

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**O CAPITALISMO NO FIM DO SÉCULO XX: A REGULAÇÃO DA
MOEDA E DAS FINANÇAS EM UM REGIME DE ACUMULAÇÃO
SOB DOMINÂNCIA FINANCEIRA**

ANDRÉS VIVAS FRONTANA

Tese de Doutorado apresentada ao
Departamento de Economia da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo, sob orientação do
Prof. Dr. Flávio Azevedo Marques de Saes, para
obtenção do título de doutor em Economia

USP - FEA - SBD
ATA DA DEFESA 08/12/00

São Paulo

2000

Para meus avôs *José Frontana e Laura Padial*
Para meus pais *Andrés Vivas e Encarnación Frontana*
(pelo esforço em me fazerem compreender
o verdadeiro sentido da dignidade)

Para meus amigos *Albano Nunes e Rogério Cury*
(por me fazerem compreender que amizade
e dignidade devem caminhar juntas)

Para o professor *Chico de Oliveira*
Para *Herbert de Souza (Betinho)*
(por demonstrarem que é possível manter a
dignidade por toda a vida, mesmo sendo sociólogo)

Para o professor *Flávio Saes*
Para a professora *Leda Paulani*
(por demonstrarem que a dignidade
está ao alcance até mesmo dos economistas)

Para *Dylan Vivas*
(por ser minha única contribuição
para um mundo mais digno)

Agradecimentos

Embora aparentemente não passe de trabalho individual e solitário, a elaboração de uma tese é sempre o resultado de um esforço coletivo. E se cabe só a mim responder pelas teimosias e equívocos que tenham prevalecido no texto — a despeito dos muitos e reiterados alertas —, já as boas discussões eventualmente aí encontráveis se devem àqueles amigos que não só me apresentaram às idéias mais relevantes, como se dedicaram a me fazer compreendê-las. Assim, a eles agradeço, e não só aos amigos da academia (USP) e do trabalho (Banco do Brasil), como também os de casa, da rua, dos bares, que sempre me estimularam de uma forma ou de outra. Convém talvez não “denunciá-los” (infindavelmente) aqui, não comprometê-los com as intermináveis e monocórdicas páginas que se seguem...

Contudo, meus pais Andrés e Encarnación, meu filho Dylan, meus tios João e África e meus primos Laura, Nelson, Paula, Eduardo, Natália e Beatriz merecem menção especial. Nenhum deles tem a mínima idéia do conteúdo deste trabalho, mas foi graças ao seu apoio afetivo e material que consegui chegar ao seu termo. A eles devo a minha (teimosa) sobrevivência acadêmica.

RESUMO

Postula-se neste trabalho que há um novo paradigma conduzindo de forma hegemônica os destinos do sistema capitalista desde a dissolução dos mecanismos que regeram o longo e vigoroso processo de acumulação da “Era de Ouro”, as três décadas de crescimento acelerado que se seguiram ao término da Segunda Guerra Mundial. Mediante a utilização de um instrumental teórico crítico em relação à teoria econômica dominante, oferecido pela teoria da regulação, procura-se demonstrar que há um novo regime de acumulação e um novo modo de regulação (um novo *binômio*) bem-configurados e com sólidas bases institucionais, a reger majoritariamente a lógica de reprodução e valorização do sistema capitalista no final do século XX, o qual substituiu o regime fordista vigente no pós-guerra, compondo um conjunto de relações e instituições que rompe radicalmente com as formas predominantes na “Era de Ouro” do capitalismo.

Esse binômio, caracterizado por um regime de acumulação dominado e comandado pela esfera financeira e por um modo de regulação regido por uma lógica de mercado e rentista, foi engendrado nos anos 1970, com a desintegração do fordismo, e se consolidou nos anos 1980 e 1990, difundindo-se progressivamente pelo mundo sob a hegemonia dos Estados Unidos e da esfera financeira. A discussão neste trabalho está centrada na transformação e na nova configuração daquela que parece ser, pela sua abrangência, a forma institucional essencial para a compreensão da lógica interna do novo binômio e da nova realidade do capitalismo das últimas três décadas do século XX: a forma institucional *regime monetário e financeiro*.

A reorganização das relações sociais, políticas e culturais, a recomposição do aparelho produtivo e a transformação da regulação econômica e das regras de apropriação e repartição da renda e da riqueza entre as classes sociais e os Estados nacionais promovidas pelas instituições que compõem o novo binômio conferem ao capitalismo do final do século XX o estatuto de um novo edifício, aprecie-se ou não sua arquitetura, suas bases de sustentação ou seus guardiões, questione-se ou não sua estabilidade ou sua capacidade de se manter social e economicamente coeso por longo período.

ABSTRACT

The main purpose of this work is to appoint the existence of a new paradigm guiding in a hegemonic way the performance of the capitalist system, since the dissolution of the mechanisms responsible for the long and vigorous accumulation process of the "Golden Age" – the three decades of accelerated growth after the end of the II World War. Using the critical approach offered by the regulation theory, the goal is to demonstrate that there is a well-configured new *regime of accumulation and mode of regulation* (a new *binomial*), within solid institutional basis, commanding the capitalist logic of reproduction and valorization at the end of the XX century. This new regime replaced the fordist one that marked the post war period and it has constituted a group of relations and institutions that radically breaks up with the predominant forms of the capitalist "Golden Age".

Such binomial, formed by a regime of accumulation dominated and commanded by the financial sphere and by a mode of regulation which is driven by a market and rentier logic, was produced in the 70s, with the Fordism disintegration. The 80s and 90s were witnesses of its progressive spreading out through the world, under the hegemony of the United States. The discussion is here focused on the transformation and new configuration of what seems, by its extension, to be the essential institutional form to understand the internal logic of the new binomial and the new reality of the last three decades of the capitalism during the XX century: the *monetary and financial regime*.

By the analysis of the monetary and financial regime we intend to show that the institutions that compound this new binomial promoted so deep transformations that is possible to say that we have, at the end of the XX century, something like a new building working as the structure of the capitalist system: a profound reorganization of the social, political and cultural relations, a intense recomposition of the productive set, a great change in the economic regulation and a substantive transformation in the rules of appropriation and distribution of wealth and income between social classes and national states. Evidently we can dislike this new architecture, its basis and its wardens. Surely we can put in question its stability and its capacity of maintaining its social and economic cohesion for a long time. But it is very difficult to ignore its existence.

SUMÁRIO

Apresentação 5

Parte 1 — Economia capitalista mundial pós-1973: construção de um novo edifício ou desmoronamento de um edifício antigo? 12

- 1.1 Um novo edifício 14
- 1.2 Desmoronamento de um edifício antigo 35
- 1.3 Conclusões 54

Parte 2 — Transformações da regulação monetária e financeira no capitalismo mundial nas últimas três décadas do século XX 61

Capítulo 1 — A fecundação entre teoria e história nas escolas regulacionista e pós-keynesiana 66

- 1.1 A teoria da regulação 69
- 1.2 A teoria da instabilidade financeira 85
- 1.3 Pontos de convergência entre as escolas regulacionista e pós-keynesiana 94

Capítulo 2 — A crise do fordismo, a expansão das finanças e as precondições para a gênese de um novo regime monetário e financeiro 108

- 2.1 O fordismo e o seu esgotamento 109
- 2.2 A crise do fordismo e os fatores desencadeantes do processo de expansão e internacionalização das finanças 124
- 2.3 Primeiros resultados da expansão financeira: as precondições para a gênese de um novo regime monetário e financeiro 140

Capítulo 3 — A construção e a consolidação do novo regime monetário e financeiro 154

- 3.1 A política monetária americana e sua extensão aos países desenvolvidos: a “diplomacia do dólar” e o processo de liberalização e desregulamentação 156
- 3.2 A configuração do novo regime monetário e financeiro 175
- 3.3 Modificações no cenário econômico-financeiro mundial com a nova regulação da moeda e das finanças 198

Capítulo 4 — Os mercados financeiros internacionais e os seus atores 218

- 4.1 Os mercados financeiros internacionais 220
- 4.2 Os atores dos mercados financeiros internacionais 255
- 4.3 Alguns tópicos conclusivos 295

Capítulo 5 — A dinâmica do novo regime monetário e financeiro 304

- 5.1 A primazia das relações financeiras na dinâmica econômica 305
- 5.2 A endogenização da instabilidade, a metamorfose das crises financeiras, a fragilidade sistêmica e a neutralização dos abalos e crises 316
- 5.3 A articulação do regime monetário e financeiro com as demais formas institucionais 357
- 5.4 As propostas e limites para redefinir o marco regulatório da moeda e das finanças 391

Conclusões 405

Bibliografia 426

APRESENTAÇÃO

*Tente de novo.
Fracasse de novo.
Fracasse melhor.*

Samuel Beckett

Algo de significativo mudou na economia mundial e no modo de funcionamento do capitalismo nas últimas três décadas do século XX. Este parece ser o único ponto de consenso entre os inúmeros autores que vêm tentando interpretar os acontecimentos mundiais desde o fim da “Era de Ouro” do capitalismo, o quarto de século de crescimento acelerado que se seguiu ao término da Segunda Guerra Mundial. A extensão, o caráter, a profundidade e a importância dessa mudança, contudo, vêm merecendo interpretações variadas e, muitas vezes, conflitantes. Afinal, a economia capitalista mundial que emergiu da crise da primeira metade da década de 1970 tem as características de um novo edifício, responsável por uma nova coesão na história do capitalismo contemporâneo e por um novo ciclo econômico com lógica de acumulação própria? Ou é uma etapa da história do capitalismo que registra o progressivo desmoronamento de um edifício anterior, o esgotamento e o fim da coesão de um ciclo de acumulação já incapaz de garantir uma nova rodada de expansão material? Constituiria, neste caso, um momento transitório no qual ainda não é possível vislumbrar os elementos definitivos que alicerçariam um novo edifício, ou então um período que envolveria apenas a retomada de um processo mais antigo, interrompido pelas guerras mundiais e pela “Era de Ouro”, sem qualquer novidade substancial que o singularize?

Se parece claro que há uma dissolução dos mecanismos que regeram o longo e vigoroso processo de acumulação da “Era de Ouro”, a dúvida está em afirmar se a economia mundial vive ou não sob a égide de uma nova configuração do capitalismo, com lógica própria, distinta e bem-definida. Postula-se neste trabalho que há efetivamente um novo paradigma conduzindo de forma hegemônica os destinos do sistema capitalista. Mediante a utilização de um instrumental teórico crítico em relação à teoria econômica dominante, a teoria da regulação (desenvolvida por pesquisadores franceses a partir das fontes teóricas marxista, pós-keynesiana e institucionalista), procura-se demonstrar que há um novo regime de acumulação e um novo modo de regulação (um novo *binômio*) bem-configurados e com sólidas bases institucionais, que conferem ao capitalismo dos últimos trinta anos do século XX o estatuto de um novo edifício, aprecie-se ou não sua arquitetura, suas bases de sustentação ou os

interesses concretos envolvidos na sua preservação. Contudo, a discussão das transformações operadas em cada uma das formas institucionais que compõem, articulam e sustentam tal binômio é uma tarefa por demais onerosa e que ultrapassa o escopo do trabalho individual de uma tese. Procurar-se-á centrar a discussão na transformação e na nova configuração daquela que parece ser, pela sua abrangência, a forma institucional essencial para a compreensão da lógica interna do novo binômio e da nova realidade do capitalismo do final do século XX: a forma institucional *regime monetário e financeiro*.¹

A tese está dividida em duas partes. Na primeira parte, o foco da discussão é a existência ou não de um novo edifício dentro da história do capitalismo a partir da crise mundial dos anos 1970. Sem a preocupação de realizar uma análise extensiva do tema, são apresentadas as teses de alguns dos diversos autores que procuram interpretar os acontecimentos mundiais após o declínio da “Era de Ouro” — em sua quase totalidade autores com uma visão crítica em face da macroeconomia do *mainstream* — e cuja ênfase está voltada, em maior ou menor grau, para cada uma das interpretações alternativas. Dentre os que defendem, direta ou indiretamente, a tese de um novo modelo de capitalismo no final do século XX, independentemente de sua estabilidade ou de sua adequação em termos de coesão social e garantia de crescimento econômico sustentado, são destacados o trabalho de Angus Maddison e as abordagens de inspiração regulacionista de David Harvey e de François Chesnais. No grupo dos autores que dão maior ênfase à idéia de que o período pós-1973 registra o esgotamento e o fim da coesão de um modelo de acumulação já incapaz de garantir um novo ciclo de expansão econômica, configurando um etapa de natureza transitória na qual ainda não é possível identificar com precisão as bases de um novo modelo de acumulação capitalista, ou uma etapa que envolveria apenas a retomada de tendências antigas presentes em um processo anterior, interrompido pelas guerras mundiais e pela “Era de Ouro”, sem qualquer novidade substancialmente distintiva, são apresentados os trabalhos de David Gordon, de Paul Hirst e Grahame Thompson e de Giovanni Arrighi, bem como as teses dos teóricos que norteiam suas análises pelas abordagens das ondas longas do capitalismo industrial. Nas conclusões da primeira parte, pondera-se a relevância teórica de cada uma das abordagens e defende-se a tese da existência de um novo modelo na história do capitalismo, engendrado nos anos 1970 e consolidado nas décadas de 1980 e 1990. Para demonstrar essa tese, opta-se por uma leitura

¹ Segundo a teoria da regulação, há cinco formas institucionais que, articuladas, definem e sustentam um binômio “regime de acumulação/modo de regulação” dentro de uma formação histórica capitalista: a relação trabalho, a relação concorrencial intercapitalista, o regime monetário e financeiro, a forma de organização do Estado e o regime internacional.

regulacionista das transformações observadas no capitalismo mundial nas três últimas décadas do século XX, defendendo-se a existência de um novo regime de acumulação, dominado e comandado pela esfera financeira, e de um novo modo de regulação, caracterizado por uma lógica de mercado eminentemente rentista.

A segunda parte da tese é dedicada à análise das transformações da regulação monetária e financeira no capitalismo mundial nas últimas três décadas do século XX. Na medida em que se pretende demonstrar que o capitalismo surgido a partir da crise dos anos 1970 é comandado por um *regime de acumulação sob dominância financeira*², conjugado a um *modo de regulação rentista de mercado*, a opção por uma análise mais aprofundada das mutações e da nova configuração dessa forma institucional decorre do entendimento de que as modalidades precisas de regulação monetária e financeira são decisivas para estabelecer o padrão de desenvolvimento das economias capitalistas. A moeda e suas modalidades de integração, bem como o grau de desenvolvimento e sofisticação das finanças, têm um papel central na análise das formas de crescimento e repartição da renda e da riqueza nas economias capitalistas, sendo fundamentais para uma caracterização global da lógica de funcionamento de um regime de acumulação e do modo de regulação associado. Contudo, na medida em que um binômio “regime de acumulação/modo de regulação” é composto pelo imbricamento e pela influência recíproca entre as diferentes formas institucionais, não é possível isolar plenamente qualquer uma delas. Desta forma, embora a ênfase esteja sempre centrada no regime monetário e financeiro, as transformações e as novas configurações das demais formas institucionais também são abordadas na segunda parte do trabalho, conquanto não sejam objeto de uma investigação detalhada.

Embora as transformações ocorridas nos regimes monetários e financeiros dos diferentes países capitalistas tenham especificidades nacionais, derivadas das particularidades institucionais de cada formação histórica, social e econômica, a análise realizada na segunda parte toma como referência, em grande medida, o capitalismo anglo-saxão (mais especificamente o capitalismo norte-americano), pois é este que vem impondo a sua hegemonia e moldando o comportamento do resto do mundo capitalista. Dada a sua condição de potência industrial e financeira e de país hegemônico nas relações internacionais, os Estados Unidos têm sido o centro dinâmico de um processo de transformações mundiais de grande envergadura, impondo

² Denominação utilizada por François Chesnais em vários de seus trabalhos nos anos 1990 e muito semelhante aos conceitos de “financeirização” e de “dominância financeira” utilizados pioneiramente por José Carlos de Souza Braga para caracterizar as tendências recentes do capitalismo mundial. Ver, deste autor, *Temporalidade da riqueza – uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista*.

hierarquicamente aos demais países capitalistas não apenas a lógica de seu regime monetário e financeiro, mas a própria essência do regime de acumulação sob dominância financeira e do modo de regulação rentista de mercado — dos quais os Estados Unidos são o epicentro e o principal beneficiário. É o sistema financeiro norte-americano a ponta-de-lança do processo de mundialização das finanças, dominando o espaço financeiro da grande maioria dos sistemas nacionais.

A discussão empreendida na segunda parte está estruturada em cinco capítulos. No primeiro são enfatizadas e discutidas as principais categorias teóricas a serem utilizadas na análise das transformações do capitalismo nas últimas três décadas do século XX, definindo-se a opção paradigmática a ser seguida no restante do trabalho: uma leitura “regulacionista” dos fenômenos históricos desse período, enriquecida por elementos da “teoria da instabilidade financeira” desenvolvida pelo economista pós-keynesiano Hyman Minsky. No segundo capítulo analisam-se as transformações ocorridas ao longo da década de 1970, discutindo o processo de esgotamento e crise do modelo de crescimento econômico vigente desde o fim da Segunda Guerra Mundial — o *fordismo* —, a expansão e internacionalização das finanças e a constituição das precondições para a gênese de um novo regime monetário e financeiro a partir da guinada radical da política monetária da nação capitalista hegemônica, os Estados Unidos, em 1979.

A construção e a consolidação do novo regime monetário e financeiro nos anos 1980 — um regime caracterizado sobretudo por taxas de juros elevadas, políticas desinflacionistas, taxas de câmbio flexíveis e finanças de mercado, diretas e internacionalizadas — são o objeto do terceiro capítulo. Na medida em que boa parte da literatura ortodoxa e acrítica apresenta o fenômeno da internacionalização ou da “globalização” financeira como um processo natural, surgido a partir do rumo inexorável da dinâmica econômica mundial e convertido em fato consumado, sem que se expliquem os motivos de sua aparição no cenário mundial, procura-se analisar os mecanismos responsáveis pela gênese desse fenômeno e os interesses envolvidos na construção de um novo modo de regulação da moeda e das finanças. Assim, discute-se a criação — a partir do processo de liberalização e desregulamentação financeiras desencadeado pelos Estados Unidos para fortalecer sua então questionada posição hegemônica mundial mediante uma aliança com o capital financeiro internacional — de um novo marco institucional nos sistemas e nos mercados financeiros e uma nova configuração para o modelo de regime monetário e financeiro predominante nas economias capitalistas desenvolvidas, o qual, uma vez consolidado nos anos 1980, converter-se-ia no marco principal do novo modo de regulação e do novo regime de

acumulação que passariam a conduzir e a comandar a dinâmica capitalista de acumulação e distribuição da renda e da riqueza no final do século XX.

O quarto capítulo traz um detalhamento da evolução e do desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais desde a gênese do novo regime monetário e financeiro — mercados responsáveis pela produção e valorização de uma imensa massa de capital, em grande parte de caráter “fictício”, que cresce a uma velocidade incompatível com a expansão do capital produtivo —, bem como das características dos principais atores que atuam nesses mercados e comandam a lógica do novo regime de acumulação. Ao tratar dos mercados financeiros e de seus atores, procura-se ir além do enfoque acritico (ou ideológico) que predomina nas tribunas acadêmicas, empresariais e políticas ortodoxas, as quais promovem um reiterado exercício de prosopopéia ao difundir expressões como “os mercados decidem”, “os mercados sinalizam”, “os mercados castigam” ou os “mercados aconselham”, ocultando o fato de que eles são formados por grandes instituições financeiras, corporações industriais internacionalizadas e governos, cujos interesses e intervenções definem o perfil e o comportamento desses mercados.³ Examina-se como a mundialização e a integração em escala global das instituições e dos mercados financeiros foram influenciadas pela instabilidade cambial, pelas inovações financeiras e tecnológicas, pelas estratégias de financiamento das grandes corporações que atuam em âmbito internacional e pela crescente importância dos investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão e companhias seguradoras).

