7. COSTAS, R. "Patriotas nos negócios". *Revista Veja*, São Paulo, Ed. Abril, 8 de março de 2006, p. 81.
8. CRESCENTI, M. "Como o mercado ajuda a reconstruir o Leste". In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 5, n. 49, out. 1997, p. 18.
9. DA REDAÇÃO. "Executivos se rebelam contra lei 'antifraude'". *Folha de São Paulo*, "Caderno Dinheiro", 9 de agosto de 2002, p. B8.
10. DAWSON, R. "Uma via de mão única". In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano1, n. 4, jan. 1994, p. 15.
11. "Entrevista de George Lodge". In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 2, n. 20, maio de 1995, pp. 5-8.

12. Entrevista com Raymundo Magliano filho. In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 7, n. 74, set.-out. de 2000, pp. 20-21.
13. “Entrevista com Robert Mundell”. *Revista BOVESPA*, São Paulo, ano 7, n. 69, nov.-dez. de 1999, p. 4-10.
14. FONSECA, E. G. “Os remédios para as dores do crescimento”. In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 6, n. 61, out. de 1998, p. 16.
15. HIDA, H. “Os cuidados de Greenspan”. In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 5, n. 49, out. 1997, p. 17.
16. KRUGMAN, P. “Don’t cry for me América”. In: *The Hew York Times*, 18 de janeiro de 2008. Fonte: http://www.nytimes.com/2008/01/18/opinion/18krugman.html?_r=1&oref=slogin.
17. KURZ, R. “Perdedores globais”. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 5-9, 1.º de outubro de 1995.
18. KURZ, R. “O mais inebriante dos vícios”. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 3, 28 de setembro de 1997. Mais!
19. _____. “A orgia do capitalismo”. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 3, 31 de maio de 1998. Mais!
20. _____. “A China não é o país das maravilhas”. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 12-13, 19 de janeiro de 2003. Mais!
21. LE GOFF, J. *Folha de São Paulo*, Caderno Mais, 4 de abril de 2002. p. 4.
22. MAGOSSÍ, E. “A descoberta do Brasil”. In: *Revista Bovespa*, ano 1, n. 2, nov. de 1993, p. 10.

23. NASCIMENTO NETO, A. “Promissória ambulante: condenado a 24 anos de cadeia, Naji Nahas não é dono nem da casa onde mora”, *Revista Veja*, 22 de outubro de 1997, pp. Fonte: http://veja.abril.com.br/221097/p_110.html.
24. ROACH, S. “Terror põe globalização sob ameaça”. *Folha de São Paulo*, Caderno Dinheiro, 30 de setembro de 2001, p. B5.
25. SAÇÓBER, L. “Só falta mudar a lei”. In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 1, n. 4, janeiro de 1994, p. 16.
26. SERFATI, C. “O braço armado da mundialização”. In: *Revista do Instituto de Estudos Socialistas*, n° 6. São Paulo: 2002.
27. TAMER. A; CRESCENTI, M. “A surpreendente aliança Londres-Frankfurt”, In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 5, n. 58, jul. 1998, p. 20.
28. VIANA, F. “Nova ordem mundial”. In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 2, n. 18, mar. 1995, p. 19.
29. WAHLL, J. “Upgrade do Brasil no mercado global de ações. In: *Revista Bovespa*, São Paulo, ano 7, n. 73, julho-agosto de 2000, p. 14.

5. REFERÊNCIAS INTERNET.

- NAJI NAHAS. Fonte: WIKIPÉDIA. http://pt.wikipedia.org/wiki/naji_nahas.
- President discusses security and defense issues. The Governor’s House, The Gush Ranch, Crawford, Texas, 21 de setembro de 2002. Documento disponível em www.whitehouse.gov/nsc/nsc/nsc.
- Site da BOVESPA – www.bovespa.com.br.
- Site da Comissão de Valores Mobiliários: www.cvm.gov.br.

- SALGADO, E. “Naji Nahas pede indenização bilionária da Bovespa às vésperas de IPO”. Fonte: <http://portalexame.abril.com.br/financas/m0140044.htm>.