O quinto e último capítulo é dedicado à discussão da dinâmica do novo regime monetário e financeiro, abordando as principais características, interações e resultantes da lógica operacional de uma forma institucional responsável por um processo de acentuada financeirização das relações econômicas e por uma inusitada hipertrofia da esfera financeira em âmbito mundial, a qual vem crescendo a taxas muito mais elevadas do que o investimento, a produção e o comércio internacional. Após retomar os principais aspectos que conferem às relações financeiras a primazia na nova dinâmica econômica, são discutidas a importância da incorporação da instabilidade à lógica de funcionamento do novo binômio “regime de acumulação/modo de regulação”, a metamorfose sofrida pelas crises financeiras, a crescente fragilidade sistêmica e os mecanismos utilizados para a neutralização dos abalos e crises ao longo das décadas de 1980 e 1990. Em seguida, examina-se a influência decisiva exercida pela nova regulação da moeda e das finanças sobre a configuração e a dinâmica

³ Cf. Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – la internacionalización del capital financiero – Escala del siglo XX. México, Clacsa, 1998.*

assumidas pelas demais formas institucionais que compõem o atual binômio, enfatizando que as transformações da forma institucional regime monetário e financeiro não ocorrem de forma endógena, mas em articulação com as mutações na relação concorrencial intercapitalista (subordinação do capital produtivo à lógica imposta pela esfera financeira), na relação trabalho (flexibilização das relações trabalhistas e redução e precarização do emprego), na forma de organização do Estado (subordinado aos interesses da esfera financeira) e no regime internacional (no qual imperam a supremacia do dólar e a hegemonia mundial dos Estados Unidos). Ao final do capítulo discute-se o teor de algumas das principais propostas que vem sendo apresentadas para redefinir o marco regulatório da moeda e das finanças predominante no capitalismo do final do século XX — dada a sua inadequação para fomentar um novo ciclo de crescimento sustentado do capital produtivo —, indicando as barreiras e os limites para a implementação de medidas que abalem minimamente os pilares de sustentação do atual regime monetário e financeiro.

Nas conclusões gerais da tese, reafirma-se a convicção de que as últimas três décadas do século XX, longe de se caracterizarem pela simples retomada de tendências antigas do capitalismo mundial ou de representarem um período de transição, remoção dos escombros da velha ordem e preparação dos alicerces de uma nova ordem mundial, testemunharam a construção e a consolidação de um novo modelo, de um novo paradigma de capitalismo, com lógica de acumulação própria e com padrão de repartição da renda e da riqueza bem-definido e peculiar. Com base nessa perspectiva, discutem-se as conseqüências e possíveis tendências de uma etapa do capitalismo em que as finanças, de atividade sinérgica fundamental para o desenvolvimento do capital produtivo, como ocorria no fordismo, converteram-se num instrumento constrangedor para a acumulação produtiva no novo regime monetário e financeiro, subordinando o capital produtivo à sua lógica especulativa e de curto prazo e impedindo a retomada de um crescimento mais vigoroso da economia em âmbito mundial. Entende-se que, da maneira como estão estruturadas a forma institucional regime monetário e financeiro mundialmente hegemônica e as suas interações com as demais formas institucionais, não se pode afirmar que o capitalismo atual esteja regido por um regime de acumulação e por um modo de regulação estruturados de forma a permitir uma expansão econômica perene, sustentada e igualitariamente distribuída e a garantir a construção de uma projeção coletiva de futuro minimamente aceitável do ponto de vista do bem-estar social. Em outras palavras, uma nova fase de expansão material vigorosa do sistema capitalista, com inclusão e coesão social, exige uma transformação profunda das formas institucionais ora vigentes. Estas, pelas suas

contradições e por suas características endogenamente instáveis, parecem semear crises econômicas sistêmicas (fruto da dinâmica operativa do regime monetário e financeiro) e convulsões sociais (como resultado das tensões provocadas pela deterioração dos padrões de vida e marginalização social dentro dos países e pela exclusão de regiões inteiras do planeta do bem-estar econômico) que, a manter-se o quadro e a dinâmica atuais, poderão se materializar ao longo da primeira década do século XXI.

PARTE 1

ECONOMIA CAPITALISTA MUNDIAL PÓS-1973: CONSTRUÇÃO DE UM NOVO EDIFÍCIO OU DESMORONAMENTO DE UM EDIFÍCIO ANTIGO?

Era muito cedo, pela manhã. As ruas estavam limpas e desertas. Dirigia-me à estação. Ao confrontar o meu relógio com o da torre, compreendi que era mais tarde do que eu pensava e que deveria apressar-me. A impressão que me produziu esse atraso deixou-me inseguro quanto ao meu caminho, já que ainda não conhecia bem aquela cidade. Felizmente havia um policial nas proximidades. Corri até ele e perguntei-lhe, ofegante, qual era o caminho. Sorriu e me disse:
— *Por mim queres conhecer o caminho?*
— *Sim — disse —, não posso achá-lo por mim mesmo.*
— *Renuncia, renuncia — disse, e se voltou brusca-mente, como alguém que quer ficar a sós com o seu riso.*

Franz Kafka, "Renúncia"

O ano de 1973, em virtude da primeira crise do petróleo — insumo-chave do processo de acumulação industrial do século XX — e do início de um período recessivo nas principais economias capitalistas desenvolvidas, consolidou-se na literatura econômica como o marco histórico da crise que interrompeu o longo período de crescimento econômico acelerado iniciado após a Segunda Guerra Mundial, muito embora as razões mais qualitativas para explicar essa desaceleração da economia mundial possam ser identificadas já na segunda metade da década de 1960. Conquanto exista um evidente consenso entre os inúmeros autores que vêm tentando interpretar os acontecimentos mundiais no final do século XX de que algo de significativo mudou na economia mundial e no modo de funcionamento do capitalismo desde a primeira metade dos anos 1970, o mesmo não ocorre quando se trata de avaliar a extensão, o caráter, a profundidade e a importância dessa mudança, objeto de interpretações variadas e de muita controvérsia. Afinal, a economia capitalista mundial pós-1973 tem as características de um novo edifício, responsável por uma nova coesão na história do capitalismo contemporâneo e por um novo ciclo econômico com lógica de acumulação própria? Ou registra o progressivo desmoronamento de um edifício, o esgotamento e o fim da coesão de um ciclo de acumulação já incapaz de garantir uma nova rodada de expansão material? Neste caso, constituiria um período transitório no qual ainda não é possível vislumbrar os elementos definitivos que alicerçariam um novo edifício, ou então um período que envolveria apenas a retomada de um processo anterior, interrompido pelas guerras mundiais e pela etapa de crescimento do pós-guerra, sem qualquer novidade substancial que o singularize?

Em face da ampla e variada literatura econômica sobre o tema, a proposta desta primeira parte do trabalho é selecionar e apresentar brevemente as teses de alguns dos diversos autores que vêm tentando interpretar os rumos do capitalismo mundial após a crise dos anos 1970, sobretudo aqueles que se utilizam de um instrumental teórico crítico em relação à teoria econômica dominante. Sem a preocupação de realizar uma análise extensiva do tema, uma vez que a escala e a velocidade das publicações tomam esse empreendimento infundável, são apresentados alguns poucos trabalhos cuja ênfase está voltada, em maior ou menor grau, para cada uma das interpretações alternativas destacadas na indagação que dá título a esta parte da tese.

1.1 Um novo edifício

No grupo dos autores que enfatizam a idéia de que o período pós-1973 registra a construção de um novo edifício no âmbito da história do capitalismo, independentemente da estabilidade, da adequação ou dos interesses sociais aí predominantes, foram aqui selecionados o trabalho de Angus Maddison, em que o autor defende a tese da emergência de uma nova fase de desenvolvimento do capitalismo a partir do esgotamento da “Era de Ouro”, e as análises empreendidas por dois autores que, embora não originalmente regulacionistas, valem-se do instrumental da teoria francesa da regulação para desenvolver seus trabalhos: David Harvey, com sua tese da construção de um “modo de regulação flexível” em substituição ao “modo de regulação fordista” vigente nos trinta anos posteriores à Segunda Guerra Mundial, e François Chesnais e seu “regime de acumulação sob dominância financeira”.

Maddison e a nova fase de desenvolvimento capitalista

Para Angus Maddison,¹ o período pós-1973 caracteriza uma nova fase do desenvolvimento capitalista mundial, qualitativamente diferente da “Era de Ouro”, ou “Idade de Ouro do Capitalismo”, vivida no pós-guerra. A desaceleração da economia mundial a partir de 1973 não configuraria uma interrupção temporária da “Era de Ouro” (1950-73), mas uma nova fase, com estrutura institucional e características de política econômica próprias e substancialmente distintas daquelas vigentes na fase anterior.

Maddison constrói sua teoria das fases de desenvolvimento do capitalismo em contraposição à teoria das ondas longas do capitalismo industrial. A partir da crítica às análises sobre ondas longas desenvolvidas por Kondratieff, Kuznets-Abramovitz e Schumpeter, bem como às recuperações desse tipo de análise empreendidas por autores tão distintos quanto Rostow e Mandel, Maddison identifica insuficiências metodológicas, contrapõe estimativas quantitativas sobre as taxas de crescimento das principais economias capitalistas e refuta a existência de movimentos rítmicos regulares de longo prazo na atividade econômica, defendendo que a explicação para as mudanças no ritmo do desenvolvimento capitalista não deve ser buscada em ondas longas sistemáticas, mas em perturbações específicas de caráter *ad hoc* (choques sistêmicos).

¹ Ver Maddison, Angus. *Phases of capitalism development*. Oxford University Press, 1982; *Dynamic forces in capitalist development: a long-run perspective view*. Oxford University Press, 1991.

Com base em sua “análise quantitativa empírica”, Maddison desenvolveu um método que lhe permitiu constatar a existência de fases distintas na *performance* econômica ao longo da história do capitalismo industrial.² Tal método envolve o levantamento e análise de séries de tempo anuais dos principais indicadores de atividade econômica para os dezesseis países que compõem o núcleo central da economia capitalista (oito indicadores macroeconômicos de crescimento e de características cíclicas³), bem como cinco características sistêmicas não quantificáveis para os mesmos países (ambiente institucional e abordagens de política econômica⁴), identificando os pontos críticos fundamentais na mudança de comportamento e de ritmo do crescimento econômico. A partir de suas estimativas, Maddison distingue quatro fases do processo de desenvolvimento capitalista, cada qual com estrutura institucional e características de política econômica peculiares e significativa coerência interna: a fase “liberal” (1820-1913), a fase “*beggar-your-neighbour*” (1913-50), a “Era de Ouro” (1950-73) e a fase dos “objetivos cautelosos” (1973 em diante).

De uma fase para outra há mudanças tendenciais decisivas, traduzidas por mudanças institucionais e de política econômica e governamental geralmente iniciadas por algum tipo de “choque sistêmico” que perturba os padrões de intercâmbio internacional. Tais choques, responsáveis pela mudança no ritmo do desenvolvimento capitalista e pela necessidade de utilização de novos instrumentos de política, podem ser, em alguns casos, eventos exógenos ou acidentais não previsíveis, ou, em outros casos, fruto de situações inerentemente instáveis que atingem seu limite e se rompem (o colapso do sistema de taxas fixas de câmbio de Bretton Woods é citado como exemplo). Além dos acidentes históricos (choques sistêmicos), Maddison também enfatiza a importância, o papel e o impacto dos erros e sucessos da política econômica sobre a *performance* econômica.

A partir de sua metodologia e dos critérios estabelecidos, Maddison conclui que a emergência de uma quarta fase do desenvolvimento capitalista após 1973 é bastante clara: as recessões de 1974-75 e 1980-82 representaram uma profunda ruptura no

² As fases de crescimento identificadas por Maddison atendem a quatro requisitos básicos postulados por Kuznets: cada fase (estágio, na terminologia de Kuznets) deve ser identificada por características verificáveis e quantificáveis; a magnitude dessas características deve variar de uma fase para outra segundo padrões reconhecíveis; deve haver alguma indicação do por quê e quando as fases terminam e começam; é necessário identificar o universo para o qual a classificação da fase é aplicada. Ver Maddison, *Dynamic forces...*, loc. cit., pp. 114-118.

³ Taxa de crescimento do produto, produto *per capita*, estoque de capital, volume de exportação, variações cíclicas no produto e nas exportações, nível de desemprego e taxa de crescimento dos preços.

⁴ Gerenciamento da demanda pelo governo (*trade-off* entre desemprego e inflação), poder de barganha dos trabalhadores, grau de liberdade para o comércio e para os movimentos internacionais de fatores e o caráter do mecanismo de pagamentos internacional.

crescimento do pós-guerra e afetaram simultaneamente todos os dezesseis países analisados. Maddison fundamenta sua tese de que o período pós-1973 representa uma nova fase com base no desempenho dos indicadores de preços, desemprego e comportamento do produto e da produtividade (Tabela 1), bem como nas mudanças do sistema monetário internacional e do sistema de pagamentos (colapso do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, substituído por um sistema de taxas flutuantes), na política governamental no que se refere aos níveis de demanda (prioridade para a estabilidade de preços, e não mais para o pleno emprego da “Era de Ouro”), no comportamento e nas expectativas do mercado de trabalho (enfraquecimento dos sindicatos e flexibilidade de salários) e na grande abertura dos mercados de capitais. O sistema econômico passou a se comportar de maneira diferente, criando novas tarefas e desafios para a política econômica e dificultando a conciliação de objetivos de política distintos.⁵ Apesar da *performance* inferior da fase pós-1973 em relação à “Era de Ouro” em quase todos os quesitos importantes, a fase dos “objetivos cautelosos” é mais estável e apresenta um crescimento do produto *per capita* maior do que as duas primeiras fases, anteriores a 1950 (Tabela 2).

Tabela 1
Indicadores de *performance* macroeconômica para dezesseis países¹
1950-89

Indicadores	1950-73	1973-89
Taxa de cresc. real do PIB	4,9	2,6
Taxa de cresc. real do PIB <i>per capita</i>	3,8	2,1
Taxa de cresc. da produtividade	4,5	2,3
Taxa de cresc. preços ao consumidor	4,1	7,3
Taxa de desemprego	2,6	5,7

Fonte: Maddison, Angus. *Dynamic forces in capitalist development: a long-run comparative view*. Oxford University Press, 1991, várias tabelas.

(1) Taxas aritméticas médias anuais percentuais para Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Inglaterra, Itália, Japão, Noruega, Suécia e Suíça.

A deterioração da *performance* econômica após 1973, sintetizada nos dados da Tabela 1, leva Maddison a levantar e discutir três grandes questões, apresentadas a seguir.⁶

⁵ Cf. Maddison, *Dynamic forces...*, loc. cit., p. 123.

⁶ *Ibidem*, cap. 6.

Tabela 2
Crescimento do produto para dezesseis países¹ nas diferentes fases
1870-1989

Fases	PIB	PIB <i>per capita</i>
1870-1913	2,5	1,4
1913-1950	2,0	1,2
1950-1973	4,9	3,8
1973-1989	2,6	2,1

Fonte: Maddison, op. cit., várias tabelas.

(1) Taxas aritméticas médias anuais percentuais para Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Inglaterra, Itália, Japão, Noruega, Suécia e Suíça.

1) Em que medida a boa performance dos anos 1950 e 1960 pode ser atribuída à sorte ou à política econômica? Se atribuída à política econômica, em que medida ela difere daquelas praticadas antes e depois da "Era de Ouro"?

Para Maddison, o sucesso da "Era de Ouro" se deveu em boa medida à adequação das políticas econômicas, auxiliadas por circunstâncias temporariamente favoráveis de crescimento rápido e inflação baixa. O autor destaca quatro características principais do período:

- reaplicação bem-sucedida de políticas liberais nas transações internacionais (liberalização do comércio e renascimento do mercado internacional de capitais; as exportações se multiplicaram por sete no período 1950-73);
- promoção governamental de demanda doméstica flutuante (ativismo fiscal e aumento do gasto público para impulsionar oferta e demanda e permitir pleno emprego de recursos);
- políticas e circunstâncias que mantiveram a inflação relativamente baixa em condições de demanda muito elevada (fatores de oferta excepcionais e aspectos institucionais e de política econômica difíceis de se repetir, tais como taxas de câmbio fixas, forte influência internacional da taxa de inflação do país com moeda-chave — Estados Unidos —, remoção de barreiras ao comércio, estabilidade de preços de *commodities*-chave, oferta elástica de trabalho, ambiente moderado nas negociações salariais e instituições e expectativas não ajustadas à inflação contínua — presença de ilusão monetária);
- reserva de possibilidades de crescimento, que permitiu uma pronta resposta da oferta na Europa e no Japão aos elevados níveis de demanda (a demanda aquecida manteve o pleno emprego e estimulou o rápido crescimento do investimento, os estoques de capital registraram crescimento sem precedentes, o trabalho deslocou-

se de atividades de baixa produtividade para empregos mais lucrativos, as barreiras ao comércio internacional foram removidas e a especialização internacional foi aprimorada).

2) *O que causou a subsequente deterioração a partir de 1973? Em que medida ela se deveu a um acúmulo de acidentes e erros de política econômica ou ao término inevitável das circunstâncias prévias favoráveis?*

Segundo Maddison, a “Era de Ouro” terminou em virtude de uma complexa teia de razões interativas muito difícil de desenredar. O autor destaca quatro elementos principais:

- o colapso desordenado do sistema de taxas fixas de câmbio de Bretton Woods, em razão da vulnerabilidade de longo prazo do país com reserva monetária mundial (enfraquecimento do balanço de pagamentos dos Estados Unidos e colapso do sistema monetário internacional desenhado em Bretton Woods, com o fim da conversibilidade do dólar em ouro, que havia garantido pouca incerteza às decisões de investimento durante a “Era de Ouro”);
- a erosão dos freios aos preços e a emergência de fortes expectativas inflacionárias como elemento principal na determinação de salários e preços (a desvalorização do dólar teve consequências inflacionárias, pressionando os preços de manufaturados e de *commodities*, enfraquecendo a demanda e alimentando expectativas inflacionárias);
- o choque provocado pela multiplicação por dez dos preços do petróleo (os choques de 1973-74 e 1979, patrocinados pela política de preços da Opep, provocaram seis tipos de danos às economias ocidentais: piora dos termos de troca, mudanças estruturais de preços, de demanda e de produto, aumento da inflação, reforço das expectativas inflacionárias, criação de problemas de pagamentos e incerteza quanto à reciclagem dos excedentes da Opep);
- a erosão dos excepcionais fatores de oferta até então vigentes (queda da produtividade do trabalho, o emprego cresceu menos do que a força de trabalho — controle da inflação por meio de desemprego —, desaceleração do crescimento do estoque de capital líquido e desaceleração na formação de capital — estoque líquido cresce mais lentamente que o bruto).

Para Maddison, exceto pelo momento em que ocorreram os choques do petróleo, as razões acima apontadas para o esgotamento da “Era de Ouro” não podem ser atribuídas a erros de política econômica ou a uma má sorte inusitada. A erosão das circunstâncias particularmente favoráveis da “Era de Ouro” era inevitável no longo prazo.

Os novos problemas representados por inflação de dois dígitos, taxas de câmbio flutuantes, mercados de capitais muito abertos e choques nos balanços de pagamentos e nos termos de troca, além de modificarem as expectativas e o comportamento do setor privado, de empresários e de sindicatos, passaram a produzir significativas mudanças nos objetivos e nas táticas das políticas econômicas oficiais, orientando-as para políticas mais cautelosas e menos eufóricas: luta contra a inflação e estratégia antiinflacionária cautelosa e prolongada; abandono do objetivo do pleno emprego, inclinação ideológica para o monetarismo e utilização do desemprego como corretivo útil; tentativa de reduzir o papel do governo na economia pelas administrações conservadoras dos Estados Unidos e Reino Unido na década de 1980, com redução de impostos diretos, desregulamentação e, no caso do Reino Unido, privatizações; sustentação da atividade econômica por meio de déficits fiscais, com aumento do tamanho do governo; política fiscal frouxa e forte aumento das taxas de juros americanas a partir dos anos 1980 para financiar déficits americanos; e abandono dos objetivos keynesianos de manutenção da demanda, apesar dos déficits.

3) Dadas as novas circunstâncias após 1973, qual foi o grau de acerto das políticas econômicas?