6. ENTREVISTAS REALIZADAS.

- ENTREVISTA CONCEDIDA POR EDUARDO ROCHA AZEVEDO A JOSÉ JOBSON DO NASCIMENTO ARRUDA. São Paulo, 11 de abril de 2006.
- ENTREVISTA CONCEDIDA POR HORÁCIO DE MENDONÇA NETTO A JOSÉ JOBSON DO NASCIMENTO ARRUDA. São Paulo, 19 de abril de 2006.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

1. AGLIETTÁ, M. *Régulation et crise du capitalisme*. Paris: Odile Jacob, 1997.
2. ALMEIDA, J. S. G. *Crise Econômica e Reestruturação de Empresas e Bancos nos anos 80*. Tese de doutoramento apresentada ao Instituto de Economia – UNICAMP, Campinas. 1994.
3. _____. *As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: O Descaminho do Projeto Liberal*. Dissertação de Mestrado, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, UNICAMP, Campinas, 1980.
4. ALMEIDA, P. R. “Os anos 1980: da nova Guerra Fria ao fim da bipolaridade”. In: SARAIVA, Flavio Sombra (Org.). *Relações internacionais*, 1997.
5. ALVES, N. C. *Mercados dinâmicos, Princípios Eternos: As Bolsas, Competitividade, Futuros e Derivativos*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.
6. ARDANT, H. *Les crises économiques*. Paris: Flammarion, 1948.
7. ARENDT, H. *Imperialism*. New York: Harcourt Brace Janovitch, 1968.
8. ARMIJO, L. E. *Financial globalization and democracy in emerging markets*. New York: Palgrave Macmillan, 2001.
9. ARÓSTEGUI, J. *La investigación histórica: teoría y método*. Barcelona: Crítica, 2001.
10. ARRUDA, J. J. A. *A grande Revolução Inglesa: 1640-1780*. São Paulo: Hucitec, 1996.

11. _____. “História e crítica da história quantitativa”. In: *Revista de História*, n° 110, p. 175-192. São Paulo: 1976.
12. _____. “Linhagens historiográficas contemporâneas: por uma nova síntese”. In: *Economia e Sociedade, Revista do Instituto de Economia da Unicamp*, n. 10. Campinas: jun/1998.
13. _____. Publicado originalmente com o título “A História Econômica e a ‘nova Nouvelle Histoire’”. In: *Anais do IX Encontro da ANPUH-MG*. Juiz de Fora: 1994. p. 72-89. Foi republicado sob o título “Linhagens historiográficas contemporâneas: por uma nova síntese histórica”. *Economia e Sociedade*. Campinas, n. 10, 175-191, p. 185-186, jun., 1998.
14. _____. *Nova história moderna e contemporânea*. Bauru: EDUSC, 2003.
15. ARTUS, P.; Cartapanis, A.; Legros, F. *Regional currency areas in financial globalization*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishin Ltd., 2005.
16. AVELLAR, A. P. M. *Dívida Mobiliária Federal na Abertura Fianceira dos Anos 90*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia – UNICAMP, Campinas, 2001.
17. BACEVICH, A. *American Empire: the realities and consequences of US diplomacy*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
18. BARROS, B. T. (org.). *Fusões, aquisições e parcerias*. São Paulo: Atlas, 2001.
19. BASSI, E. *Globalização de Negócios*. São Paulo: Xamã, 1996.
20. BASTIDE, R. *Usos e sentidos do termo estrutura*. São Paulo: Herder, 1971.

21. BATISTA, P. N. *Em defesa do interesse nacional*. 3ª edição. São Paulo: Paz e Terra, 1995
22. BAUMAN, Z. *Modernidad líquida*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina, 2002.
23. BERGER, P. L.; HUNTINGTON, S. P. *Many Globalizations: Cultural Diversity in the Contemporary World*. Oxford: Oxford University Press, 2003.
24. BHAGWATI, J. *In Defense of Globalization*. Oxford: Oxford University Press, 2004.
25. BELLUZZO, L. G. M. *Valor e Capitalismo: Um Ensaio Sobre a Economia Política*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1980.
26. _____. *Ensaio Sobre o capitalismo no século XX*. São Paulo: Edição UNESP/UNICAMP, 2004.
27. BÉRTOLA, L. "Historia Económica y Economía: reflexiones sobre objeto y método". In: *Anais do VI Congresso de História Econômica e II Conferência Internacional de História de Empresas*. Curitiba: 2 a 5 de Setembro de 2003.
28. BEVIR, M. & TRENTMANN, F. *Markets in Historical Contexts: Ideas and Politics in the Modern World*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
29. BIDET, J. *Dictionnaire Marx Contemporain*. Paris : PUF,.
30. _____. *Theorie de la modernité : suivi de marx et le marche*. Paris: Puf, 1990.
31. BODEI, R. *A História tem um sentido?* Bauru: EDUSC, 2001.
32. BOUDON, R; BOURRICAUD, F. *Dicionário Crítico de Sociologia*. São Paulo: Editora Ática, 1993.

33. BRAGA, R. G. *Trabalho e teconologias informacionais: duas representações, uma crítica*. <http://www.comciencia.com.br/200405/reportages/15.shtml>.
34. BRANDÃO, I. L. BOVESPA: 110 anos. Texto Ignácio Loyola Brandão. Fotografia Rômulo Fialdini. São Paulo: DBA, 2000.
35. BRAUDEL, F. *O Mediterrâneo e o Mundo Mediterrâneo*. 1ª edição. (1949). 2 v. São Paulo: Livraria e Editora Martins Fontes, 1983.
36. _____. *Civilização Material, Economia e Capitalismo. Séculos XV-XVIII*. 3 v. São Paulo: Livraria e Editora Martins Fontes, 1995.
37. _____. *L'identité de la France. Espace et Histoire*. 3 v. Paris: Arthaud-Flammarion, 1986.
38. BRENNER, R. *O boom e a bolha: os Estados Unidos na economia mundial*. Tradução Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2003.
39. _____. *The Economics of Global Turbulence: The Advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945 – 2005*. London, New York: Verso, 2006.
40. BRUNS, J. T. *Fluxos extenos para Economia Brasileira entre 1993-99: uma análise dos fatores determinantes internos (push factors) e externos (pull factors)*. Dissertação de mestrado apresetada ao Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2000.
41. BOURDIEU, P. *Contrafogos: táticas para enfrentar a invasão neoliberal*. Tradução Lucy Magalhães. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1998.
42. _____. *Entrevistado por Maria Andréa Loyola*. Rio de Janeiro: EdUERJ, 2002.

43. BOVESPA: uma história centenária. São Paulo: 1990.
44. BUCH, C. *Globalization of financial markets: causes of incomplete integration and consequences for economic policy*. Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, 2004
45. CANUTO, O. *Brasil e Coréa do Sul: Os (des)Caminhos da Industrialização Tardia*. São Paulo: Nobel, 1984.
46. CARMELLO, M. H. M. A Bolsa de Valores de São Paulo: Um estudo de suas Origens, Evolução e Perspectivas de Integração no Mercado de valores Globalizado. Tese de doutoramento apresentada a Fundação Getúlio Vargas de São Paulo. São Paulo: 1997.
47. CARVALHO, A. G. "Ascensão e Queda do Mercado de Capitais no Brasil: A Experiência dos Anos 90". In: *Revista Economia Aplicada. Departamento de Economia FEA-USP/FIPE*, Volume 4, Número 3. São Paulo: Julho/Setembro de 2000.
48. CASTELS, M. *A sociedade em rede*. 7. edição. Ver. ampl. Tradução Roneide Venâncio Majer. São Paulo: Paz e Terra, 1999. 3v.
49. CAVANAGH, J.; MANDER, J. *Alternatives to economic globalization: a better world is possible*. San Francisco: Berret-Koehler Publisher, 2004.
50. *Ce jour-là* da Robert Lafon, Paris: 1958.
51. CHANG, R. *Understanding recent crises in emerging markets*. Federal Reserve Bank of Atlanta Economic review: Second Quarter 1999.
52. CHAUVEAU, A. & TÉTARD, P. (Org.). *Questões para a história do presente*. Bauru: EDUSC, 1999.