Os principais problemas de política econômica surgidos após 1973, bem como os acertos e custos de seu enfrentamento, foram, segundo Maddison:

- Enfrentar o desafio imposto pela Opep: a utilização mais eficiente e a redução da taxa média de consumo de energia em relação ao PIB pelos países desenvolvidos entre 1973 e 1989, bem como a substituição do petróleo da Opep por outras fontes, diminuíram o poder de barganha da Opep e romperam a ameaça representada pelo cartel, reduzindo seus preços pela metade após uma década.
- Romper as expectativas inflacionárias: as políticas antiinflacionárias obtiveram sucesso após o período 1974-82, quando atingiram seu pico. As políticas desinflacionistas adotadas, particularmente após 1982, levaram as taxas de inflação a padrões semelhantes aos vigentes na “Era de Ouro”, dividindo a fase pós-1973 em duas partes distintas, inclusive no que tange à evolução do produto (crescimento após 1981 é maior do que em 1973-81) e das taxas de juros praticadas, muito maiores nos anos 1980 (Tabela 3). As expectativas inflacionárias foram rompidas ao custo da elevação do desemprego.

Tabela 3
Indicadores de *performance* macroeconômica para dezesseis países¹
1973-89

Indicadores	1973-82	1982-89
Taxa de cresc. real do PIB <i>per capita</i>	1,9	2,4
Taxa de retorno títulos do governo de LP	0,4	5,1
Taxa de cresc. dos preços ao consumidor	9,6	4,5
Taxa de cresc. dos preços de exportação	10,5	1,7

Fonte: Maddison, op. cit., várias tabelas.

(1) Taxas aritméticas médias anuais percentuais para Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Inglaterra, Itália, Japão, Noruega, Suécia e Suíça.

- Conviver com um arranjo internacional de pagamentos provisório e economias muito abertas: desde o colapso do sistema de Bretton Woods não há um sistema monetário internacional plenamente aceito, o que tem produzido grandes e imprevisíveis flutuações nas taxas de câmbio, fluxos imensos de capital privado sem entraves de controles cambiais, déficits norte-americanos persistentes, riscos nas políticas de expansão econômica e incertezas externas. A dicotomia entre taxas de câmbio flutuantes (Estados Unidos, Reino Unido e Japão, engajados em mercados financeiros globais) e taxas fixas ajustáveis/bandas de flutuação (sistema monetário europeu, preocupado com a convergência inflacionária, estabilidade de preços e competitividade) concorre para aumentar as incertezas em relação à estabilidade cambial no mundo. Maddison vê alguns progressos na reconstrução de algum tipo de ordem monetária internacional a partir de 1985. O mercado internacional de capitais não entrou em crise e não houve colapsos financeiros nos anos 1980.⁷ Para o autor, a *performance* econômica no período 1981-89 (crescimento de 2,4% no PIB *per capita*) pode servir de guia das perspectivas futuras de longo prazo, mas a necessidade de redução dos índices de desemprego exige uma *performance* superior do produto. Seu prognóstico, contudo, é de crescimento lento, a menos que novos líderes venham a emergir com maior vigor do que os Estados Unidos.

O trabalho de Maddison é um dos mais completos existentes na literatura econômica no que se refere ao levantamento e análise de dados sobre a evolução das principais economias mundiais ao longo de um período de 170 anos de capitalismo industrial (1820-1989), constituindo fonte obrigatória para qualquer estudo

⁷ Os acontecimentos dos anos 1990, contudo, contrariaram em parte as expectativas otimistas de Maddison.

quantitativo sobre as fases do desenvolvimento capitalista. No que diz respeito ao período pós-1973, Maddison se esforça em identificá-lo como uma nova fase do desenvolvimento capitalista mundial, qualitativamente distinta da fase anterior (um novo edifício), muito embora encontre dificuldades naturais em definir claramente as características da nova estrutura institucional desenhada a partir da desaceleração econômica pós-1973.

Merece reparo, contudo, sua rejeição peremptória das teorias das ondas longas. De acordo com trabalho sobre as ondas longas do capitalismo industrial realizado por Veiga⁸, que utilizou dados estatísticos reunidos e apresentados pelo próprio trabalho de Maddison, é possível identificar padrões de regularidade e mudança no crescimento das economias líderes nos períodos 1831-1866 (Inglaterra) e 1871-1913 (Estados Unidos) — períodos utilizados por Maddison para demonstrar a inexistência de qualquer tipo de movimento rítmico na economia mundial — que impedem uma rejeição precipitada da tese de existência de ondas longas no capitalismo.⁹ Segundo Veiga, trabalhos como os de Alfred Kleinknecht e Jan Reijnders¹⁰, valendo-se de técnicas estatísticas mais avançadas, confirmam a existência das “ondas de Kondratieff”.

Nesse mesmo contexto levantado por Veiga, um último reparo pode ser feito quanto ao período pós-1973: a análise de Maddison, com base na agregação de dados dos principais países capitalistas, também envolve problemas, uma vez que as dinâmicas das economias desenvolvidas não evoluíram de forma sincronizada desde a desaceleração do crescimento econômico mundial iniciado nos primeiros anos da década de 1970. O tratamento agregado, sem levar em conta as peculiaridades de alguns países, pode conduzir a interpretações equivocadas, sobretudo num contexto político-econômico mundial fortemente hierarquizado.

Regulação e o novo regime de acumulação

A teoria da regulação surgiu e se desenvolveu como uma proposta alternativa, um novo paradigma teórico para a economia. Foi inicialmente desenvolvida por um grupo de pesquisadores franceses preocupados em refletir sobre a crise econômica

⁸ Veiga, José Eli. “As ondas longas do capitalismo industrial”. *Anais... II Encontro Nacional de Economia Política*, São Paulo, PUC, maio de 1997.

⁹ Algumas abordagens das ondas longas do capitalismo industrial serão apresentadas na segunda seção desta Parte I.

¹⁰ Kleinknecht, Alfred. *Innovation patterns in crisis and prosperity; Schumpeter's long cycle reconsidered*. MacMillan Press, 1987; Reijnders, Jan. *Long waves in economic development*. Edward Elgar, 1990.

mundial do capitalismo na década de 1970, e pode ser compreendida como fruto da crítica à ortodoxia econômica e do movimento por uma renovação do marxismo.¹¹ O objetivo original fundamental da teoria da regulação foi desenvolver uma estrutura de análise, caracterizada pela oposição dialética entre *regulação* e *crise* — os dois pólos inseparáveis da transformação social —, capaz de interpretar o desenvolvimento, as transformações e as crises das formações históricas específicas do capitalismo. Cada uma dessas formações, segundo a teoria da regulação, é caracterizada por um complexo inter-relacionamento entre um “regime de acumulação” e um “modo de regulação”, cada qual contendo suas formas historicamente específicas de valorização do capital, relações de classe, processos político-sociais e crises.¹²

Segundo Boyer, entende-se por *regime de acumulação*

“o conjunto das regularidades que asseguram uma progressão geral e relativamente coerente da acumulação do capital, ou seja, que permitem absorver ou repartir no tempo as distorções e desequilíbrios que surgem permanentemente ao longo do próprio processo”.¹³

Ou ainda, segundo Lipietz, um regime de acumulação

“descreve a estabilização a longo prazo da destinação do produto entre o consumo e a acumulação, o que implica uma correspondência entre a transformação das condições de produção e das condições da reprodução do trabalho assalariado. [...] um regime de acumulação é dado por um determinado esquema de reprodução. Se um regime de acumulação existe, é porque seu esquema de reprodução é coerente”.¹⁴

Já a categoria *modo de regulação* é definida pelos regulacionistas como

“todo conjunto de procedimentos e de comportamentos, individuais ou coletivos, com a tripla propriedade de: *reproduzir as relações fundamentais* através da conjunção de formas institucionais historicamente determinadas; *sustentar e ‘pilotar’ o regime de acumulação* em vigor; garantir a compatibilidade de um *conjunto de decisões*

¹¹ O marco inicial da Escola Francesa da Regulação é a tese de doutorado de Michel Aglietta, publicada em 1976 com o título *Régulation et crises du capitalisme: L'expérience des États-Unis* (Paris, Calmann-Lévy). A tese é de 1974 e sua edição em espanhol, utilizada nesta análise, é de 1979 (*Regulación y crisis del capitalismo*, México: Siglo Veintiuno). Os principais autores dessa escola, juntamente com Aglietta, são R. Boyer, A. Lipietz, A. Granou, B. Billaudot, H. Bertrand, J. Mistral, A. Orléan, B. Coriat, G. D. De Bernis, R. Delorme e B. Théret. A teoria da regulação, contudo, já conta com um universo de pelo menos uma dezena de “escolas”, segundo levantamento feito por Bob Jessop (“Regulation theories in retrospect and prospect”, *Economy and Society*, vol. 19, nº 2, 1990.). Apesar da diversidade, a preocupação com as formas e os mecanismos (instituições, redes, procedimentos, modos de cálculo e normas) que asseguram a reprodução ampliada do capital enquanto relação social é um aspecto constante em todas as abordagens regulacionistas (cf. Jessop, op. cit., p. 204).

¹² Cf. Hirsch, Joachim. “Globalização e mudança social: o conceito da teoria materialista do Estado e a teoria da regulação”. *Ensaio FTEL*. Porto Alegre: vol. 17, nº 1, 1998, p. 12.

¹³ Boyer, Robert. *A teoria da regulação*. São Paulo: Nobel, 1990, pp. 71-72.

¹⁴ Lipietz, Alain. *Miragens e milagres: problemas da industrialização no Terceiro Mundo*. São Paulo: Nobel, 1988, p.30.

descentralizadas, sem que seja necessária a interiorização dos princípios de ajustamento do sistema como um todo por parte dos atores econômicos”.¹⁵

Ou, ainda,

“é necessário que exista uma materialização do regime de acumulação, sob a forma de normas, costumes, leis, mecanismos reguladores, que assegure, através da rotina do comportamento dos agentes em luta uns contra os outros, a unidade do processo, o respeito aproximativo do esquema de reprodução. Esse conjunto de regras interiorizadas e de procedimentos sociais, que incorpora o social nos comportamentos individuais, é o que se chama de *modo de regulação*”.¹⁶

A estabilidade de uma formação histórica do capitalismo só é possível se houver um regime de acumulação e um correspondente modo de regulação, articulados entre si e traduzidos por um conjunto de formas institucionais (relação trabalho, relação concorrencial intercapitalista, regime monetário e financeiro, forma de organização do Estado e relação com o regime internacional) de forma a garantir uma certa regularidade, certa permanência à reprodução social. É esse binômio que sustenta, na verdade, um modelo de desenvolvimento. Pode-se inferir a partir dessa concepção que, se cada fase do desenvolvimento de uma formação histórica do capitalismo é definida por um regime de acumulação específico e um modo de regulação a ele adaptado, as grandes crises são provocadas pela inadequação, pela ruptura na relação entre acumulação e regulação. A solução para a crise de uma formação capitalista consiste numa reorganização eficaz do regime de acumulação e seu modo de regulação. Contudo, quando se extrapola a análise de uma formação capitalista específica (nacional) para o sistema capitalista mundial, com suas relações de desigualdade, dominação e dependência, é preciso identificar o modo globalmente dominante de acumulação e regulação e constatar que uma crise global do capitalismo exige também a reconstrução de um sistema funcional de regulação internacional, em que o processo de acumulação global requer suas próprias instituições e mecanismos inter e supranacionais.

De acordo com o instrumental analítico da teoria da regulação, portanto, os eventos que marcaram o capitalismo mundial pós-1973 devem ser entendidos sob a ótica de um processo de transição no regime de acumulação e no modo de regulação a ele associado. O ano de 1973 sinalizaria a crise de uma formação capitalista global histórica em razão do fim da coesão entre um regime de acumulação e um modo de regulação construídos no pós-guerra e que predominaram durante a “Era de Ouro” do capitalismo, compondo o que os regulacionistas denominaram “fordismo”. Segundo

¹⁵ Boyer, op. cit., p. 80 (grifos no original).

¹⁶ Lipietz, op. cit., p. 30.

Lipietz,

“o regime de acumulação dominante nos países da OCDE nos anos do pós-guerra — um regime de acumulação intensiva baseado no consumo de massa — é acompanhado por um modo de regulação muito diferente daquele do capitalismo do século XIX, uma vez que inclui contratualização de salários, aumento de salário indireto, moeda-crédito como moeda de curso legal e políticas estatais keynesianas. Nós chamamos isso regulação monopolista e, como um tributo a Gramsci, chamamos esse tipo de acumulação, combinado com esse modo de regulação, fordismo”.¹⁷

Para Aglietta, o fordismo caracteriza

“um novo estágio da regulação do capitalismo, o do regime de acumulação intensiva, no qual a classe capitalista tenta gerir a reprodução global da força de trabalho assalariada mediante íntima articulação entre as relações de produção e mercantis, por meio das quais os trabalhadores assalariados adquirem seus meios de consumo. O fordismo é, pois, o princípio de uma *articulação do processo de produção e do modo de consumo*, que instaura a produção em massa, chave da universalização do trabalho assalariado”.¹⁸

A crise do sistema fordista na primeira metade dos anos 1970 colocou para os teóricos regulacionistas a tarefa de identificar as características do novo binômio acumulação–regulação, do novo edifício construído a partir de então. Apresentam-se a seguir as teses de dois autores que, se não podem ser considerados regulacionistas de origem, usam explicitamente os instrumentos regulacionistas para suas análises: David Harvey e François Chesnais.

Harvey e a acumulação flexível

Para David Harvey,¹⁹ o colapso do sistema fordista-keynesiano a partir de 1973 iniciou um período de rápida mudança, de fluidez e de incerteza. Desde meados da década de 1960, esse sistema vinha se mostrando incapaz de conter as contradições inerentes ao capitalismo. Na superfície, tais dificuldades podem ser apreendidas por uma palavra, segundo Harvey: *rigidez*. Rigidez dos investimentos de capital fixo de larga escala e de longo prazo em sistemas de produção em massa, rigidez nos mercados e nos contratos de trabalho regulamentados e rigidez dos compromissos do Estado com os programas de seguridade social (*Welfare State*) e de defesa. O único

¹⁷ Lipietz, apud Faria, Luiz Augusto E., Conceição, Octavio A. C. e Bello, Teresinha da S. (orgs.). *Desvendando a espuma: reflexões sobre a crise, regulação e capitalismo brasileiro*. Porto Alegre: FEE, 1989, p. 21.

¹⁸ Aglietta, op. cit., pp. 93-94.

¹⁹ Ver Harvey, David. *Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 1989, Parte II.

instrumento de resposta flexível para manter a economia estável era a política monetária, o que acabou abrindo espaço para uma onda inflacionária que acabaria por solapar a expansão do pós-guerra. A recessão de 1973 pôs em movimento um conjunto de processos que deterioraram as bases do compromisso fordista, transformando as décadas de 1970 e 1980 num conturbado período de reestruturação econômica e reajustamento social e político.

É no espaço social criado por todas essas oscilações e incertezas, segundo Harvey, que

“uma série de novas experiências nos domínios da organização industrial e da vida social e política começou a tomar forma. Essas experiências podem representar os primeiros ímpetus da passagem para um regime de acumulação inteiramente novo, associado com um sistema de regulação política e social bem distinta. A *acumulação flexível*, como vou chamá-la, é marcada por um confronto direto com a rigidez do fordismo. Ela se apoia na flexibilidade dos processos de trabalho, dos mercados de trabalho, dos produtos e padrões de consumo. Caracteriza-se pelo surgimento de setores de produção inteiramente novos, novas maneiras de fornecimento de serviços financeiros, novos mercados e, sobretudo, taxas altamente intensificadas de inovação comercial, tecnológica e organizacional. A acumulação flexível envolve rápidas mudanças dos padrões de desenvolvimento desigual, tanto entre setores como entre regiões geográficas, criando, por exemplo, um vasto movimento no emprego no chamado ‘setor de serviços’, bem como conjuntos industriais completamente novos”.²⁰

Com base na análise das características do fordismo e nas incertezas geradas por sua crise a partir de 1973, Harvey enfatiza, contudo, não estar claro

“se os novos sistemas de produção e de *marketing*, caracterizados por processos de trabalho e mercados mais flexíveis, de mobilidade geográfica e de rápidas mudanças práticas de consumo garantem ou não o título de um novo regime de acumulação nem se o renascimento do empreendimento e do neoconservadorismo, associado com a virada cultural para o pós-modernismo, garante ou não o título de um novo modo de regulação. Há sempre o perigo de confundir as mudanças transitórias e efêmeras com as transformações de natureza mais fundamental da vida político-econômica. Mas os contrastes entre as práticas político-econômicas da atualidade e as do período de expansão do pós-guerra são suficientemente significativos para tornar a hipótese de uma passagem do fordismo para o que poderia ser chamado de regime de acumulação ‘flexível’ uma reveladora maneira de caracterizar a história recente”.²¹

As mudanças apontadas por Harvey na transição do regime fordista para a acumulação flexível são abrangentes. No que tange ao mercado de trabalho, houve uma radical reestruturação. O trabalho organizado e regular cedeu espaço para o trabalho em tempo parcial, temporário ou subcontratado (regimes e contratos de trabalho mais flexíveis). A acumulação flexível minou as bases das políticas

²⁰ Ibidem, p. 140.

²¹ Ibidem, p. 119.

trabalhistas do regime fordista e produziu níveis elevados de desemprego “estrutural”, rápida destruição e reconstrução de habilidades, ganhos modestos ou nenhum ganho para os salários reais e retrocesso do poder sindical. Em paralelo às transformações do mercado de trabalho, ocorreram mudanças igualmente importantes na organização industrial. As economias de escopo obtidas por uma crescente capacidade de manufatura de uma variedade de bens a preços baixos e em pequenos lotes substituíram as economias de escala buscadas na produção em massa do regime fordista. A subcontratação organizada e a produção em pequenos lotes superaram a rigidez do sistema fordista e atenderam a uma gama mais ampla de necessidades do mercado. O uso de novas tecnologias produtivas (automação e robótica) e de novas formas organizacionais (como o gerenciamento de estoques “*just-in-time*”) permitiram a aceleração do tempo de giro na produção que, aliada à redução no tempo de giro do consumo em vários setores, garantiram a elevação da lucratividade capitalista. Já no âmbito das corporações, a “desregulamentação” (outro *slogan* político da era da acumulação flexível, segundo Harvey) significou o aumento da monopolização em vários setores, estimulando um processo maciço de fusões, aquisições e diversificações corporativas.

Contudo, é o extraordinário desabrochamento e transformação dos mercados financeiros que constitui, para Harvey, a verdadeira novidade do capitalismo nas décadas de 1970 e 1980. A reorganização e a crescente complexidade do sistema financeiro mundial permitiu a formação de conglomerados e corretores financeiros de extraordinário poder global, bem como uma rápida proliferação e descentralização de atividades e fluxos financeiros por meio da criação de instrumentos e de mercados financeiros inéditos. A desregulamentação e a inovação financeira num sistema global altamente integrado, coordenado pelas comunicações instantâneas, a formação de um mercado de ações global, de mercados futuros de mercadorias e de dívidas globais, de acordos de compensação recíproca de taxas de juros e de moedas, ao lado da acelerada mobilidade geográfica de fundos, significaram, pela primeira vez, a criação de um único mercado mundial de dinheiro e de crédito.²²

“Tem havido fases da história capitalista — de 1890 a 1929, por exemplo — em que o ‘capital financeiro’ (como quer que seja definido) parece ocupar uma posição de fundamental importância no capitalismo — apenas para perder essa posição nas crises especulativas que sobrevêm. Na atual fase, contudo, o que importa não é tanto a concentração de poder em instituições financeiras quanto a explosão de novos instrumentos e mercados financeiros, associada à ascensão de sistemas altamente sofisticados de coordenação financeira em escala global. Esse sistema financeiro foi o

²² *Ibidem*, p. 152.

que permitiu boa parte da flexibilidade geográfica e temporal da acumulação capitalista. A nação-Estado, embora seriamente ameaçada como poder autônomo, retém mesmo assim grande poder de disciplinar o trabalho e de intervir nos fluxos de mercados financeiros, enquanto se torna muito mais vulnerável a crises fiscais e à disciplina do dinheiro internacional. Estou, portanto, tentado a ver a flexibilidade conseguida na produção, nos mercados de trabalho e no consumo antes como um resultado da busca de soluções financeiras para as tendências de crise do capitalismo do que o contrário. Isso implicaria que o sistema financeiro alcançou um grau de autonomia diante da produção real sem precedentes na história do capitalismo, levando este último a uma era de riscos financeiros igualmente inéditos. [...] [S]e quisermos procurar alguma coisa verdadeiramente peculiar (em oposição ao 'capitalismo de sempre') na atual situação, deveremos concentrar o nosso olhar nos aspectos financeiros da organização capitalista e no papel do crédito".²³

A grande indagação de Harvey ao final de seu trabalho sobre a transição do fordismo para a acumulação flexível é se essa transformação é verdadeiramente sólida, isto é, se assinalam o nascimento de um novo regime de acumulação capaz de conter as contradições do capitalismo, ou se constitui apenas um reparo temporário, um momento de transição de dolorosa crise na configuração do capitalismo do final do século XX. Harvey não partilha da idéia de que se tenha atingido o auge de uma ruptura radical em todas as dimensões da vida socioeconômica e política, nem tampouco da tese de que não haja nenhuma novidade na busca capitalista por maior flexibilidade ou evidências de que venha ocorrendo uma mudança na maneira de operação do capitalismo. Harvey entende que a idéia de uma transição do fordismo para a acumulação flexível situa-se em algum ponto entre essas duas posições extremadas. "As tecnologias e formas organizacionais flexíveis não se tornaram hegemônicas em toda parte — mas o fordismo que as precedeu também não".²⁴ As conclusões de Harvey, como ele próprio enfatiza, têm natureza provisória. Mas procuram claramente indicar a construção de um novo edifício, um novo binômio regime de acumulação — modo de regulação para o capitalismo após 1973.

Chesnais e o regime de acumulação sob dominância financeira

François Chesnais²⁵ entende que os impasses e as contradições nos quais desembocou a acumulação dos "trinta gloriosos", a crise da regulação fordista,

²³ Ibidem, pp. 181-184.

²⁴ Ibidem, p. 179.

²⁵ Ver: Chesnais, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996; Chesnais, François. "A emergência de um regime de acumulação mundial predominantemente financeiro". *Praga – Estudos Marxistas*. São Paulo: Hucitec, nº 3, 1997; Chesnais, François. "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica". In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

acabaram produzindo uma série de transformações que permitiram uma nova configuração ao capitalismo mundial e aos mecanismos que comandam seu desempenho e sua regulação. A nova fase de acumulação de capital de longo período, a fase de “mundialização do capital”, caracteriza, segundo Chesnais, um daqueles momentos da história do capitalismo em que numerosos fatores se conjugam e deságuam num novo conjunto de relações internacionais e internas que “formam um sistema” e que modelam a vida social em todas as suas dimensões, e não apenas no plano econômico.²⁶

Esta nova fase traduz a emergência de um novo regime de acumulação, sensivelmente diferente do regime fordista que predominou entre a Segunda Guerra Mundial e meados da década de 1970. Alguns aspectos do novo contexto macroeconômico mundial são marcantes: baixas taxas de crescimento econômico; extrema centralização e concentração do capital; interpenetração das finanças e da indústria (como na época imperialista), com mudanças nas estratégias de investimento industriais, sob influência da esfera financeira e da preferência pela liquidez, e redução do horizonte temporal de valorização do capital industrial (*short-termism*); conjuntura mundial instável e entrecortada por sobressaltos monetários e financeiros de rápida e ampla propagação pelos mercados mundiais; flexibilização do trabalho e desregulamentação salarial, desemprego estrutural elevado e exclusão social (“darwinismo” social); forte concorrência e conflitos comerciais entre as grandes potências e marginalização de regiões inteiras do sistema de trocas; desinflação nas economias industrializadas e deflação de preços de produtos primários (dos quais dependem os países pobres); crescimento muito forte dos indicadores relativos ao valor nominal dos ativos financeiros e desenvolvimento simultâneo de rendimentos expressivos de origem financeira, com reconstituição e fortalecimento de grupos sociais definíveis como “rentistas”; novas formas de centralização de gigantescos capitais financeiros (fundos mútuos e de pensão), cuja obsessão é a rentabilidade com liquidez.

Esses elementos, longe de constituírem uma simples soma de fenômenos isolados, fazem parte de um todo, de um sistema que compõe um novo regime de acumulação designado por Chesnais como “regime de acumulação mundial sob dominância financeira” ou “regime de acumulação financeirizada mundial”, denominação que procura salientar o comando do novo regime a partir da esfera financeira, bem como suas características rentistas. Embora se baseie, segundo Chesnais, nas transformações da “relação salarial” (relação trabalho), isto é, na

²⁶ Chesnais, *A mundialização do capital*, loc. cit., p. 14.

flexibilização do trabalho, na desregulamentação salarial e no aumento da taxa de exploração (níveis de salário, duração dos contratos, “flexibilidade” da contratação e condições de trabalho nas empresas), o funcionamento do novo regime “é ordenado sobretudo pelas operações e pelas escolhas de formas de capital financeiro mais concentradas e centralizadas do que em qualquer período anterior do capitalismo”.²⁷

Três setores ou complexos de indústrias ocupam posição central no novo regime de acumulação, segundo Chesnais: o setor financeiro, o complexo de indústrias situadas na conexão da informática e das telecomunicações e as indústrias de “comunicação” e de cultura mercantilizada (“multimídia”). Apesar da importância do processo de centralização e concentração industriais e da formação de oligopólios mundiais, o que caracteriza o novo regime de acumulação mundializado para Chesnais não é o lugar que nele ocupam os grandes grupos industriais, mas as enormes instituições financeiras bancárias e, em especial, as não-bancárias: os grandes fundos de pensão, os grandes fundos de aplicação coletiva e de gestão de carteira de títulos (fundos mútuos) e os grupos de seguros, responsáveis por novas modalidades de entrelaçamento entre as finanças e a grande indústria.²⁸ A baixa rentabilidade dos investimentos industriais a partir do esgotamento do regime de acumulação fordista foi o ponto de partida para o processo de reconstituição progressiva de uma massa de capitais que passou a valorizar-se de forma financeira. Isto só foi possível, contudo, graças à liberalização e à desregulamentação financeiras permitidas pelo fim do sistema de Bretton Woods e implementadas no âmbito da “revolução conservadora” do final dos anos 1970, em que as forças políticas mais anti-sociais dos países da

²⁷ Chesnais, “A emergência de um regime...”, loc. cit., p. 21. Segundo Guttman, o processo de mundialização do capital, assim denominado por Chesnais, abrange “o aumento da importância do comércio exterior nas economias nacionais, a evolução das multinacionais no sentido de se tornarem redes mundiais de produção, reorganizando sucessivamente os vários setores industriais em oligopólios mundiais, e, também, importantes progressos tecnológicos, que ajudam a contornar as barreiras geográficas. Mas em setor algum essa tendência à mundialização avançou tanto quanto no campo das instituições e mercados financeiros. Estes tornaram-se muito integrados em escala global, estimulados, ao mesmo tempo, por moedas sem Estado, sob a forma de eurodivisas; por serviços mundiais de administração de caixa e por estratégias de financiamento que possibilitam às corporações conciliar suas extensas redes de produção e de distribuição. Estes mercados são igualmente reforçados pela crescente importância dos fundos mútuos e fundos de pensão, que reúnem as poupanças da classe média, e a ligação transacional informatizada de mercados de ativos” (Guttman, Robert. “As mudanças do capital financeiro”. In: Chesnais (org.), loc. cit., pp. 87-88).

²⁸ “Essas instituições financeiras não-bancárias comandam massas financeiras tão grandes que, se as compararmos com as da maior parte dos grandes bancos, estas parecem pequenas. São esses operadores financeiros de um tipo qualitativamente novo, que têm sido, *de longe*, os principais beneficiários da ‘globalização financeira’. Eles não se desinteressam, por isso, da indústria. Uma parte significativa de seus ativos financeiros gigantescos é detida sob a forma de pacotes de ações. Estes são mais ou menos importantes, mas sempre o suficiente para ditar a política econômica e as estratégias de investimento dos grupos industriais em questão” (Chesnais, “A emergência de um regime...”, loc. cit., p. 36).

OCDE iniciaram o processo de liberalização, desregulamentação e privatização neoliberais, cujo objetivo era aniquilar as instituições e as relações sociais que cerceavam a liberdade de ação do capital desde os anos 1930. Coube aos Estados Unidos, dado seu domínio monetário e financeiro, comandar a “revolução conservadora” e acentuar ainda mais sua supremacia no contexto global.²⁹

A elevação das taxas de juro a partir da “virada monetarista” de 1979, associada a uma taxa de câmbio do dólar temporariamente forte, permitiu a “mercadorização” ou “securitização” dos títulos da dívida pública americana, indispensável para a explosão da dívida pública dos países da OCDE e para o fortalecimento de instituições financeiras e de camadas da burguesia eminentemente rentistas, detentoras desses títulos da dívida em suas carteiras de ativos. A partir de meados da década de 1980 o setor financeiro passou a crescer como “bola-de-neve”. Segundo Chesnais, a dinâmica específica da esfera financeira e seu crescimento alimentaram-se fundamentalmente de transferências efetivas de riqueza para o setor financeiro, tendo como mecanismo principal o serviço da dívida pública e as políticas monetárias a ele associadas. Parcela significativa da renda nacional de quase todos os países da OCDE (segundo Chesnais, 20% a 25% dos gastos orçamentários e 3% a 5% do PIB, conforme o país) passou a ser transferida para as instituições financeiras detentoras de dívidas públicas. O dinamismo da esfera financeira contrasta com os números do investimento privado, que parecem indicar, segundo Chesnais, a possibilidade de que a economia capitalista mundial tenha entrado numa fase depressiva de longa duração.

“O principal indicador de que dispomos para avaliar o movimento da acumulação do capital é o investimento medido pelos balanços nacionais. Ele mostra uma curva decididamente inclinada para baixo durante um longo período, com uma flexão marcada na fase recente, que começa em 1988 para os países da OCDE tomados como um todo. Em porcentagem do produto nacional líquido, o investimento privado (sinônimo, no caso, de formação de capital também por empresas com capitais públicos) passou nos Estados Unidos de 9,1% em 1965-73 para 5,4% em 1985-92; na Europa, ele passou de 12,6% para 7,1% e, no Japão, de 20,7% a 11,0%. [...] O dinamismo específico da esfera financeira e seu crescimento em ritmos qualitativamente superiores aos do investimento, do PIB ou das trocas é visível nas seguintes informações: entre 1980 e 1992, a taxa de crescimento dos ativos financeiros foi de 6,0% ao ano; a do investimento, 2,3%. Essa diferença notável é o primeiro fator que parece justificar a designação do regime de acumulação como

²⁹ “Devido à sua superioridade no domínio das finanças, assim como à aquisição de suas relações de classe mais acabada do que em qualquer outro grande Estado, a seu sistema político e à sua filosofia social em relação às forças fundamentais da valorização do capital, os Estados Unidos estão em posição ideal para ditar, passo a passo, as regras do jogo da ordem capitalista mundial, que são também as que melhor lhes convêm. Foram eles, então, que impuseram, graças às suas posições no FMI e no Banco Mundial, as políticas de ajuste estrutural, em primeiro lugar, e de liberalização e de desregulamentação, em seguida, aos países mais fracos. Mas, de sector em sector, eles ditam, também para os países avançados, as regras do jogo que lhes convêm” (ibidem, p. 26).

'predominantemente financeiro'. O segundo é o lugar ocupado pela determinação das taxas de juro e das taxas de câmbio na política econômica dos governos. Esta se reduz cada vez mais à política monetária, que, por sua vez, corresponde cada vez mais somente às necessidades (senão exigências) do capital-dinheiro detentor dos títulos da dívida pública."³⁰

Chesnais entende, assim, que há bons argumentos para defender a tese de que o termo "mundialização do capital" sirva para designar o quadro político e institucional que, sob o comando dos Estados Unidos, permitiu a emergência de um modo de funcionamento específico do capitalismo que o caracteriza como rentista e sob dominância financeira. O caráter de irreversibilidade com frequência atribuído ao triunfo e à supremacia do capital financeiro, contudo, é veementemente refutado pelo autor, que entende que somente a amnésia histórica, reforçada por apelos interessados em se submeter à "inevitabilidade" das mudanças, a resignar-se diante da "tirania dos mercados", pode dar crédito à idéia de que um regime de acumulação dominado pelos mercados financeiros seja "irreversível". Do mesmo modo, segundo Chesnais, só a apologia do "real como racional" pode fantasiar, com uma legitimidade histórica qualquer, um sistema marcado por uma dinâmica cumulativa de fraca acumulação industrial, por empregos cada vez mais raros e precários e por uma profunda regressão social e política.³¹

* * *

O esforço de Harvey e Chesnais na identificação das bases de um novo edifício supostamente construído a partir da crise do fordismo tem o inegável mérito de enfrentar temas polêmicos e espinhosos com um vigor que os próprios criadores da teoria da regulação parecem haver perdido.³² Contudo, na medida em que as inquietações suscitadas pela desaceleração da economia mundial a partir de 1973 permanecem foco de intensa polêmica até nossos dias, produzindo mais dúvidas do que certezas, é impossível não lançar interrogações sobre as teses desses autores. Sem entrar no mérito da interpretação que cada um constrói para os fenômenos do capitalismo do final do século XX, cabe registrar o caráter instável do edifício que

³⁰ Ibidem, pp. 38-39. A expressão original "*regime d'accumulation mondialisé à dominante financière*" é traduzida nesta versão para o português como "regime de acumulação mundial predominantemente financeiro". Entende-se, aqui, que essa tradução pode levar a equívocos na interpretação do conteúdo que o autor pretende dar ao novo regime de acumulação, razão pela qual se opta nesta tese pela tradução "regime de acumulação mundializado sob dominância financeira".

³¹ Cf. ibidem, p. 46; Chesnais, "Mundialização financeira...", loc. cit., p. 253.

³² Segundo Arrighi, "a maioria dos 'regulacionistas' é agnóstica quando se trata de prever qual será o sucessor do fordismo-keynesianismo ou, a rigor, de saber se algum dia haverá outro regime de acumulação com um modo apropriado de regulação" (Arrighi, Giovanni. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contraponto/Ed. da Unesp, 1996, p. 2).

apresentam. E nem poderia ser diferente, na medida em que a realidade que procuram interpretar é, ela mesma, permeada de instabilidade. Conforme postula a teoria da regulação, a estabilidade de uma formação histórica do capitalismo só é possível se existirem correspondentes e estáveis regime de acumulação e modo de regulação, articulados de forma a garantir uma certa regularidade, certa permanência à reprodução social. A experiência vivida pelo capitalismo no último quarto do século XX não tem na estabilidade seu principal atributo.

Harvey e Chesnais são aparentemente bem sucedidos ao apresentar as características gerais do regime de acumulação que supostamente sucedeu ao regime fordista: a flexibilidade na produção e no mercado de trabalho e a dominância financeira sobre o processo de acumulação são aspectos fundamentais do capitalismo atual. Esse regime de acumulação, de resto, garantiu um crescimento da economia mundial, ainda que modesto e instável, nas últimas duas décadas do século XX. Contudo, a dúvida quanto à existência de um novo edifício — reforçada pela instabilidade latente ou manifesta que vem permeando a acumulação capitalista desde a crise do fordismo nos anos 1970 — parece decorrer da impossibilidade de se distinguir com segurança o perfil do modo de regulação compatível com esse regime de acumulação, talvez porque ele simplesmente não exista ou não esteja plenamente configurado. Em outras palavras, uma hipótese plausível a ser levantada é a de que o capitalismo atual não contaria ainda com um arcabouço institucional apropriado, isto é, formas institucionais que, articuladas dentro de um modo de regulação e de um regime de acumulação, fossem capazes de garantir um novo ciclo expansivo para o capitalismo mundial (como o logrado pela estrutura institucional da “Era de Ouro”, que combinava políticas macroeconômicas keynesianas com o *Welfare State*). O capitalismo poderia estar ainda numa fase de transição, o edifício estaria ainda em construção — e nada garante que ele possa ser concluído: alcançar um modo de regulação que se adapte a um regime de acumulação não é uma questão de tempo ou um fato inexorável. É uma construção histórica que envolve complexas e conflituosas relações sociais e políticas. A crise asiática de 1997-98 e o desemprego estrutural crescente nas economias industrializadas poderiam ser sinais da falência do regime de acumulação “flexível” ou “sob dominância financeira”, antes mesmo de este poder contar com um modo de regulação capaz de dinamizar e estabilizar o sistema capitalista que sucedeu à “Era de Ouro”. A própria existência instável desse novo regime de acumulação já poderia estar ameaçada, justamente por não haver sido historicamente possível encontrar um modo de regulação que a ele se adaptasse — o

que exigiria uma nova e eficaz reorganização do regime de acumulação e de seu incompleto modo de regulação.

A discussão regulacionista do período pós-1973 não se esgota, evidentemente, nas posições de Harvey e Chesnais. Pelas próprias características do aparato teórico da teoria da regulação, a grande maioria de seus pesquisadores tem sempre como estratégia a identificação do edifício que abriga uma determinada formação histórica do capitalismo (o binômio regime de acumulação/modo de regulação), suas regularidades e suas crises — apesar das dificuldades ora envolvidas nessa identificação e da reticência dos regulacionistas em fazer previsões. E se há argumentos para acreditar que a crise pós-1973 não está resolvida, semeando dúvidas entre os teóricos da regulação quanto ao desfecho dessa crise prolongada e quanto às possíveis características — ou à própria viabilidade histórica — de um novo binômio, há também uma certa tendência por parte de alguns pesquisadores regulacionistas em caracterizar um suposto novo edifício por algo traduzível por “globalização”, uma surrada alcunha que extrapola o dialeto mais crítico do regulacionismo e que é excessivamente difundida e defendida com entusiasmo pelo *mainstream* econômico, plasmado pela ideologia liberal (ou “neoliberal”).³³ É Hirsch quem procura delimitar o sentido em que o termo “globalização” é mais compreensível para os regulacionistas:

“A globalização, enquanto desregulação da moeda internacional e dos fluxos de capital, pode ser interpretada como meio de reorganizar fundamentalmente o capitalismo mundial após a crise dos anos 1970. Assim, implica um amplo raio de reestruturação, tanto nas relações sociais como nos sistemas políticos. Desse ponto de vista, deve ser explicada como uma estratégia de luta de classes. Seu propósito central é quebrar as estruturas políticas e as relações de classe, que são as características do capitalismo ‘fordista’ do pós-guerra. Deve-se ter presente, entretanto, que esse processo não é o resultado de nenhuma lógica econômica ou trajetória histórica. É uma decisiva estratégia política, levada a cabo pelos setores internacionalizados do capital, cooperando com governos neoliberais. Seu propósito é um processo de racionalização mundial e sistêmico — baseado na internacionalização, na desregulação e na flexibilização —, do qual se espera o restabelecimento da rentabilidade do capital.

³³ Popularizou-se “globalização” como termo utilizado para caracterizar e rotular um processo supostamente irreversível de integração sem precedentes das economias nacionais, o qual estaria modificando o movimento da economia mundial desde meados dos anos 1970 e constituindo uma nova etapa na história econômica mundial. A idéia da existência de um novo edifício na história do capitalismo que receberia a rótulo de “globalização”, embora seja a mais difundida e de uso corriqueiro em todos os meios, não é explorada aqui em profundidade, seja pelo caráter apologético, ideológico ou superficial apresentado pela maior parte da infundável literatura existente sobre o tema, seja pela opção por uma apresentação de trabalhos com leituras mais críticas da realidade vivida pelo capitalismo mundial no final do século XX e que, de resto, dão conta do mesmo fenômeno internacionalizador que o *slogan* “globalização” pretende sintetizar.