53. CHESNAIS, F. *A Mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá. São Paulo: Xamã, 1996.
54. _____ (Coord). *A mundialização financeira. Gênese, custos e riscos*. Tradução Carmem Cristina Cacciacarro, Luís Leiria, Silvana Foá e Vléria Coelho da Paz. São Paulo: Xamã, 1998.
55. _____ et al. *Uma nova fase do capitalismo?* Tradução Andréia Galvão e José Marcos Nayme Novelli. São Paulo: Xamã, 2003.
56. CHOMSKY, N. *Hegemony or survival: America's quest for global dominance*. New York: Metropolitan Books, 2003.
57. CIPOLLA, C. M. *Introdução ao Estudo da História Económica*. Lisboa: Edições 70, 1993.
58. CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; SCHMUKLER, S. L. - *The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects*. Working Paper Series of the Financial Institutions Center. Wharton School: Fevereiro 2002.
59. COCCO, G.; GALVÃO, A. P.; Silva, G. *Capitalismo cognitivo*. Rio de Janeiro: DPA Editora, 2003. p. 11.
60. COHEN, A. *Russian Imperialism: Development and crisis*. Westport, CT: Praeger, 1998
61. COLEMAN, D. C. *History and the economic past. An account of the rise and decline of Economic History in Britain*. Oxford: Oxford University Press, 1987.
62. COWEN, T. *Creative Destruction: how Globalization is Changing the World's Cultures*. Princeton: Princeton University Press, 2004.

63. DAS, D. K. *Financial globalizations and the emerging market economies*. New York: Routledge, 2004.
64. DEQUECH, D. "Uncertainty in a strong sense: meaning and sources". *In: Economic Issues*, vol. 2, nº2, p.21-43, 1997.
65. _____. "Asset choice, liquidity preference and rationality under uncertainty" (2000a). *In: Journal of Economic Issues*, vol. 34, nº1, p.159-176, 2000.
66. _____. "Confidence and alternative Keynesian methods of asset choice" (2001). Campinas: mimeo, 2001.
67. _____. "Expectations and confidence under uncertainty". *In: Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 2, nº3, p. 415-30, 1999.
68. _____. "Fundamental uncertainty and ambiguity" (2000b). *In: Eastern Economic Journal*, vol.26, nº1, p.41-60, 2000.
69. DERBER, C. *People before profit: the new globalization in an age of terror, big money and economic crises*. New York: Picador, 2003.
70. DIAMOND, S. "The reputation of the American businessman". Cambridge: 1955. p. 92-93, apud SOBEL, R. *Wall Street: A História da Bolsa de Nova York*. Rio de Janeiro: A Casa do Livro, 1967.
71. DIAS, L. C. "Por que os bancos são o melhor negócio no país?". *In: Que país é esse? Pensando o Brasil contemporâneo*. Edu silvestre de Albuquerque (org). São Paulo: Ed. Globo, 2005, pp.27-61.
72. DINIZ, E. *Globalização, reformas econômicas e elites empresariais: Brasil anos 1990*. Rio de Janeiro: FGV, 2000.

73. DIUK, N.; KARATNYCKY, A. *The Hidden Nations: the People Challenge the Soviet Union*. New York: William Morrow and Co., 1990.
74. DOSSE, F. *A História em Migalhas*. Campinas: Editora da Unicamp, 1992.
75. _____. *História do Estruturalismo*. Campinas: Editora Ensaio, 1993.
76. DRUCKER, P. *A sociedade pós-capitalista*. Tradução Nivaldo Montingelli Júnior. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2001.
77. DUPAS, G. *Economia Global e exclusão social: pobreza, emprego, estado e o futuro do capitalismo*. São Paulo: Paz e Terra, 1999.
78. DURAND, J. P. *La chaîne invisible*. Paris: Éditions de Seuil, 2004, p. 220.
79. EICHENGREEN, B. *A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional*. Tradução Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2000.
80. ELLERY- JR, R., GOMES, V. "Ciclo de Negócios no Brasil durante o Século XX: Uma comparação com a Evidência Internacional". *In Revista Economia ANPEC*. Volume 6, Número 1, Janeiro – Julho de 2005.
81. ESTEY, J. A. *Ciclos econômicos: sua natureza, causa e controle*. São Paulo: Mestre Jou, 1965.
82. FERNANDES, F. (Org.). *K. Marx, F. Engels: história*. São Paulo: Ática, 1983.
83. FERREIRA, S. F. *Restrição Comercial ao Crescimento Econômico*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia - UNICAMP, Campinas, 2000.
84. FERRO, M. "Les oublis de L'Histoire". *In: La mémoire et l'oubli*, dirigé par Nicole LAPIERRE. Communications, 49. Paris: Seuil, 1989.