Este, obviamente, tem efeitos importantes para todas as sociedades nacionais, para os Estados, bem como para o sistema mundial”.³⁴

Caracterizar o novo edifício pelo termo “globalização” apenas põe em evidência um elemento teoricamente mais importante: a crescente convicção entre muitos regulacionistas de que a superação das crises seculares do capitalismo pressupõe, no atual estágio atingido por este, não apenas a reorganização dos regimes de acumulação e dos modos de regulação nacionais — estes mesmos estão confinados à reconstrução de um sistema funcional de regulação internacional.³⁵ Em relação ao sistema mundial capitalista, a teoria da regulação mostra que

“a crise do fordismo, em grande medida, foi a crise da regulação internacional, e seu colapso [...] intensificou os processos de crise nas esferas nacionais. O colapso da regulação internacional fordista deveu-se essencialmente ao fato de a hegemonia norte-americana estar enfraquecida e, ao mesmo tempo, ao fato de a internacionalização do capital estar crescendo sob os auspícios do fordismo global. Assim, isso significa que a solução da atual crise apenas será possível se um sistema relativamente estável de regulação internacional puder ser restabelecido. E isso reaviva a questão da hegemonia, que é muito difícil, sob os auspícios da estrutura ‘triádica’ vigente no mundo capitalista”.³⁶

Embora a posição de Hirsch seja igualmente questionável — uma vez que o autor ignora o fortalecimento da hegemonia norte-americana a partir dos anos 1980 e a possibilidade de que o domínio das finanças sobre o processo de acumulação seja a manifestação mais patente de um regime de acumulação e de um modo de regulação cada vez mais disseminados e hegemônicos no contexto internacional —, o conteúdo de sua análise, bem como a ênfase de muitos autores numa “crise” do capitalismo mundial iniciada em meados da década de 1970 e que parece arrastar-se indefinidamente ao longo das últimas décadas, remetem novamente à questão principal desta parte do trabalho: a economia capitalista mundial pós-1973 traduz a construção de um novo edifício na história do capitalismo ou registra a desintegração contínua de um edifício antigo que não mais pôde ser sustentado?

³⁴ Hirsch, *op. cit.*, pp. 10-11.

³⁵ Cf. *ibidem*, p. 35.

³⁶ *Ibidem*, p. 27.

1.2 Desmoronamento de um edifício antigo

Dentre os autores que dão maior ênfase à idéia de que o período pós-1973 registra o esgotamento e o fim da coesão de um modelo de acumulação já incapaz de garantir uma nova rodada de expansão econômica, configurando uma etapa de natureza transitória na qual ainda não é possível identificar com precisão as bases de um novo modelo de acumulação capitalista, ou então uma etapa caracterizada apenas pela retomada de um processo anterior, interrompido pelas guerras mundiais e pela “Era de Ouro”, numa linha de continuidade de longo prazo carente de qualquer novidade substancialmente distintiva —, selecionaram-se aqui o estudo de David Gordon, no qual se postula que os acontecimentos das últimas três décadas do século XX são manifestações da crise da estrutura social de acumulação delineada no pós-guerra; o trabalho de Paul Hirst e Grahame Thompsom sobre a globalização, no qual se contesta a idéia da existência de uma nova economia global, altamente internacionalizada, virtualmente incontrolável e baseada em forças de mercado mundiais; as abordagens das ondas longas do capitalismo industrial, cujos teóricos, em sua maioria, defendem a tese de que o período pós-1973 constitui a fase descendente da onda longa iniciada no pós-guerra; e o trabalho de Giovanni Arrighi, que entende que a crise de meados da década de 1970 inaugura a etapa final (a de expansão financeira) do “ciclo sistêmico de acumulação americano”, hegemônico desde o final do século XIX e em processo de desintegração.

Gordon e a crise da estrutura social de acumulação do pós-guerra

David Gordon é o fundador e expoente principal da “SSA approach”, ou “abordagem das estruturas sociais de acumulação”, que congrega um grupo de pesquisadores americanos cujos trabalhos apresentam desdobramentos muito parecidos com os do regulacionismo francês.³⁷ Há uma notável semelhança entre os conceitos de “modo de regulação” e de “estrutura social de acumulação”, e a base das interpretações de ambas as escolas é a idéia de que o processo de acumulação de capital é sustentado por um complexo de instituições.³⁸ Apesar dessa similitude, a

³⁷ Jessop (op. cit.) situa a SSA como uma das dez “escolas” do universo regulacionista.

³⁸ Segundo Kotz, embora as duas escolas concordem na importância das instituições para a acumulação de capital, diferem na exata natureza dessa relação. Como a “SSA” dirige seu foco para as ondas longas do capitalismo, sua preocupação diz respeito a como as instituições criam a base para um longo período de acumulação relativamente rápida. Já a teoria da regulação está mais preocupada em explicar o caráter particular da acumulação em um determinado período, e menos interessada na

ênfase da análise de Gordon³⁹ sobre as transformações operadas no capitalismo mundial pós-1973 é na erosão da estrutura social de acumulação (SSA) que sustentou a prosperidade capitalista dos anos 1950 e 1960 — desenhada no pós-guerra — e na inexistência de uma nova SSA. Em oposição a muitos regulacionistas e autores como Harvey e Chesnais, Gordon acredita que as recentes mudanças na economia internacional não representam uma nova ordem capitalista global. Ao contrário, refletiriam a ruptura contínua da estrutura social de acumulação do pós-guerra.

Gordon é cético quanto às evidências que sustentam a visão de que uma nova divisão internacional do trabalho (entre Norte e Sul) e uma globalização da produção (descentralização da produção e centralização do controle e coordenação pelas corporações transnacionais) sejam manifestações de profundas transformações na economia mundial. Haveria uma certa confusão entre os efeitos de uma estagnação continuada na economia capitalista mundial e os augúrios de uma transformação da ordem capitalista global, uma vez que nem sempre é fácil discriminar entre a decadência de uma velha ordem e a inauguração de uma nova. Contudo, se realmente não se está experimentando uma transformação fundamental na economia global, como explicar os acontecimentos das duas décadas seguintes à crise dos anos 1970, tais como o definhamento do poder de sindicatos, do Estado e das comunidades e o simultâneo fortalecimento de corporações multinacionais, o crescente desemprego e a redução de direitos trabalhistas, a devastação de muitos setores industriais tradicionais e a intensificação da competição internacional? Com base nos fundamentos analíticos da abordagem das estruturas sociais de acumulação, Gordon defende que o que se está testemunhando é a decadência da economia global do pós-guerra, e não a construção de um sistema de produção e de troca fundamentalmente novo e durável.⁴⁰

O *boom* do pós-guerra, para Gordon, contou com três aspectos institucionais cruciais: uma estreita relação entre o crescimento da produtividade e dos salários, cuidadosamente negociada; políticas estatais de estímulo ao crescimento do comércio

rapidez ou lentidão dessa acumulação. Para esta teoria, a chave da relação acumulação/instituição é o efeito dessa relação sobre a taxa de lucro e a realização do valor, enquanto para a SSA é o efeito dessa relação sobre o grau de estabilidade e previsibilidade. A visão regulacionista incorpora uma concepção marxista mais tradicional do conceito de acumulação, ao passo que a visão da SSA é mais keynesiana, dando maior ênfase às decisões de investimento dos capitalistas num ambiente de incerteza quanto ao futuro. Enquanto as interpretações regulacionistas pecam por excesso de estruturalismo, as interpretações da SSA pecam por excesso de voluntarismo. Ver Kotz, David M. "The regulation theory and the social structure of accumulation approach". In: Kotz, David M., McDonough, Terence e Reich, Michael (eds.). *Social structures of accumulation: the political economy of growth and crisis*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994, pp. 85-97.

³⁹ Ver Gordon, David (1994). "The global economy: new edifice or crumbling foundations?". In: Kotz, McDonough e Reich (eds.), op. cit.

⁴⁰ Ibidem, pp. 292-293.

internacional nas nações avançadas; e uma estreita relação entre os movimentos dos custos unitários do trabalho nas economias capitalistas avançadas e suas participações relativas nos mercados mundiais e no crescimento do comércio. O declínio da rentabilidade das empresas e o conseqüente refreamento do investimento entre meados dos anos 1960 e início dos 1970 conduziram a uma estagnação do produto agregado e da acumulação, produzindo instabilidade e incerteza econômica e política. A erosão dos fundamentos do sistema do pós-guerra deu origem, segundo Gordon, a uma seqüência de tendências globais interconectadas: com a queda dos retornos dos investimentos corporativos, uma tendência crescente à aplicação em ativos financeiros; com taxas de câmbio flexíveis, após o colapso de Bretton Woods, crescentes flutuações voláteis na atividade econômica; crescente volatilidade das flutuações das taxas de câmbio, ampliando as incertezas quanto às expectativas e condições globais; com as flutuações cambiais, os governos passaram a intervir nos mercados monetários, aumentando a volatilidade e a variância internacional das taxas de juro de curto prazo; e, dada esta última tendência, preocupações com os investimentos financeiros e a movimentação rápida do capital financeiro de curto prazo entre fronteiras.

Para Gordon, a difusão da instabilidade global decorrente das tendências assinaladas teve três efeitos principais: um processo de estagnação, que afetou as expectativas e reduziu o crescimento da demanda final; uma crescente busca das multinacionais por proteção contra os lucros cadentes (produção em territórios “protegidos” por privilégios especiais e altas taxas de exploração); e busca das multinacionais por proteção política e institucional contra a volatilidade crescente do comércio internacional. Com base numa análise dos determinantes do investimento externo direto, dos fluxos de capital produtivo (crescentemente seletivo) e financeiro (crescente e fluindo cada vez mais fácil e rapidamente pelo mundo, como sintoma da menor atratividade e das incertezas em torno dos investimentos fixos), das diferentes fontes de concorrência por importações, do poder das multinacionais (simbiose entre Estado e multinacional, em que ambos se beneficiam) e da mobilidade do capital, Gordon elabora suas conclusões principais sobre as mudanças na economia global após a crise dos anos 1970.

Dois diferenças de ênfase analítica entre o ponto de vista do autor e as visões predominantes sobre as recentes mudanças na economia mundial parecem ser as mais importantes. Segundo a interpretação de Gordon, i) não há uma “abertura” da economia internacional, com o capital produtivo movendo-se por todo o globo, mas um crescente “fechamento” econômico para o investimento produtivo, isto é, há um declínio na mobilidade do capital produtivo, cada vez mais seletivo; ii) o papel do

Estado tem crescido substancialmente desde o início dos anos 1970 e as políticas estatais têm se tornado cada vez mais importantes no âmbito internacional. Os governos tornaram-se mais ativos no gerenciamento das políticas monetárias e de taxas de juros — de forma a enfrentar as flutuações das taxas de câmbio e os fluxos de capital de curto prazo — e têm sido decisivos nas negociações de acordos sobre produção e investimento. Ademais, as corporações transnacionais tornaram-se crescentemente dependentes da intervenção coordenadora estatal para reestruturar e resolver os fundamentos dinâmicos das crises.

As diferenças apontadas por Gordon entre a sua visão e aquelas que predominam na literatura econômica do *mainstream* têm uma clara importância política. Para o autor, as perspectivas de uma nova divisão internacional do trabalho e de uma globalização da produção fomentaram a difusão de um fatalismo político, da idéia de subserviência do Estado, sindicatos e comunidades às corporações transnacionais. Contudo, a ruptura do sistema do pós-guerra refletiria a erosão de relações institucionais socialmente determinadas. As respostas das transnacionais desde os anos 1970 seriam a expressão da busca por abrigos contra uma instabilidade econômica difusa. Para Gordon, as transnacionais não são todo-poderosas nem equipadas para moldar uma nova economia mundial: elas necessitam de trabalhadores e de consumidores, e estes estão em posição de barganhar as transformações institucionais. O formato futuro das instituições econômicas internacionais é uma questão aberta; o mundo não estaria encerrado numa nova e imutável ordem. Em outras palavras, o novo edifício está por ser construído.⁴¹

O esforço de Gordon em desmistificar um discurso ideológico que atua no sentido de enfraquecer os movimentos da classe trabalhadora é por certo importante do ponto de vista político. Contudo, suas teses de que não há nenhuma novidade na busca capitalista por maior flexibilidade e de que as evidências de uma mudança radical nos mecanismos de funcionamento do capitalismo parecem fracas ou insuficientes são criticadas por autores como Harvey. São claras, para este último, as evidências de uma crescente flexibilidade (subcontratação, emprego temporário, atividades autônomas etc.) em todo o mundo capitalista, embora ele corrobore a idéia de que não há nada essencialmente novo no impulso para a flexibilidade, o capitalismo seguindo periodicamente esses tipos de caminhos.

⁴¹ Kotz, McDonough e Reich (op. cit., pp. 307-315), autores da abordagem SSA, destacam que um novo período de expansão vigorosa requer um novo conjunto de instituições internacionais. Na discussão que empreendem sobre a natureza das instituições internacionais que devem fundamentar uma futura estrutura social de acumulação, apontam um sistema mundial de blocos comerciais como o mais provável, e não um regime de livre mercado liberal clássico.

“O argumento de que há um agudo perigo de se exagerar a significação das tendências de aumento da flexibilidade e da mobilidade geográfica, deixando-nos cegos para a força que os sistemas fordistas de produção implantados ainda têm, merece cuidadosa consideração. E as conseqüências ideológicas e políticas da superacentuação da flexibilidade no sentido estrito de técnica de produção e de relações de trabalho são sérias o bastante para nos levar a fazer sóbrias e cautelosas avaliações do grau do imperativo da flexibilidade. [...] Mas considero igualmente perigoso fingir que nada mudou, quando os fatos da desindustrialização e da transferência geográfica de fábricas, das práticas mais flexíveis de emprego do trabalho e da flexibilidade dos mercados de trabalho, da automação e da inovação de produtos olham a maioria dos trabalhadores de frente.”⁴²

Uma ressalva adicional a ser feita ao trabalho de Gordon é que sua análise sobre o perfil do capitalismo no final do século XX acaba enfatizando em demasia o comportamento e as mutações das relações produtivas, certamente importantes, mas insuficientes para uma compreensão plena da dinâmica e das características assumidas pelo processo de acumulação no período recente. O evidente fortalecimento das finanças e da esfera financeira e o papel que seus agentes desempenham na acumulação e na repartição da renda e da riqueza desde meados dos anos 1970 parecem conferir uma lógica própria ao funcionamento do capitalismo no final do século XX, essencialmente diferente daquela que prevalecia durante a “Era de Ouro”, o que lança dúvidas sobre a tese de Gordon acerca da inexistência de uma nova ordem capitalista mundial.

Hirst e Thompson e a ideologia da globalização

O trabalho de Paul Hirst e Grahame Thompson⁴³ procura demonstrar que a globalização, tal como concebida pelos seus defensores, isto é, enquanto um processo de integração que domina de maneira inexorável a economia mundial e tende a destruir as fronteiras nacionais, é basicamente um mito. Para esses autores, a tese de que a economia mundial se tornou ou está se tornando “globalizada” carece de evidências suficientemente fortes e relevantes, inclusive estatísticas. Assim, como afirma Paulani, “a insistência na tese de uma nova etapa, radicalmente distinta, e mesmo revolucionária, em que as economias nacionais seriam inexoravelmente tragadas pela aldeia global, só se tornaria compreensível em função de sua força mistificadora”.⁴⁴

⁴² Harvey, op. cit., pp. 178-179.

⁴³ Hirst, Paul e Thompson, Grahame. *Globalização em questão: a economia internacional e as possibilidades de governabilidade*. Petrópolis: Vozes, 1998 (coleção Zero à Esquerda).

⁴⁴ Paulani, Leda M. “A ideologia da globalização”. *Jornal de Resenhas*. São Paulo: Discurso Editorial/USP/Unesp/Folha de S. Paulo, 11/07/1998, p. 9.

“A globalização tornou-se um conceito em moda nas ciências sociais, uma máxima central nas prescrições de gurus da administração, um *slogan* para jornalistas e políticos de qualquer linha. Costuma-se dizer que estamos em uma era em que a maior parte da vida social é determinada por processos globais, em que culturas, economias e fronteiras nacionais estão se dissolvendo. A noção de um processo de globalização econômica rápido e recente é fundamental para essa percepção. Sustenta-se que uma economia realmente global emergiu ou está em processo de emergência e que, nesta, as economias nacionais distintas e, portanto, as estratégias internas de administração econômica nacional são cada vez mais irrelevantes. A economia mundial internacionalizou-se em suas dinâmicas básicas, é dominada por forças de mercado incontroláveis e tem como seus principais atores econômicos e agentes de troca verdadeiras corporações transnacionais que não devem lealdade a Estado-nação algum e se estabelecem em qualquer parte do mundo em que a vantagem de mercado impere. Essa imagem é tão poderosa que magnetizou analistas e conquistou imaginações políticas. Mas isto acontece?”⁴⁵

Para desafiar o mito da globalização e questionar a tese da existência de forças e de processos econômicos globais de caráter inexorável, Hirst e Thompson constroem sua argumentação sustentando cinco pontos principais: *i)* o elevado grau de internacionalização da economia atual tem precedentes históricos, constituindo-se em apenas mais uma das diversas conjunturas ou estados da economia internacional que existiram desde que a economia baseada na tecnologia industrial moderna começou a ser generalizada em meados do século XIX; em certos aspectos, “a economia internacional atualmente é *menos* aberta e integrada do que o regime que prevaleceu de 1870 a 1914”⁴⁶ (a participação do comércio no PIB ainda não atingiu os níveis do início do século em muitas economias avançadas e os fluxos de capital, embora expressivos em termos absolutos, ainda correspondem a parcelas pequenas do PIB, do investimento total e dos estoques de capital das economias avançadas); *ii)* as empresas realmente transnacionais são raras e não há nenhuma tendência de que seu reduzido número seja ampliado; a maior parte das empresas apresenta uma forte base nacional, tanto no âmbito da produção como no do comércio, não ignorando os mercados e as determinações de política econômica de seus países de origem; *iii)* o investimento externo direto é fortemente concentrado nas economias industriais avançadas, isto é, a “mobilidade do capital não está produzindo uma transferência maciça de investimentos e de empregos dos países avançados para os países em desenvolvimento”⁴⁷; *iv)* há uma

⁴⁵ Hirst e Thompson, op. cit., p. 13.

⁴⁶ *Ibidem*, p. 15. Segundo os autores, “a economia da *Belle Époque* de 1870 a 1914 foi extraordinariamente internacionalizada, e só hoje começamos a voltar àqueles níveis de abertura. [...] fora a abertura crescente dos Estados Unidos tanto em matéria de exportação quanto de importação desde a década de 70, as economias da maior parte dos países desenvolvidos não são notavelmente mais abertas em termos da proporção do comércio em relação ao PIB do que eram antes de 1914 — embora o volume do comércio tenha crescido consideravelmente” (pp. 339-340).

⁴⁷ *Ibidem*.

concentração dos fluxos comerciais, financeiros e de investimento na Triáde (Europa, Japão e Estados Unidos), isto é, a economia mundial está longe de ser genuinamente “global”; v) as grandes potências econômicas (o G-3) têm a capacidade de exercer fortes pressões de governabilidade sobre os mercados financeiros e sobre outras tendências mundiais, isto é, os mercados globais não estão “fora da regulação e do controle, ainda que o alcance atual e os objetivos da governabilidade econômica sejam limitados pelos interesses divergentes das grandes potências e pelas doutrinas econômicas que prevalecem entre suas elites”.⁴⁸

O primeiro ponto sustentado pelos autores é o mais importante do ponto de vista da discussão aqui empreendida. Hirst e Thompson negam à tão decantada globalização um caráter inédito: se encarada como uma economia internacional aberta, com grandes e crescentes fluxos de comércio e de investimento de capital entre países, a globalização não seria um fenômeno recente, mas apenas “um novo *turn*, dentre os muitos que marcaram a história recente do capitalismo”.⁴⁹ Para os autores, a economia internacional tem uma história complexa de abertura e fechamento relativos, desde que um verdadeiro sistema comercial mundial foi criado na segunda metade do século XIX.⁵⁰ Em outras palavras, a atual fase vivida pela economia mundial não constituiria um novo edifício na história do capitalismo, mas apenas uma retomada, sob nova roupagem, de antigas tendências, as quais, embora a economia mundial seja bem diferente hoje do que era antes de 1914, se inscrevem numa linha de continuidade de longo prazo, com avanços e recuos relativos periódicos e sob o domínio dos mesmos atores.

“Os autores que negam à mundialização seu caráter novo recuam ao passado remoto — por exemplo, ao fim do século XIX e início do século XX — para encontrar um grau semelhante de abertura dos fluxos comerciais e de investimento, adicionando-lhes ainda, como medida de abertura e de integração mundial, os fluxos migratórios, importantes naquele período. Nessa visão histórica, a fase atual de desenvolvimento do sistema econômico estaria apenas restabelecendo, depois dos três decênios de crescimento e expansão, aquilo que o período entre-guerras subtraiu ao sistema internacional. Esta visão histórica [...] consegue atrair grande atenção e numerosas simpatias, ainda mais pelo fato de estar inscrita num movimento mais amplo de crítica e de resposta ao recuo do Estado e à prostração que se lhe constata frente às forças

⁴⁸ Ibidem.

⁴⁹ Paulani, *op. cit.*

⁵⁰ Batista Jr. vai mais longe, afirmando que “‘globalização’ é uma nova palavra para um processo que remonta, em última análise, à expansão da civilização européia desde o final do século XV. A internacionalização econômica dos últimos vinte ou trinta anos tem precedentes históricos, notadamente nas décadas anteriores à Primeira Guerra”. Batista Jr., Paulo N. *Os mitos da globalização*. São Paulo: IEA-USP, 1997 (série Assuntos Internacionais, nº 52), p. 180.

mais poderosas da globalização (Hirst e Thompson são os intérpretes mais populares dessa corrente, com adeptos numerosos).⁵¹

O esforço de Hirst e Thompson para contestar o caráter puramente ideológico e mistificador da idéia de “globalização”, embora útil para colocar em xeque “as suposições a ela correlacionadas a respeito da crescente irrelevância das economias nacionais, bem como das estratégias domésticas de política econômica”⁵², pode conduzir porém a uma subestimação do alcance dos fenômenos observados no capitalismo mundial desde meados da década de 1970. Chesnais é um dos principais críticos de algumas das teses de Hirst e Thompson, por entender que esses autores desenvolvem um raciocínio e utilizam argumentos que, em lugar de esclarecer, aumentam a confusão.

“A subestimação do alcance de todos os processos que modificam radicalmente as formas de inserção internacional dos países e que lhes ditam o conteúdo e os limites de sua política econômica está subentendida, com freqüência, nos argumentos que se destinam a minimizar o peso de todos os fatos e mecanismos que caracterizam a emergência de um novo modo de funcionamento mundial do capitalismo: modo de funcionamento (ou regime de acumulação) que implica ao mesmo tempo novas hierarquias entre países e entre segmentos do capital e novas configurações técnico-organizacionais e espaciais de produção do valor e de centralização de riquezas já criadas. [Hirst e Thompson] partem em guerra contra o ‘mito da mundialização’, precisando que polemizam com defensores, tanto de direita quanto de esquerda, dessa noção. Mesmo se acreditam escrever em reação ao uso abusivo do termo ‘globalização’, [...] só aumentam a confusão”.⁵³

Dos cinco pontos sustentados por Hirst e Thompson, Chesnais entende que o terceiro e o quarto — concentração de investimentos nos países avançados e concentração dos fluxos comerciais, financeiros e de investimento em torno da Triade — são incontestáveis (embora tenha restrições quanto à maneira como foram apresentados e discutidos pelos autores) e concorda com o segundo — empresas têm

⁵¹ Furtado, João. “Mundialização, reestruturação e competitividade – a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas”. *Novos Estudos*. São Paulo: Cebrap, nº 53, mar. 1999, p. 99. Embora insistam em que os fenômenos atuais não são inéditos, mas apenas resgatam tendências antigas, sem nenhuma novidade substancial que permita singularizar a atual etapa vivida pelo capitalismo, os autores cedem num único aspecto, apontado por Paulani (op. cit.): “respondendo à pergunta sobre a influência dos mercados financeiros na determinação das políticas monetárias e fiscais, os autores admitem que os interesses necessariamente de curto prazo das instituições financeiras acabam por se tornar ‘a sabedoria econômica suprema’. Dada a escala atual das operações de curto prazo, lembram eles, as reservas dos bancos centrais nunca serão suficientes para a defesa de uma determinada taxa de câmbio, se os mercados tiverem decidido o contrário. [...] Insistem, porém, em que os mercados financeiros não são ingovernáveis e, ainda que admitam que não há hoje grande probabilidade de as coisas mudarem, acreditam que o problema é a vontade de governá-los, não a carência dos meios para tal”.

⁵² Paulani, op. cit.

⁵³ Chesnais, “A emergência de um regime de acumulação...”, loc. cit., p. 28.

fortes referências e vínculos nacionais —, ressalvando que o tema exige ser completado “por uma análise das mudanças *qualitativas* nas formas de organização e dos modos de gestão dos grupos, assim como das relações que estabelecem entre si no seio do oligopólio mundial”.⁵⁴ Contudo, no que se refere ao primeiro ponto — a internacionalização atual tem precedentes históricos —, Chesnais entende que a comparação do processo atual com a situação anterior a 1914

“apaga todas as diferenças que separam as características específicas da ‘economia-mundo’ da fase do padrão-ouro e do ‘imperialismo clássico’ das que distinguem a ‘mundialização do capital’ ou ‘globalização’ atual. A idéia de que haveria ‘estados diversos’ entre os quais a economia oscilaria por causa de uma espécie de ‘efeito de pêndulo’ ou de ‘alternância’, tal como foi enunciada, nega a irreversibilidade de muitas mudanças estruturais que acompanham a evolução do capitalismo”.⁵⁵

Por fim, Chesnais entende que o quinto ponto (capacidade de controle das grandes potências sobre os mercados financeiros) depende de pura utopia e serve unicamente para difundir falsas e graves ilusões, uma vez que o G-3 não tem intenção nem meios para restabelecer uma regulação do sistema mundial, dadas as vantagens desfrutadas pelos Estados Unidos no contexto atual e as vicissitudes das relações políticas internas a cada uma das potências mundiais.

A diferença entre as análises de Hirst e Thompson e de Chesnais sobre a “globalização” foi bem captada e sintetizada por Paulani: enquanto para Chesnais o termo é apologético, subliminarmente favorável, para Hirst e Thompson ele é ideológico, o que, longe de ser uma distinção meramente semântica, distingue posições que incidem diretamente sobre a forma de avaliar os movimentos recentes da economia mundial. Se para Chesnais a mundialização do capital e, em particular, a mundialização financeira expressam um processo destrutivo e perverso para a humanidade, a classificação da “globalização” como pura ideologia feita por Hirst e Thompson leva a crer que esse mito está

“bastante distante da realidade efetiva do capitalismo contemporâneo, realidade essa que não estaria ainda inteiramente dominada pelas forças cegas e irracionais de um processo de objetivação que se tece à revelia do arbítrio dos agentes, elites empresariais e políticas inclusive”.⁵⁶

Se para Chesnais existe um novo edifício, dotado de arquitetura sombria para os rumos da humanidade, Hirst e Thompson não acreditam na existência desse edifício e

⁵⁴ Ibidem, p. 29.

⁵⁵ Ibidem.

⁵⁶ Paulani, op. cit.

vaticinam a possibilidade de um futuro mais otimista, com controle da economia internacional e a viabilidade de estratégias políticas nacionais.

“Tudo somado, a conclusão parece ser que, no capitalismo contemporâneo, as forças cegas e irracionais do ‘mercado deixado a si mesmo’ expressam seu potencial destrutivo por meio da dominância financeira da valorização. A diferença é que alguns analistas ainda acreditam no afloramento de uma espécie de instinto natural de sobrevivência da humanidade que, por meio das elites empresariais e políticas do mundo, impediria a continuidade do processo e reintroduziria nele um componente ‘racional’, antes que se chegue a uma situação calamitosa. Outros, porém, não são tão crédulos assim. A história dirá com quem está a razão”.⁵⁷

As abordagens das ondas longas e a fase descendente

A hipótese da existência de ondas longas no capitalismo industrial, isto é, a idéia de que a economia capitalista tenha algum tipo de movimento rítmico recorrente, vem sendo objeto de debate e pesquisa por parte de autores com variadas filiações teóricas. Embora refutada por muitos estatísticos e teóricos (Maddison é um exemplo), tal hipótese tem a seu favor a notável regularidade apresentada pelos impulsos ascendentes e descendentes da economia mundial nos últimos dois séculos e as boas previsões que puderam ser feitas a partir das análises baseadas nas ondas longas. De acordo com Hobsbawm,

“no início da década de 1920, um economista russo, N. D. Kondratieff, discerniu um padrão de desenvolvimento econômico a partir de fins do século XVIII, através de uma série de ‘ondas longas’ de cinquenta a sessenta anos, embora nem ele nem ninguém mais conseguisse dar uma explicação satisfatória para esses movimentos, e estatísticos céticos até mesmo negassem sua existência. Desde então elas tornaram-se universalmente conhecidas na literatura especializada sob o nome de Kondratieff, que, por sinal, concluiu na época que a longa onda da economia mundial estava por terminar. Tinha razão. O fato de boas previsões se haverem mostrado possíveis com base nas ‘ondas longas’ de Kondratieff — o que não é muito comum em economia — convenceu muitos historiadores e mesmo alguns economistas de que elas contêm alguma verdade, embora não saibamos qual”.⁵⁸

Segundo Veiga,⁵⁹ há consenso entre os pesquisadores que trabalham com a hipótese das ondas longas — apesar das diversas abordagens existentes — em torno da ocorrência de quatro ondas nos últimos duzentos anos: as duas primeiras entre as duas partes do século XIX, separadas pelas revoluções de 1848, e as duas seguintes nas duas partes do século XX, separadas pela Segunda Guerra Mundial. Em cada uma das

⁵⁷ Ibidem.

⁵⁸ Hobsbawm, Eric. *A era dos extremos. O breve século XX, 1914-1991*. São Paulo: Companhia das Letras, 1995, pp. 91-92.

⁵⁹ Veiga, op. cit.

ondas houve um momento de inflexão entre uma fase de aceleração e outra de desaceleração do crescimento, dividindo a onda em duas partes. A quarta onda teria se iniciado com o final da Segunda Guerra e apresentado expansão até 1973, momento de inflexão que teria dado início ao atual período de retração.⁶⁰ O pós-1973 seria, assim, uma etapa descendente, de retração e redução no ritmo de crescimento da economia capitalista que é comum a todas as ondas e que, se mantida a regularidade observada nos últimos dois séculos, estaria por ser superada pela fase expansiva de uma quinta onda longa. O capitalismo mundial a partir de 1973 não assistiria propriamente ao desmoronamento de um edifício, mas à etapa descendente de uma onda longa, ao final da qual surgiria um novo edifício, uma nova onda longa.

Os debates sobre as ondas longas têm-se concentrado, segundo Veiga, na suposição de que as grandes etapas do desenvolvimento capitalista seriam determinadas por uma combinação de fatores endógenos e exógenos ao sistema econômico, em detrimento das teses estritamente endogenistas segundo as quais o sistema econômico teria uma espécie de pulsação, um movimento de dilatação e contração endógeno à economia capitalista. Apesar dessa tendência, há grandes diferenças de ênfase entre os pesquisadores, e elas variam de acordo com a filiação teórica de cada analista. Veiga identifica três abordagens principais fundamentadas na hipótese das ondas longas: a schumpeteriana, a marxista e as abordagens ecléticas.⁶¹

Na abordagem schumpeteriana, a base explicativa das ondas longas está na descontinuidade produzida pelo processo gerador de inovações. As fases de prosperidade das ondas longas seriam engendradas por espasmos ou surtos de investimentos em inovações, que promoveriam uma expansão responsável pelo distanciamento da economia de seu equilíbrio. Posteriormente, com a dissipação da rentabilidade dos investimentos, a economia entraria na fase de contração, tendendo a voltar a seu ponto de equilíbrio. No caso da quarta onda longa, iniciada com o fim da Segunda Guerra Mundial, autores neo-schumpeterianos como Christopher Freeman e Carlota Perez⁶² atribuem seu impulso inicial a um fator ou insumo-chave, o petróleo, e aos ramos industriais associados (automóveis, caminhões, tratores, tanques, material bélico, construção de auto-estradas e aeroportos etc.). A desaceleração dos investimentos com a queda natural da rentabilidade após um surto de inovações e o declínio do petróleo seriam os responsáveis pela fase de retração da quarta onda longa,

⁶⁰ Ibidem, p. 440.

⁶¹ Ibidem, pp. 440-444.

⁶² Freeman, Christopher e Perez, Carlota. "Structural crises of adjustment, business cycles and investment behaviour". In: Dosi, Giovanni et alii (orgs.). *Technical change and economic theory*. Londres: Pinter, 1988.

iniciada em 1973. A quinta onda longa seria engendrada a partir da microeletrônica, novo insumo-chave que estimularia um novo surto de inovações. Contudo, como observa Veiga,

“o problema é saber como a difusão da informática poderá desencadear a expansão econômica que dará início à nova onda. Por mais que as inovações ligadas a essas tecnologias de informação já tenham acelerado o tempo de rotação do capital, isto por si só não é suficiente para um aumento razoável da taxa de lucro”.⁶³

Na abordagem marxista, as ondas longas são vistas como períodos históricos irregulares de acumulação de capital intimamente relacionados com mudanças substanciais na taxa de lucro médio:

“O início de uma fase de prosperidade corresponde a movimentos sincrônicos de aumento da taxa de mais-valia, menor elevação da composição orgânica do capital e aceleração da rotação do capital. Quando há combinação de pelo menos dois desses três fenômenos, a tendência geral à queda da taxa de lucro médio é fortemente contrariada, gerando um firme período de expansão. Esse tipo de arranque exige ‘choques sistêmicos’ (fatores exógenos, extra-econômicos), enquanto as resultantes expansões são interrompidas por razões essencialmente endógenas: quando a composição orgânica do capital volta a aumentar e/ou os trabalhadores conseguem impedir que a taxa de mais-valia se mantenha tão alta. A ação conjunta desses dois fatores impõe reduções na taxa de lucro médio que acabam reduzindo o ritmo de acumulação”⁶⁴

— o que teria ocorrido a partir do final dos anos 1960 e início dos 1970.

O impulso inicial para a quarta onda teria ocorrido com o aumento da taxa de lucro possibilitado pela derrota da classe operária durante as décadas de 1930 e 1940, quando fascismo, Guerra Mundial, Guerra Fria e macarthismo teriam possibilitado, segundo Mandel, aumentos substanciais da taxa de mais-valia, acompanhados por reduções nas taxas de crescimento da composição orgânica do capital.⁶⁵

Se marxistas e schumpeterianos concordam em ver o período pós-1973 como a etapa de retração da quarta onda, a perspectiva de uma quinta onda já ao final dos anos 1990 é vista de forma diferente: se Freeman e Perez acreditam na microeletrônica como fator-chave desencadeante de um surto de inovações, autores marxistas como Mandel (que previu com notável precisão o final da “Era de Ouro”) encaram com ceticismo um próximo período de expansão. Para Mandel, as perspectivas de aplicação de novas tecnologias baseadas na microeletrônica levam a crer que os custos sociais e humanos de “adaptação” seriam demasiadamente altos (uma nova onda de crescimento

⁶³ Veiga, op. cit., p. 447.

⁶⁴ Ibidem, p. 442.

⁶⁵ Mandel, Ernest. *Long waves of capitalist development; a Marxist interpretation*. Londres: Verso, 1995.

econômico com uma “adaptação destrutiva” envolvendo algumas centenas de milhões de mortos). Se para os neo-schumpeterianos é possível construir um novo edifício a partir do esgotamento da quarta onda e com base na microeletrônica, Mandel, dadas as suas previsões, defende a busca de meios para impedir a construção de tal edifício.

Por fim, no caso das abordagens ecléticas, Veiga identifica dois tipos básicos de tratamento, um mais descritivo (com foco na descrição concreta do fenômeno, sem preocupação com a consistência da explicação teórica que se busca reforçar) e outro mais analítico (cuja pretensão é superar a divergência entre as abordagens schumpeterianas e marxistas). Veiga concentra-se nas abordagens analíticas e destaca as contribuições de alguns regulacionistas (Pierre Dockès e Bernard Rosier)⁶⁶ e da abordagem SSA (sobretudo Gordon, cujos primeiros trabalhos davam maior ênfase à recorrência das flutuações de longo prazo da economia e que depois passou a privilegiar cada vez mais o papel das instituições no processo econômico). Em ambos os casos, conforme já visto, a base das interpretações não está na descontinuidade do processo gerador de inovações ou nos movimentos da taxa de lucro médio, mas no complexo de instituições que sustenta o processo de acumulação.⁶⁷

Em seu balanço das investigações teóricas sobre as ondas longas do capitalismo industrial, Veiga conclui que os argumentos dos que acreditam na recorrência de ondas longas são plausíveis e merecem crédito, embora a existência dessas ondas não esteja completamente demonstrada. Para o autor, os pesquisadores que estudaram as ondas longas estão em geral naquela situação caracterizada por Hobsbawm: convencidos de que elas contêm alguma verdade, embora não saibam qual.

“Quase todos acham que elas têm alguma coisa a ver com as inovações (particularmente as tecnológicas), com os determinantes da taxa de lucro (composição orgânica, taxa de mais-valia, tempo de rotação do capital) e com o aparato institucional que garante (ou ‘regula’) a acumulação. A controvérsia reside na ênfase que ‘muitos historiadores e mesmo alguns economistas’ tendem a atribuir a algum desses três ingredientes. É raro que os três não estejam presentes nas diversas combinações possíveis, mas é sempre um deles que aparece como causador essencial”.

Contudo,

“nenhuma das três principais abordagens das ondas longas (schumpeteriana, marxista e regulacionista/‘SSA’) pode ser considerada suficientemente satisfatória para que as outras sejam descartadas. É impossível imaginar que uma boa interpretação dos fatos

⁶⁶ “Para os regulacionistas Dockès e Rosier, as ondas longas não devem ser consideradas movimentos cíclicos, mas sim uma alternância de ‘ordens produtivas’ e ‘mutações’. Enfatizando a dialética entre conflito e inovação [...], a dupla propõe um esquema no qual as condições favoráveis ou desfavoráveis ao surgimento de grandes compromissos sociais têm muito mais importância do que qualquer determinação econômica” (Veiga, op. cit., p. 443).

⁶⁷ *Ibidem*, p. 443.

históricos que engendraram cada uma das quatro ondas possa se concentrar apenas nas inovações, nas lutas de classes ou nas estruturas sociais de acumulação. A formulação tentativa de uma hipótese sobre a próxima onda mostr[a] que a integração das três abordagens não é somente necessária, mas está longe de constituir um ingênuo ecletismo”.⁶⁸

Arrighi e a crise do ciclo sistêmico de acumulação americano

As transformações operadas e as tendências seguidas pelo capitalismo mundial nos últimos 25 anos caracterizariam, segundo Giovanni Arrighi,⁶⁹ o amadurecimento da etapa final de um “ciclo sistêmico de acumulação”: a etapa de expansão financeira. Os acontecimentos pós-1973 seriam expressão da fase de turbulência do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano — quarto ciclo da história do capitalismo identificado por Arrighi⁷⁰ —, fase durante a qual as condições de expansão estável, garantidas por um regime de acumulação de capital em escala mundial, estariam sendo destruídas.

De acordo com Arrighi, o principal objetivo do conceito de ciclos sistêmicos é descrever e elucidar a formação, consolidação e desintegração dos sucessivos regimes de acumulação pelos quais a economia capitalista mundial se expandiu, desde seu embrião subsistêmico do fim da Idade Média até sua dimensão global da atualidade.⁷¹ Cada ciclo sistêmico de acumulação é constituído por três períodos distintos:

“(1) um primeiro período de expansão financeira, no correr do qual o novo regime de acumulação se desenvolve dentro do antigo, sendo seu desenvolvimento um aspecto integrante da plena expansão e das contradições deste último; (2) um período de consolidação e desenvolvimento adicional do novo regime de acumulação, no decorrer do qual seus agentes principais promovem, monitoram e se beneficiam da expansão material de toda a economia mundial; e (3) um segundo período de expansão financeira, no decorrer do qual as contradições do regime de acumulação plenamente desenvolvido criam espaço para o surgimento de regimes concorrentes e alternativos, um dos quais acaba por se tornar o novo regime dominante”.⁷²

⁶⁸ *Ibidem*, p. 448.

⁶⁹ Ver Arrighi, *op. cit.*

⁷⁰ Arrighi (*idem*, p. 6.) identifica quatro ciclos sistêmicos de acumulação, “cada qual caracterizado por uma unidade fundamental do agente e estrutura primários dos processos de acumulação de capital em escala mundial: um ciclo genovês, do século XV ao início do XVII; um ciclo holandês, do fim do século XVI até decorrida a maior parte do século XVIII; um ciclo britânico, da segunda metade do século XVIII até o início do século XX; e um ciclo norte-americano, iniciado no fim do século XIX e que prossegue na atual fase de expansão financeira”.