85. FIORILLO, M. P. *Uma história centenária: a centennarial history*. São Paulo: BOVERSPA; Best Editora, 1999.
86. FIORI, J. L. & MEDEIROS, C. *Poder e Dinheiro – Uma Economia Política da Globalização*. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1997.
87. _____. *Estado e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1999.
88. _____. *Polarização Mundial e Crescimento*. Rio de Janeiro: Editora Vozes, ANO.
89. FONTANA, J. *História: análise do passado e projeto social*. Bauru: EDUSC, 1998.
90. FORBES, L. F. *Mercados Futuros: uma introdução*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 1994.
91. FORTES, H. & PELÁEZ, C. M. *A política, a economia e a globalização do Brasil*. Madrid: Agualarga Editores, 1998.
92. FRANCO, G. *O Desafio Brasileiro: Ensaio sobre Desenvolvimento, Globalização e Moeda*. São Paulo, E. 34, 1999
93. FRIEDMAN, T. L. *The Lexus and the Olive Tree: Understanding Globalization*. New York: Anchor Edition, 2000.
94. FURTADO, C. *O capitalismo global*. São Paulo: Paz e terra, 1998.
95. _____. *Formação Econômica do Brasil*. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1963.
96. FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION, INC. "Futures Trading Course & Handbook". Washington DC: 1923.

97. GADREY, J. *Nova economia, novo mito?* Lisboa: Instituto Piaget, 2002.
98. GAGNEBIN, J. M. *Walter Benjamin: os cacos da história*. São Paulo: Brasiliense, 1982.
99. GEERTZ, C. *The Interpretation of Cultures*. New York: Basic Books, 1973.
100. GEIST, C. *Wall Street: a history*. Oxford: Oxford University Press, 1977.
101. GODELIER, M. *Rationality and irrationality in economics*. Translated from the French by Brian Pearce. New York : Monthly Review Press, 1972.
102. GORZ, A. *L'immatériel- Connaissance, Valoir et Capital*. Paris: Galilée, 2003.
103. GRAVEREAU, J. & TRAUMAN, J. (Editores). *Crises Financières*. Paris: Económica, 2001.
104. GRÜN, R. "O peso das finanças na definição dos rumos do Brasil no início do século XXI". In: *CLIO: Revista do Centro de História da Universidade de Lisboa*. Nova série – 14/15, número duplo, 2006.
105. GUITIÁN, M.; MUNS, J. (Ed.). *La cultura de l'estabilitat i el consens de estabilitat i el consens de Washington*. Barcelona: 1999.
106. HANSON, J. A. *Globalization and national financial systems*. New York: World Bank Publications, 2003
107. HARBERLER, G. (Dir.). *Readings in business cycle theory*. Philadelphia: Blakinson Series of Republished Articles on Economy, 1944. 2v.
108. HARDT, M.; NEGRI. *Império*. Rio de Janeiro: Record, 2001.
109. HARVEY, D. *O novo imperialismo*. São Paulo: Edições Loyola, 2004.
110. _____. *The limits of capital*. Oxford: Basil Blackwell, 1982.
111. _____. *A condição pós-moderna*. São Paulo: Edições Loyola, 1993.

112. HILFERDING, R. *El Capital Financiero* (1909) .Trad. esp. Madrid: Editorial Tecnos, 1963
113. HOBBSAWM, E. *Era dos Extremos: O breve século XX: 1014-1991*. Tradução Marcos Santarrita. 2ª edição. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.
114. _____. *Sobre História*. Tradução Cid Knipel Moreira. São Paulo: Companhia das Letras, 1998.
115. HOBSON, J. A. *A Evolução do Capitalismo Moderno: Um Estudo da Produção Mecanizada* (1894). Trad. Port: São Paulo: Nova Cultural, 1985.
116. HOOGVELT, A. *Globalization and the Postcolonial World: the New Political Economy of Development*. Baltimore, Maryland: Johns Hopkins University Press, 2001.
117. IANNI, O. *A Sociedade Global*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 1992.
118. ISAAK, R. A. *The Globalization Gap: how the rich get richer and the poor get left further behind*. New York: Financial Times Prentice Hall Books, 2004.
119. JAMES, H. *The end of globalization: lessons from the great depression*. Cambridge and London: Harvard University Press, 2001.
120. JOHNSON, C. *The sorrows of empire: militarism, secrecy and the end of the Republic*. London: Verso, 2004.
121. JUSTINO, Davi. História da Bolsa de Valores de Lisboa.
122. K.ALECKI, M. “Luta de Classe e Distribuição da Renda Nacional”. (1971). In: Miglioli, J. (org.). *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. São Paulo: Editora Hucitec, 1977.

123. KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936). São Paulo: Edição brasileira Nova Cultural, Os Economistas, 1985.
124. _____. “A Teoria Geral do Emprego” (1937). In: Szmrecsányi, T. (org.). *John Maynard Keynes*. São Paulo: Editora Ática, 1984.
125. *Kiosque* da Armand Colin, Paris: 1959
126. KOHSAKA, A. *New development strategies: beyond the Washington Consensus*. New York: Palgrave Macmillan, 2004.
127. KONDRATIEFF, N. I. “The long waves of economic life”. *The Review of Economic Statistic*, v. XVII, n. 6, p. 105-115, 1935, republicado por KONDRATIEFF, N. I.; GARVY, G. “Las ondas largas de la economia”. *Revista de Occidente*, Madrid, 1946.
128. KRUGMAN, P. R. & OBSFELD, M. *Economia internacional: teoria e posítica*. 4ª edição. Tradução Celina Martins Ramalho Laranjeira. Revisão técnica Maria Alejandra Caporale Madi e Rubens Fama. São Paulo: Makron Books, 2001.
129. KULA, W. *Problemas y métodos de la Historia Económica*. Barcelona: Ediciones Península, 1973.
130. _____. ‘História e Economia: a longa duração’, originalmente publicada em *Annales ESC*, n. 2, p. 249-313, mars-avril, 1960. *Estudos Históricos*. Marília, n. 7, p. 187, 1968.
131. KUPER, A. *Cultura: a visão dos antropólogos*. Tradução Mirtes Frange do Oliveira Pinheiros. Bauru: Edusc, 2002.
132. KURZ, R. *O Colapso da Modernização*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992.
133. _____. *O Retorno do Potemim*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

134. LABROUSSE, E. *Fluctuaciones Económicas y Historia Social*. Madrid: Editorial Tecnos, 1962.
135. LACERDA, A. C. *Globalização e Inserção Externa da Economia Brasileira: Política Econômica, Investimentos Diretos Estrangeiros e Comércio Exterior na Década de 1990*. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia – UNICAMP, Campinas, 2003.
136. LAPLANCHE, J. *Vocabulário de Psicanálise*. Laplanche e Pontalis; sob direção de Daniel Lagache. Tradução Pedro Tamen. Martins Fontes: São Paulo, 1991.
137. LÊNIN, V. *L'imperialisme, Stade Suprême du Capitalisme*. Trad. Francesa, Paris: Editions Sociales, 1971.
138. LEVY, M. B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.
139. LITTLE, R.; SMITH, M. *Perspectives on world politics*. London: Routledge, 1977.
140. *L'Histoire Immédiate* da Editions du Seuil, Paris: 1962.
141. LÖWY, M. *O capitalismo como religião*. Folha de São Paulo, 18 de setembro de 2005, Caderno Mais, p. 6.
142. MADI, M. A. C. *Política Monetária no Brasil: uma Interpretação Pós-Keynesiana*. Tese de doutorado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de campinas. UNICAMP: 1993.
143. MANCEBO, D. "Modernidade e Produção de Subjetividades: Breve Percorso Histórico". In: *Revista Psicologia Ciência e Profissão*. São Paulo: 2002, vol. 22 (1), p. 100-111.