⁷¹ Para Arrighi (*idem*, p. 222), “embora o tempo que os sucessivos regimes de acumulação levam para ascender à dominação e atingir a maturidade venha decrescendo, o tamanho e a complexidade organizacional dos principais agentes desses regimes sucessivos vêm aumentando”.

⁷² *Ibidem*, pp. 219-220. A idéia de ciclos sistêmicos de acumulação de Arrighi derivou da observação de Fernand Braudel de que a maturidade de todos os grandes desenvolvimentos da economia

Em outras palavras, a

“recorrência dos ciclos sistêmicos de acumulação pode ser descrita [...] como uma série de fases de expansão estável da economia mundial capitalista, que se alternam com fases de turbulência no correr das quais as condições de expansão estável, por uma via de desenvolvimento já estabelecida, são destruídas, enquanto as de expansão por uma nova via são criadas. Nesse sentido, as fases de turbulência são momentos de retraimento e de desorganização crescente, bem como de redistribuição e reorganização dos processos de acumulação de capital em escala mundial”.⁷³

O ciclo sistêmico de acumulação americano, que superou o ciclo sistêmico britânico na expansão financeira do fim do século XIX e apresentou substancial expansão nas décadas de 1950 e 1960, estaria vivendo, assim, uma fase de crescente turbulência desde o início da década de 1970 — turbulência experimentada pela economia mundial nas fases de expansão financeira e que culminaria com a superação dos agentes e das estruturas do ciclo sistêmico de acumulação em vigor.⁷⁴ A fase de turbulência atual corresponderia ao declínio da hegemonia econômica dos Estados Unidos e à formação e ascensão de uma nova hegemonia (possível mas não certa), provavelmente asiática.

De acordo com Arrighi, quando os rendimentos do capital investido no comércio de mercadorias caem abaixo de um índice crítico, um número crescente de organizações capitalistas deixa de reinvestir os lucros na expansão adicional do comércio de mercadorias, desviando, do mercado de produtos para os mercados

capitalista mundial é anunciada por uma guinada peculiar do comércio de mercadorias para o comércio de moedas. A base analítica deriva de Marx: “A fórmula geral do capital apresentada por Marx (DMD’) pode ser interpretada como retratando não apenas a lógica dos investimentos capitalistas individuais, mas também um padrão reiterado do capitalismo histórico como sistema mundial. O aspecto central desse padrão é a alternância de épocas de expansão material (fases DM de acumulação de capital) com fases de renascimento e expansão financeiros (fases MD’). Nas fases de expansão material, o capital monetário ‘coloca em movimento’ uma massa crescente de produtos; nas fases de expansão financeira, uma massa crescente de capital monetário ‘liberta-se’ de sua forma mercadoria, e a acumulação prossegue através de acordos financeiros (como na fórmula abreviada de Marx, DD’). Juntas, essas duas épocas, ou fases, constituem um completo *ciclo sistêmico de acumulação* (DMD’). [As] expansões financeiras são tomadas como sintomáticas de uma situação em que o investimento da moeda na expansão do comércio e da produção não mais atende, com tanta eficiência quanto as negociações puramente financeiras, ao objetivo de aumentar o fluxo monetário que vai para a camada capitalista. Nessa situação, o capital investido no comércio e na produção tende a retornar a sua forma monetária e a se acumular mais diretamente, como na fórmula marxista abreviada (DD’)” (ibidem, pp. 6-8).

⁷³ Ibidem, pp. 241-242.

⁷⁴ Nesse contexto, a “financeirização” do capital não pode ser encarada como o último e mais avançado estágio do capitalismo: “o capital financeiro não é uma etapa especial do capitalismo mundial, muito menos seu estágio mais recente e avançado. Ao contrário, é um fenômeno recorrente, que marcou a era capitalista desde os primórdios, na Europa do fim da Idade Média e início da era moderna. Ao longo de toda a era capitalista, as expansões financeiras assinalaram a transição de um regime de acumulação em escala mundial para outro. Elas são aspectos integrantes da destruição recorrente de ‘antigos’ regimes e da criação simultânea de ‘novos’.” (ibidem, pp. ix-x).

financeiros, os excedentes de caixa que acumulam. As comunidades de financistas, que agem como intermediários e reguladores da oferta e da demanda crescentes de capital monetário e de crédito, transformam a instabilidade da economia mundial, fruto da queda da rentabilidade dos investimentos produtivos, numa fonte de lucros especulativos consideráveis e seguros. Tais comunidades nutrem-se dessa instabilidade, não tendo interesse algum em moderá-la; ao contrário, tendem a exacerbá-la sempre que possível. Contudo, os financistas não são causa primária da instabilidade: esta é estrutural e tende a ganhar um impulso autônomo que suplanta o poder de controle dos dirigentes da máquina capitalista. Ao longo da expansão financeira ocorre uma crescente concentração do capital que, de acordo com a teoria de Marx, invariavelmente constitui o desfecho e a resolução das crises de superacumulação. A concentração de capital ocorre dentro das estruturas organizacionais do ciclo de acumulação que está chegando ao fim, constituindo-se num “derradeiro ‘momento maravilhoso’ de reanimação do regime ainda dominante, porém cada vez mais volátil”. Entretanto, esse “momento maravilhoso” nunca expressa “uma renovação da capacidade desse regime de gerar uma nova rodada de expansão material da economia mundial”. Ao contrário, sempre é “a expressão de uma escalada na luta competitiva e de poder” que está “prestes a precipitar a crise terminal do regime”.⁷⁵

Dentro dessa perspectiva adotada por Arrighi, a “Era de Ouro” foi uma fase de expansão material, isto é, um período em que o capital excedente foi reinvestido na produção e comércio de mercadorias, que apresentou uma escala com uma tal magnitude que a velocidade e o alcance da conversão do capital excedente em mercadorias no ciclo norte-americano foram maiores do que em qualquer ciclo anterior. No entanto, a expansão material da “Era de Ouro”, a exemplo dos ciclos anteriores, teve como desdobramento uma grande intensificação das pressões competitivas sobre todas as organizações governamentais e empresariais da economia capitalista mundial — com um excesso de capital à procura de investimentos em mercadorias e um aumento dos salários acima da produtividade da mão-de-obra desde 1968, contraindo os lucros —, produzindo, desde o período 1968-73, uma maciça retirada do capital monetário da produção e do comércio. Nesses seis anos os depósitos no mercado de eurodólares ou de eurodivisas cresceram substancialmente, seguindo-se vinte anos de crescimento explosivo. Em meados da década de 1970, com a acumulação de uma massa crescente de liquidez internacional e o instável e oscilante sistema de taxas de câmbio flexíveis ou flutuantes decorrentes do fim do sistema de

⁷⁵ Ibidem, p. 244.

paridades fixas estabelecido em Bretton Woods, o volume de transações puramente monetárias nos mercados financeiros já ultrapassava em muitas vezes o valor do comércio mundial, tornando-se impossível, a partir de então, o controle da expansão financeira.

A demanda crescente dos países do Terceiro Mundo no mercado de eurodivisas (países carentes dos recursos financeiros necessários para se precaver das flutuações das taxas de câmbio e das crises financeiras) e as políticas das economias desenvolvidas para se protegerem das incertezas quanto ao abastecimento energético (superávit comercial por meio de políticas deflacionárias e empréstimos no mercado de eurodivisas) alimentaram a contínua expansão financeira. A política monetária frouxa dos Estados Unidos na década de 1970 e a injeção de poder aquisitivo na economia mundial pelo governo norte-americano, que procurava manter em andamento a expansão material da economia capitalista, foram uma grande fonte de inflação mundial e de desordem monetária. A liquidez criada pelas autoridades monetárias norte-americanas, longe de estimular a produção e o comércio, acabou se transformando em sua maior parte em petrodólares e eurodólares.

A partir de 1979, dada a grave crise de confiança no dólar norte-americano como moeda mundial viável, o governo dos Estados Unidos optou por evitar o confronto com a comunidade financeira internacional e buscou uma acomodação e uma “aliança” com o capital por meio da adesão rigorosa aos princípios da moeda forte, substituindo a frouxidão das políticas monetárias da década de 1970 por políticas extremamente rigorosas. Com o advento da era Reagan, a redução da oferta monetária norte-americana, destinada a centralizar novamente nos Estados Unidos o dinheiro mundial sob controle privado, aliou-se a um conjunto de medidas que intensificaram a concentração do capital em escala mundial: o governo norte-americano começou a competir agressivamente pelo capital circulante mundial, elevando as taxas de juro bem acima do índice de inflação corrente; os investimentos pecuniários para que o capital circulante se recentralizasse nos Estados Unidos foram suplementados e complementados por um grande impulso de “desregulamentação”; e o governo Reagan deu início a uma das mais espetaculares expansões do endividamento do Estado na história mundial.⁷⁶ A “financeirização” do capital, que fora um dos vários aspectos da crise econômica mundial pós-1973, tornou-se o traço absolutamente predominante da era Reagan.

Para Arrighi, a “aliança” com as altas finanças privadas significava para o governo norte-americano o abandono de quase tudo o que este havia representado

⁷⁶ Ibidem, pp. 327-328.

durante quase meio século, tanto nas questões monetárias quanto nas sociais. Contudo, essa “aliança”

“gerou lucros que superaram as mais róseas expectativas. A recentralização do poder de compra nos Estados Unidos logrou, quase instantaneamente, o que o poderio militar do país, agindo sozinho, não conseguiria fazer. Os efeitos devastadores das políticas monetárias restritivas norte-americanas, das altas taxas de juros e da desregulamentação logo colocaram os países do Terceiro Mundo de joelhos. [...] Para piorar as coisas para o Sul e melhorá-las para o Oeste, os países do Segundo Mundo logo vieram juntar-se aos do Terceiro Mundo, numa competição selvagem pelo capital circulante. [...] Assim, enquanto acabava a partida para o Terceiro e o Segundo Mundos, a burguesia do Ocidente passou a desfrutar de uma *belle époque* que fez lembrar, sob muitos aspectos, o ‘momento maravilhoso’ da burguesia européia de oitenta anos antes. A semelhança mais marcante entre essas duas *belles époques* foi o quase completo desconhecimento, por parte de seus beneficiários, de que a prosperidade súbita e sem precedentes de que eles haviam passado a desfrutar não se apoiava numa solução da crise de acumulação que havia precedido os bons tempos. Ao contrário, a prosperidade recém-descoberta assentava-se num deslocamento da crise de um conjunto de relações para outro. Era só uma questão de tempo para que ela reemergisse sob formas mais problemáticas”.⁷⁷

A análise de Arrighi, contudo, não se limita a identificar os elementos da desintegração do ciclo sistêmico de acumulação americano. De acordo com seu aparato teórico, no decorrer das expansões financeiras as contradições do regime de acumulação em vigor criam espaço para o surgimento de regimes concorrentes e alternativos, um dos quais acaba por se tornar o dominante. Assim, a desintegração de um edifício ocorre simultaneamente à construção de um outro. O epílogo do livro de Arrighi é dedicado a análises e conjeturas quanto às perspectivas e possibilidades de um novo ciclo sistêmico de acumulação com a ascensão de uma hegemonia econômica asiática:

“Ainda não está claro se estamos prestes a assistir a uma troca de guarda no alto comando da economia mundial capitalista e ao início de um novo estágio de desenvolvimento capitalista. Mas a substituição de uma região ‘antiga’ (a América do Norte) por uma ‘nova’ (o Leste Asiático) como o centro mais dinâmico dos processos de acumulação de capital em escala mundial já é uma realidade. [...] A rapidez e a extensão com que o Japão abocanhou uma parcela maior da renda e da liquidez mundiais não têm paralelo na economia mundial contemporânea. Elas puseram a classe capitalista japonesa numa categoria à parte, como verdadeira herdeira das classes capitalistas genovesa, holandesa, britânica e norte-americana, na época de seus respectivos grandes saltos à frente como novos líderes dos processos sistêmicos de acumulação de capital”.⁷⁸

⁷⁷ Ibidem, pp. 334-335.

⁷⁸ Ibidem, pp. 344-349.

A tese da desintegração do poder hegemônico norte-americano e sua superação por uma hegemonia japonesa é questionada por vários autores, particularmente após os desdobramentos da Reunião do Plaza, em 1985, a estagnação da economia japonesa, desde o início dos anos 1990, e a crise financeira asiática, em 1997-98.⁷⁹ Mas o próprio Arrighi enfatiza que não está nada claro que a emergente liderança japonesa possa realmente traduzir-se num quinto ciclo sistêmico de acumulação.⁸⁰

“Como indagou Fred Bergsten: ‘Poderá a maior nação devedora do mundo continuar a ser a principal potência mundial? Poderá uma pequena nação insular, que é hoje militarmente insignificante e muito distante dos centros tradicionais de poder, exercer, mesmo parcialmente, a liderança global necessária?’”⁸¹

Embora não tenha respostas para tais perguntas, Arrighi vislumbra três desfechos possíveis para a atual crise do regime de acumulação norte-americano:

“Primeiro, é possível que os antigos centros consigam deter o curso da história capitalista. [A] capacidade de gestão do Estado e da guerra da velha guarda bem pode estar em condições de se apropriar, pela força, argúcia ou persuasão, do capital excedente que se acumula nos novos centros, com isso encerrando a história capitalista mediante a formação de um império mundial realmente global. Segundo, talvez a velha guarda não consiga deter o curso da história capitalista, tornando possível que o capital do Leste Asiático venha a ocupar uma posição de mando nos processos sistêmicos de acumulação de capital. Neste caso, a história capitalista prosseguiria, mas em condições que se afastam radicalmente das que conhecemos desde a formação do moderno sistema interestatal. Faltaria à nova guarda no alto comando da economia mundial capitalista a capacidade de gestão do Estado e da guerra que, historicamente, tem-se associado à reprodução ampliada de uma camada capitalista sobre a camada de mercado da economia mundial. [...] Por fim, parafraseando Schumpeter, antes que a humanidade sufoque (ou se refestele) na masmorra (ou no paraíso) de um império mundial pós-capitalista, ou de uma sociedade de mercado capitalista mundial, é bem possível que ela se inflame nos horrores (ou nas glórias) da escalada da violência que

⁷⁹ Para uma crítica à tese do fim da hegemonia norte-americana, ver particularmente Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luis (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997..

⁸⁰ Contudo, Arrighi (op. cit., pp. 355-356) destaca que, “até a crise sinalizadora do regime de acumulação norte-americano, o Japão continuou a ser um convidado dos Estados Unidos no exclusivo clube das nações ricas e poderosas do Ocidente. Foi um exemplo perfeito do que Immanuel Wallerstein denominou de ‘desenvolvimento a convite’. [...] A crise de superacumulação do fim da década de 1960 e início da de 1970 modificou tudo isso. O governo norte-americano parou de torcer o braço de seus parceiros europeus e clientes do Leste Asiático para que eles abrissem espaço à expansão capitalista do Japão. Em vez disso, começou a torcer o braço do governo japonês para que revalorizasse o iene e abrisse a economia japonesa ao capital e ao comércio estrangeiros. [...] intensificaram-se as pressões dos Estados Unidos sobre o Japão para que este redistribuísse os benefícios de sua maior expansão econômica. O governo norte-americano voltou para fechar a porta da estrebaria, mas o cavalo já havia disparado. Ou melhor, os gansos já estavam voando. A crise de superacumulação impulsionou o capital japonês por uma via de expansão transnacional que logo iria revolucionar toda a região do leste asiático e, quem sabe, antecipar a eventual superação do regime de acumulação norte-americano”.

⁸¹ *Ibidem*, p. 367.

acompanhou a extinção da ordem mundial da Guerra Fria. Nesse caso, a história capitalista também chegaria ao fim, mas voltando de forma vigorosa ao caos sistêmico de que partiu há seiscentos anos, e que foi reproduzido em escala progressivamente maior a cada transição. Se isso significaria o fim apenas da história capitalista, ou de toda a história humana, é impossível dizer”.⁸²

1.3 Conclusões

Os acontecimentos e as transformações mundiais posteriores a 1973 trouxeram sérias dificuldades para as mais diversas teorias econômicas, suscitando dúvidas, indagações e perplexidades entre os pesquisadores. Segundo Arrighi,

“na década de 70 muitos falaram em crise. Na de 80, a maioria falou em reestruturação e reorganização. Na de 90, já não temos certeza de que a crise dos anos 70 foi realmente solucionada, e começou a se difundir a visão de que a história do capitalismo talvez esteja num momento decisivo de mudança”.⁸³

Para Harvey,

“teóricos keynesianos, monetaristas e do equilíbrio parcial neoclássico parecem tão perturbados quanto todas as outras pessoas. Essa transição [iniciada com a crise do fordismo] também trouxe sérios dilemas para os marxistas. Diante desses problemas, muitos comentadores abandonaram qualquer pretensão de teoria e simplesmente recorreram à caça de dados para dar conta das rápidas mudanças. Mas também aqui há dúvidas — que dados são indicadores vitais, e não séries contingentes? O único ponto geral de acordo é que alguma coisa significativa mudou no modo de funcionamento do capitalismo a partir de mais ou menos 1970”.⁸⁴

Com base no único consenso existente, o de que algo de significativo mudou na economia mundial e no modo de funcionamento do capitalismo nas últimas três décadas do século XX, procurou-se nesta parte do trabalho identificar duas linhas interpretativas para os acontecimentos e transformações ocorridos após 1973. Destacou-se, de um lado, o trabalho de pesquisadores que enfatizam a idéia de que a economia capitalista está diante de um novo edifício, que institui uma nova coesão na história do capitalismo contemporâneo e é regido por uma lógica de acumulação própria. De outro lado, examinou-se a posição de autores cuja ênfase recai sobre a tese de que o capitalismo mundial estaria vivendo desde 1973 o ininterrupto

⁸² *Ibidem*, pp. 370-371.

⁸³ *Ibidem*, p. 1.

⁸⁴ Harvey, *op. cit.*, p. 163.

desmoronamento de um edifício insustentável, o esgotamento e o fim da coesão de um ciclo de acumulação já incapaz de garantir um novo período expansivo, configurando um etapa de natureza transitória na qual ainda não é possível identificar as bases de um novo modelo, ou então uma etapa caracterizada apenas pela retomada de um processo anterior, interrompido pelas guerras mundiais e pela “Era de Ouro”, numa linha de continuidade de longo prazo carente de qualquer novidade substancial que permita conferir um atributo distintivo ao período atual. É importante que se frise, contudo, que tal divisão, sob alguns aspectos, atende mais a requisitos de clareza de exposição do que propriamente a uma necessidade teórica imperiosa de separar correntes interpretativas claramente identificáveis e supostamente opostas. Na verdade, a divisão adotada fundamenta-se na ênfase maior emprestada por cada autor em seus trabalhos. Para uma boa parte dos autores analisados, as idéias de desmoronamento de um edifício e de construção de um novo caminham juntas — simultaneamente ou com uma pequena diferença de *timing* histórico (exceto no caso de Gordon e, de certa forma, de Mandel, que não vislumbram até o momento os elementos definitivos de um novo edifício, bem como de Hirst e Thompson, que concebem o período atual como retomada de um processo anterior). A ênfase e o foco adotados nas análises, porém, permitem classificar cada autor de acordo com a linha divisória aqui estabelecida.

Em face do que foi apresentado e discutido ao longo desta primeira parte, não resta dúvida de que o diagnóstico e a identificação dos fatores responsáveis pelo esgotamento do sistema que permitiu a expansão do pós-guerra parecem ser tarefas menos árduas (embora nem sempre haja concordância entre os autores quanto à relevância e ao poder explicativo de cada fator) do que a sempre polêmica identificação dos elementos constitutivos de um suposto novo edifício da ordem capitalista mundial, capaz de garantir a sobrevivência e a expansão contínua do capitalismo. Todos os autores apontam razões relevantes para se compreender o esgotamento do vigoroso processo de crescimento econômico observado durante a “Era de Ouro”, mas a identificação de uma nova ordem — já existente, em gestação, incipiente ou inexistente — para a acumulação capitalista mundial é sempre muito complexa e polêmica.