144. MANN, M. *O império da incoerência: a natureza do poder americano*. Rio de Janeiro: Record, 2006.
145. MARCZEWSKI, J. *Introduction à l'histoire quantitative*. Genève/Paris: Droz, 1965.
146. MARTIN, D., METZGER, J. L. & PIERRE, P. "The Sociology of Globalization: Theoretical and Methodological Reflections". In: *Journal of the International Sociology Association*. Volume 12, Number 4, July 2006.
147. MARTINS, I. G. da S. *A globalização da economia e suas repercussões no Brasil*. São Paulo: CIEE, 1997.
148. MARX, K. *O Capital. Crítica da Economia Política*. Tradução Reginaldo Sant'Anna. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1971.
149. _____. *El 18 Brumario de Luis Bonaparte*. Buenos Aires: Editorial Claridad, 1971.
150. _____.; ENGELS, F. *Manifesto del Partido Comunista y otros Escritos Políticos*. Trad. Esp. México: Ed. Grijalbo, 1970.
151. MASSEY, D. S.; SANCHES, M.; BEHRMAN, J. R (Eds.). *Chronicle of a myth foretold: the Washington Consensus in Latin America*. The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science Series. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2006.
152. MAZZUCHELLI, F. *Capitalismo: Tendências e Crises (Uma reflexão a partir de Marx)*. Tese de doutoramento apresentada ao Departamento de Economia e Planejamento do Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas. Campinas: 1977.

153. MELLO, J. M. C. & Novais, F. A. "Capitalismo Tardio e Sociabilidade Moderna".
In: *História da vida privada no Brasil: contrastes da Intimidade Contemporânea*,
vol.4. SCHWARCZ, L. M. (org.). São Paulo: Companhia das Letras, 1998, p.
559 a 658.
154. _____. *O capitalismo tardio: contribuição à revisão crítica da
formação e do desenvolvimento da economia brasileira*. São Paulo: Editora
Brasiliense, 1982.
155. MIKDASHI, Z. *Regulating the financial sector in the era of globalization:
perspectives from political economy and management*. New York: Palgrave
Macmillan, 2003.
156. MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University
Press, 1986.
157. MÜLLER, L. H. A. "Caminhos e sentidos da informação no mercado de ações".
In: *Política e Sociedade: Revista de Sociologia Política*. Florianópolis: Cidade e
Cultura, 2005.
158. NEGRÃO, J. J. *Para conhecer o neoliberalismo*. São Paulo: Publisher Brasil,
1998
159. OHMAE, K. *O fim do Estado Nação: a ascensão das economias regionais*. Rio
de Janeiro: Campus, 1996.
160. ORLÉAN, A. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Odile Jacob, 1999.
161. OTEMA, J. A. *Financial globalization and the emerging economies*. New York:
United Nations, 2002.

162. OXELHEIM, L. *Financial markets in transition: globalization, investment and economic growth*. London: International Thomson Business Press, 1995.
163. PELÁEZ, C. A. M. *O Brasil após a Globalização*. [s.l.], Layout& Cover design, 1999.
164. PIETERSE, J. N. *Globalization or Empire?* Oxford: Routledge, 2004.
165. PINHEIRO, J. L. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2001.
166. PLIHON, D. *Le nouveau capitalisme*. Paris: La Découverte, 2003. p. 11, 16, 40.
167. POLANYI, K. *A grande transformação: as origens de nossa época*. 9ª edição. Tradução de Fanny Wrobel. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.
168. PRASAD, E. et al. *Effects of financial globalization developing countries: some empirical evidences*. Washington, DC: International Monetary Fund, March 2003.
169. RICOEUR, P. *La Mémoire, L'histoire, L'oubli*. Paris: Seuil, 2000, p. 648.
170. RIFKIN, J. *A era do acesso: a transição de mercados convencionais para networks e o nascimento da nova economia*. Tradução Maria Lucia G. L. Rosa. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2001.
171. ROMEUF, J. (Dir.). *Diccionario de Ciencias Económicas*. Barcelona: Editorial Labor, 1966.
172. RONEN, J.; LIVNAT, J. *Accounting and financial globalization*. New York: Quorum Books, 1991.

173. ROUBINI, N.; SETSER, B. *Bailouts or bail-ins?: responding to financial crises in emerging markets*. Washington, DC: The Institute of International Economics, 2004.
174. RUDGE, L. F. & CAVALCANTE, F. *Mercado de Capitais*. 4ª edição. Belo Horizonte: CNBV, 1998.
175. SAHLINS, M. D. *Cultura e razão prática*. Tradução Sérgio Tadeu de Niemeyer Lamarão. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 2003.
176. SCHUMPETER, J. A. *História da Análise Econômica*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1954.
177. SALLUM JR, B. “Crise, democratização e liberalização no Brasil”. In: *CLIO: Revista do Centro de História da Universidade de Lisboa*. Nova série – 14/15, número duplo, 2006.
178. SENNET, R. *A Corrosão do Caráter*. Tradução Marcos Santarrita. Editora Record: Rio de Janeiro, 2001.
179. _____. *A Cultura do Novo Capitalismo*. Rio de Janeiro: Record, 2005.
180. SEVCENKO, N. *Orfeu estático na metrópole: São Paulo, sociedade e cultura nos frementes anos 20*. São Paulo: Companhia das Letras, 1992.
181. SHILLER, R. *The financial order: risk in the 21st century*. Princeton: Princeton University Press, 2000.
182. SILVA, A. C. M. *Macroeconomia sem Equilíbrio*. Petrópolis: Vozes, 1999.
183. SOBEL, R. *Wall Street: A História da Bolsa de Nova York*. Rio de Janeiro: A Casa do Livro, 1967.

184. SOLA, L.(Org.). *Estado da Transição: Política e Economia na Nova República*. São Paulo: Ed. Vértice, 1988.
185. SOLNIK, B. – *International Investments*. Addison-Wesley: 1991.
186. SOMBART, W. *El apogeo del capitalismo*. México: Fondo de Cultura Económico, 1946.
187. _____. *The Quintessence of Capitalism: a study of the history and psychology of the modern business man*. London: T.F. Unwin, 1915.
188. SOUZA, L. A. *O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97*. Tese de doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP. Campinas: 1998.
189. SOROS, G. *George Soros on globalization*. New York: Public Affairs, 2002.
190. SPINOLA, N. *O Futuro do Futuro: Pequeno relatório de viagem ao Mercado Brasileiro de Capitais e de trabalho no Século XXI*. São Paulo: Editora Futura, 1997.
191. STER, N. *The Moralization of the markets in Europe*. In: Journal Society , New York: vol. 45, n. 1, fev. 2008.
192. STIGLITZ, J. “Knowledge for development economic science; economic policy and economic advice”. In: *Annual World Bank Conference on Development Economics*. The World Bank, Washington: 1999.
193. _____. *Globalization and its discontents*. Chicago: University of Chicago Press, 2003.
194. _____; SERRA, N. (Ed.). *The Washington Consensus Reconsidered: towards a new global government*. Oxford: Oxford University Press, 2008

195. SUTCH, R. "The third task of Economic History". In: *The Journal of Economic History*, v. 51, n. 2, June, 1991.
196. TAVARES, M. C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia*. 7. ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.
197. _____. (org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Vozes, 1998.
198. The Social science encyclopedia. Edited by Adam Kuper and Jessica Kuper. London; Boston: Routledge & Kegan Paul, 1985.
199. THORSTENSEN, V.; NAKANO, Y. & LIMA, C. F. *O Brasil frente a um mundo dividido em blocos*. São Paulo: Nobel, 1994.
200. TREUHERZ, R. M. *The crisis manual for emerging countries*. México: Fabrizio, 2000.
201. VELTMAYER, H. *Globalization and Anti-globalization: Dynamics of Change in the New World Order*. Aldershot, Hampshire, UK: Ashgate Publishing, 2005.
202. WALLERSTEIN, I. "The Rise and Future Demise of World-System Analyses". *Review XXI*, n.1, 1998.
203. WEBER, M. *Economia y Sociedad*. Vol. I e II. México: Fondo de Cultura Econômica, 1944.
204. _____. *A Bolsa* (1894). Tradução, Estudos Introdutórios e Notas de Rafael Gomes Filipe. Lisboa: Antropos, 2004.
205. WHAPLES, R. "A Quantitative History of the Journal of Economic History and the Cliometric Revolution". In: *The Journal of Economic History*, LI, 2.

206. WILLIAMSON, J. *Economia Aberta e a Economia Mundial*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.
207. _____. *The political economy of policy reform*. Washington: Institute of International Economics, 1994.
208. _____. "The Washington Consensus as Policy Prescription for Development". *Lectures in the series practitioners of development, World Bank*, p. 1, 13th Jan. 2004.
209. WOOD, E. M. *The Empire of Capital*. New York: Verso, 2003.