A maior ou menor simpatia por uma ou outra interpretação é sempre condicionada pela formação ou filiação teórica ou pela visão de mundo de cada

pesquisador. A escolha da melhor interpretação, por maior que seja o respaldo teórico e analítico desfrutado por aquele que se lance numa investigação da realidade, acaba tendo uma boa dose de subjetividade. Descartar por completo alguma das linhas interpretativas apresentadas, contudo, é muito pouco recomendável. Cada abordagem discutida apresenta contribuições relevantes e que convém levar em consideração na interpretação de um período extremamente rico e complexo da história capitalista, que ainda alimentará muitos debates e controvérsias.

No âmbito daqueles que enfatizam a idéia de que o período pós-1973 registra a construção de um novo edifício dentro da história do capitalismo, o trabalho de Maddison constitui exemplo de fonte extremamente útil para qualquer estudo quantitativo da história capitalista desde 1820. A análise de dados e indicadores da evolução das principais economias mundiais, enfatizada pelo autor, é indispensável para dar sustentação a qualquer interpretação econômica consistente. No caso da teoria da regulação, não é possível desprezar as virtudes da rica fecundação entre teoria e história permitida por seu aparato analítico, no qual cada formação social historicamente determinada pode ser caracterizada por um complexo inter-relacionamento entre um “regime de acumulação” e um “modo de regulação”, cada um deles contendo suas formas historicamente específicas de valorização do capital, relações de classe, processos político-sociais e crises. As análises regulacionistas empreendidas por Harvey e por Chesnais avançam significativamente na identificação das características e dos novos padrões seguidos pela acumulação capitalista nas últimas três décadas do século XX. É difícil negar que a flexibilidade na produção e no mercado de trabalho e a crescente dominância da esfera financeira sobre o processo de valorização e acumulação de capital sejam aspectos importantes e distintivos do capitalismo contemporâneo. A aparente instabilidade dos edifícios identificados por Harvey e Chesnais permite levantar a hipótese, defendida por alguns teóricos regulacionistas, de que o capitalismo atual não contaria ainda com um arcabouço institucional apropriado, isto é, com formas institucionais que, articuladas dentro de um modo de regulação e de um regime de acumulação, fossem capazes de garantir ao capitalismo mundial um novo ciclo econômico com lógica de acumulação própria, como o logrado pela estrutura institucional que sustentou a “Era de Ouro”. Robert Guttman, por exemplo, entende que as elevadas taxas de juros praticadas na década

de 1980 constituem o núcleo de um novo modo de regulação, mas dentro de um regime de acumulação ainda transitório, que não possui um regime monetário viável.⁸⁵

No que diz respeito aos autores que dão maior ênfase ao esgotamento progressivo de um modelo de acumulação já incapaz de garantir uma nova rodada de expansão econômica e à inexistência de uma ordem mundial substancialmente nova, o trabalho de Gordon tem a virtude de, a partir de uma análise do comportamento das instituições capitalistas no período pós-1973, desmistificar um discurso ideológico que garante que a atual dinâmica econômica mundial é irreversível e que o formato das instituições econômicas internacionais é um assunto consumado — quando a instabilidade presente da economia capitalista mundial lança dúvidas eloqüentes quanto a essa tese. Num esforço semelhante de contestação de discursos eminentemente ideológicos, Hirst e Thompson desenvolvem uma argumentação que põe em questão certos mitos que vêm contribuindo para paralisar as iniciativas e estratégias nacionais de política econômica, com prejuízos notáveis para os países que aderem sem maior resistência às teses de irreversibilidade de processos globais inelutáveis, particularmente no Terceiro Mundo. Quanto aos teóricos, de diversas filiações, que defendem a hipótese da existência de ondas longas durante a história do capitalismo industrial, não é possível negar-lhes atenção e atribuir exclusivamente ao acaso a notável regularidade apresentada pelos impulsos ascendentes e descendentes da economia mundial nos últimos dois séculos, bem como as boas previsões que puderam ser feitas a partir de suas análises. Por fim, o trabalho de Arrighi — único dentre os autores analisados para o qual o edifício que começou a desmoronar após 1973 é aquele construído no final do século XIX (o ciclo sistêmico de acumulação americano), e não o edifício construído no pós-guerra e que originou a “Era de Ouro” —, fundado no entendimento de que o processo de criação das instituições governamentais e empresariais típicas de um ciclo é parte integrante do processo de superação das instituições governamentais e empresariais do ciclo precedente, tem a virtude de ousar na busca simultânea dos elementos da desintegração de um edifício e

⁸⁵ “[...] prefiro analisar as elevadas taxas de juros da década de 80 na tradição da teoria regulacionista, como novo modo de regulação para um regime transitório de acumulação, que levanta analogias com as violentas guerras de preços e as ondas de fusões-aquisições que acompanharam a transição de um regime de acumulação concorrencial para um regime de regulação monopolista nacional, no começo deste século. De qualquer forma, é certo que têm considerável influência sobre as atividades de produção” (Guttman, *op. cit.*, p. 75).

da suposta construção de um outro, lançando teses que rompem o torpor intrínseco aos “discursos agnósticos”.

Desta forma, sem desprezar o amplo painel oferecido pelas teses aqui apresentadas na interpretação das transformações ocorridas no capitalismo mundial nas últimas três décadas do século XX — isto é, integrando e incorporando coerentemente as análises e contribuições dos vários autores abordados nesta parte, naquilo que não implique um ecletismo inócuo —, o seguimento deste trabalho será norteado por uma opção clara: *uma leitura regulacionista da dinâmica capitalista no período sob análise*. Por permitir uma fecundação recíproca entre teoria e história, procurando superar a incapacidade da teoria macroeconômica tradicional em analisar a dinâmica temporal dos fatos econômicos vividos pelos sujeitos e em expressar o conteúdo social das relações econômicas, a teoria da regulação, dentre as teorias econômicas com atitude crítica frente à macroeconomia do *mainstream*, apresenta-se como uma das mais bem equipadas para empreender uma leitura consistente das transformações e regularidades do sistema capitalista ao longo do processo histórico.

É a partir dessa opção teórica por uma leitura regulacionista da realidade que se defende neste trabalho que a economia mundial no final do século XX vive sob a égide de uma nova configuração do capitalismo — engendrada nos anos 1970, com a desintegração do fordismo, e consolidada nos anos 1980 e 1990, sob a hegemonia dos Estados Unidos e da esfera financeira —, com lógica, estruturas e características próprias, bem-definidas e substancialmente distintas daquelas vigentes na “Era de Ouro”, indicando, mais do que uma mudança de rumos, uma verdadeira ruptura com o modelo anterior. Todas as formas institucionais sofreram significativas transformações estruturais e o próprio regime de acumulação mudou de forma substantiva, rompendo qualitativamente com os padrões seguidos pelo regime fordista da “Era de Ouro”.⁸⁶ Em outras palavras, defende-se que há um novo binômio bem-configurado e

⁸⁶ Conforme salientado por Furtado (op. cit., p. 100), o “desenvolvimento contemporâneo do sistema capitalista não se baseia na retomada das tendências antigas, mas numa ruptura. A mundialização atual não é simplesmente a continuidade da vaga histórica da mundialização, seja a retomada de uma época antiga ou o prosseguimento das tendências dos ‘trinta anos gloriosos’. Também não é uma mudança qualitativa produzida pela progressiva introdução de mudanças quantitativas antigas, numa espécie de transbordamento. O caráter de ruptura da fase atual deve, ao contrário, ser reconhecido. A mundialização, tal como se apresenta atualmente, não nega os fenômenos antigos nem as forças subjacentes do capitalismo, mas toma modalidades precisas, que são uma ruptura em relação aos fenômenos e às modalidades recentes de funcionamento do sistema internacional”.

identificável a reger de forma hegemônica a lógica de reprodução e valorização no mundo capitalista, isto é, um novo regime de acumulação, dominado e comandado pela esfera financeira (a qual não cria riqueza, mas comanda, cada vez mais, a repartição e a destinação social da riqueza gerada no setor produtivo), e um novo modo de regulação, caracterizado por uma lógica de mercado e rentista, que conferem ao capitalismo dos últimos trinta anos do século XX o estatuto de um novo edifício, aprecie-se ou não sua arquitetura, suas bases de sustentação ou seus guardiões, questione-se ou não sua estabilidade ou sua capacidade de se manter social e economicamente coeso por longo período.⁸⁷ Se o novo binômio carrega fortes tensões e contradições que parecem torná-lo permanentemente suscetível a crises, tal argumento não respalda as teses em favor de sua inexistência ou seu caráter incompleto; antes, fortalece a opção por uma leitura fundamentada na dialética regulacionista, que opõe *regulação e crise*.

Demonstrar a existência de um novo binômio e caracterizar de forma clara cada um de seus elementos constitutivos não é, contudo, um empreendimento dos mais simples. Se existe um novo edifício, deve haver equilíbrios socioeconômicos essenciais, novas (e fortes) instituições, reorganização das relações sociais e políticas e transformação ou recomposição do aparelho produtivo. Essa multiplicidade de aspectos envolvidos na caracterização de um novo edifício na história capitalista faz com que a discussão detalhada das transformações operadas e da nova configuração de cada uma das formas institucionais⁸⁸ que compõem, articulam e sustentam aqueles que

⁸⁷ É preciso porém deixar claro que, conquanto o novo regime de acumulação aqui postulado esteja cada vez mais disseminado mundialmente, não se defende que a economia capitalista esteja sob um *modo de regulação mundial*, mas sob *vários modos de regulação nacionais* vinculados a um regime de acumulação comum cada vez mais difundido e hegemônico. Cada país possui particularidades históricas que singularizam seu modo de regulação, embora o conteúdo essencial de cada uma das formas institucionais constitutivas desse modo de regulação seja regido por lógicas semelhantes nos diversos países — as características particulares das formas institucionais e seus efeitos sobre a realidade social, econômica, política e cultural, contudo, variam conforme a formação histórica. Assim, uma das grandes virtudes do esforço analítico da teoria da regulação parece estar justamente onde ela é alvo de contundentes críticas: a ausência de um modelo macroeconômico geral. Ao contrário da teoria econômica convencional, a teoria da regulação trabalha com um modelo subdeterminado, que só ganha determinação com a inclusão de hipóteses intermediárias extraídas da análise histórica das particularidades estruturais e dos arranjos institucionais de cada sociedade analisada, ou seja, a teoria da regulação define a possibilidade de vários modelos macroeconômicos (cf. Boyer, op. cit., cap. 11). Os instrumentos teóricos e analíticos oferecidos pela teoria da regulação, articulados com a investigação histórica e institucional de uma determinada sociedade, permitem compreender as singularidades do processo de acumulação em cada formação social e de suas crises específicas.

⁸⁸ Conforme visto anteriormente, a teoria da regulação identifica cinco formas institucionais dentro de

aqui se defende como um novo regime de acumulação e um novo modo de regulação seja uma tarefa por demais onerosa e que ultrapassa o escopo do trabalho individual de uma tese. É possível, contudo, captar a essência e demonstrar a existência desse novo binômio a partir da análise de seus atributos mais marcantes e decisivos para a compreensão de seu conteúdo peculiar. Desta forma, a leitura das interpretações realizadas por uma grande parcela dos autores abordados nesta primeira parte do trabalho (em especial Chesnais, Harvey e Arrighi) reforça a convicção de que são as transformações e as modalidades precisas de regulação monetária e financeira aquelas que se apresentam decisivas para estabelecer o padrão de desenvolvimento das economias capitalistas e que, em particular, melhor caracterizam o novo modelo de desenvolvimento capitalista construído a partir dos anos 1970.

Assim, na medida em que se pretende demonstrar que o capitalismo surgido a partir da crise dos anos 1970 é comandado por um *regime de acumulação sob dominância financeira*, conjugado a um *modo de regulação rentista de mercado* — em que moeda e finanças parecem determinar, mais do que em qualquer outra época do capitalismo, as formas de apropriação da renda e da riqueza entre as classes sociais e entre os Estados capitalistas —, procurar-se-á, na segunda parte do trabalho, centrar a discussão na transformação e na nova configuração daquela que parece ser, pela sua abrangência, a forma institucional fundamental para a compreensão da lógica interna do suposto novo binômio e da nova realidade do capitalismo do final do século XX: a forma institucional *regime monetário e financeiro*. Por se tratar da forma institucional dominante num sistema capitalista, suas transformações e mecanismos de funcionamento influenciam de maneira marcante o rumo das transformações e tendências nas demais formas institucionais, plasmando o perfil de cada uma delas — embora essa influência seja recíproca.

uma formação histórica capitalista: a relação trabalho, a relação concorrencial intercapitalista, o regime monetário e financeiro, a forma de organização do Estado e a relação com o regime internacional.

PARTE 2

TRANSFORMAÇÕES DA REGULAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA NO CAPITALISMO MUNDIAL NAS ÚLTIMAS TRÊS DÉCADAS DO SÉCULO XX

— *Ai! — disse o rato. O mundo se torna a cada dia menor. No princípio era tão grande que eu tinha medo; corria e corria e sentia-me feliz em ver esses muros, à direita e à esquerda, à distância. Mas essas paredes se estreitam tão rapidamente, que já me encontro no último quarto, e ali, no canto, está a armadilha, sobre a qual devo passar.*
— *Tudo o que deves fazer é mudar de rumo — disse o gato, e o comeu.*

Franz Kafka, "Uma pequena fábula"

Esta parte da tese é dedicada à análise das transformações da regulação monetária e financeira no capitalismo mundial nas últimas três décadas do século XX. Na medida em que se pretende demonstrar que o capitalismo surgido a partir da crise dos anos 1970 é comandado por um *regime de acumulação sob dominância financeira*, conjugado a um *modo de regulação rentista de mercado*, a opção por uma análise mais aprofundada das mutações e da nova configuração da forma institucional *regime monetário e financeiro* decorre do entendimento de que as modalidades precisas de regulação da moeda e das finanças são decisivas para estabelecer o padrão de desenvolvimento das economias capitalistas. A moeda e suas modalidades de integração, bem como o grau de desenvolvimento e sofisticação das finanças, têm um papel central na análise das formas de crescimento e repartição da renda e da riqueza nas economias capitalistas, sendo fundamentais para uma caracterização global da lógica de funcionamento de um regime de acumulação e do modo de regulação associado. Contudo, na medida em que um binômio “regime de acumulação/modo de regulação” é composto pelo imbricamento e influência recíproca entre diferentes formas institucionais, não é possível isolar plenamente qualquer uma delas. Desta forma, embora a ênfase esteja sempre centrada no regime monetário e financeiro, as transformações e as novas configurações das demais formas institucionais também são abordadas nesta parte do trabalho, conquanto não sejam objeto de uma investigação detalhada.

Embora as transformações ocorridas nos regimes monetários e financeiros dos diferentes países capitalistas tenham especificidades nacionais, derivadas das particularidades institucionais de cada formação histórica, social e econômica, a análise aqui realizada toma como referência, em grande medida, a experiência norteamericana, uma vez que é o modo de regulação da moeda e das finanças desenvolvido pelos Estados Unidos aquele que vem se impondo hegemonicamente pelo mundo, moldando o comportamento e definindo o rumo das transformações institucionais no âmbito monetário e financeiro nas demais nações capitalistas. Dada a sua condição de potência industrial e financeira e de país hegemônico nas relações internacionais, os Estados Unidos têm sido o centro dinâmico de um processo de transformações mundiais de grande envergadura, impondo hierarquicamente aos demais países capitalistas não apenas a lógica de seu regime monetário e financeiro, mas a própria essência do regime de acumulação sob dominância financeira e do modo de regulação rentista de mercado — dos quais os Estados Unidos são o epicentro e o principal beneficiário.

A discussão empreendida nesta segunda parte da tese está estruturada em cinco

capítulos. No primeiro capítulo são enfatizadas e discutidas as principais categorias teóricas a serem utilizadas na análise das transformações do capitalismo nas últimas três décadas do século XX, definindo-se a opção paradigmática a ser seguida no restante do trabalho: uma leitura regulacionista dos fenômenos históricos desse período, enriquecida por elementos da “teoria da instabilidade financeira” desenvolvida pelo economista pós-keynesiano Hyman Minsky — teoria que se revela compatível com uma análise regulacionista das experiências concretas vividas pelas sociedades capitalistas e que oferece um suporte útil para o estudo específico das transformações do regime monetário e financeiro.

O segundo capítulo é dedicado à análise das transformações ocorridas ao longo da década de 1970, discutindo-se o processo de esgotamento e crise do modelo de crescimento econômico vigente desde o fim da Segunda Guerra Mundial — o *fordismo*, que articulava um regime de acumulação intensiva baseado no consumo de massa e um modo de regulação monopolista de Estado, no qual o regime monetário e financeiro era caracterizado por um sistema monetário baseado na moeda de crédito, um sistema de finanças administradas, controle sobre as taxas de juros (fixação de tetos), baixa inflação, padrão dólar-ouro, taxas de câmbio fixas e controle sobre o movimento de capitais —, a expansão e a internacionalização das finanças e a constituição das precondições para a gênese de um novo regime monetário e financeiro a partir da guinada radical da política monetária da nação capitalista hegemônica, os Estados Unidos, em 1979.

A construção e a consolidação do novo regime monetário e financeiro nos anos 1980, um regime caracterizado por um sistema de finanças de mercado, diretas e internacionalizadas, são o objeto do terceiro capítulo. Examina-se a criação, a partir do processo de liberalização e desregulamentação financeiras desencadeado pelos Estados Unidos para superar a crise dos anos 1970 e fortalecer sua posição hegemônica mediante uma aliança com o capital financeiro internacional, de uma nova institucionalidade dos sistemas financeiros e uma nova configuração para o modelo de regime monetário e financeiro predominante nas economias capitalistas desenvolvidas, cujo núcleo consiste em taxas de juros elevadas (políticas monetárias restritivas), inflação baixa (políticas desinflacionistas), câmbio flexível (padrão dólar auto-referenciado) e transferência de renda para a esfera financeira pelo mecanismo do financiamento da dívida pública, estabelecendo mudanças radicais na interação entre a moeda (cujo caráter privado predomina cada vez mais sobre sua função pública), o crédito e a atividade econômica. Esse regime monetário e financeiro, consolidado nos anos 1980, converter-se-ia no marco principal do novo modo de regulação e do novo

regime de acumulação que passariam a conduzir e a comandar a dinâmica capitalista de acumulação e distribuição da renda e da riqueza no final do século XX.

O quarto capítulo traz um detalhamento da evolução e do desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais em seu processo de criação e multiplicação de uma imensa massa de capital “fictício” desde a gênese do novo regime monetário e financeiro (um capital abstrato ou virtual, inscrito nos ativos monetários e financeiros, que cresce a uma velocidade incompatível com a expansão do capital produtivo), bem como das características dos principais atores que atuam nesses mercados e que comandam a lógica do novo regime de acumulação. Discute-se como a mundialização e a integração em escala global das instituições e dos mercados financeiros foram influenciadas pela instabilidade cambial, pelas inovações financeiras e tecnológicas (securitização das dívidas públicas, desenvolvimento dos derivativos e ligação transacional informatizada de mercados de ativos), pelas estratégias de financiamento das grandes corporações que atuam em âmbito internacional, pela crescente importância dos investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão e companhias seguradoras) e pela gestão da dívida do Estado pelos poderes públicos, crescentemente subordinados aos interesses dos agentes da esfera financeira.

As discussões empreendidas nos capítulos 3 e 4 procuram sintetizar os efeitos da hegemonia do capital financeiro e do processo de financeirização da economia mundial sobre a acumulação produtiva no novo contexto vivido pelo capitalismo, isto é, como as finanças, que sob o fordismo eram atividade fundamental para o desenvolvimento do capital produtivo, converteram-se num instrumento constrangedor para a acumulação produtiva no novo regime monetário financeiro, inibindo a retomada de um crescimento mais vigoroso da economia.

O quinto e último capítulo apresenta a discussão da dinâmica do novo regime monetário e financeiro, abordando-se as principais características, interações e resultantes da lógica operacional de uma forma institucional responsável por um processo de acentuada financeirização das relações econômicas e por uma inusitada hipertrofia da esfera financeira em âmbito mundial, a qual vem crescendo, há mais de duas décadas, a taxas muito mais elevadas do que o investimento, a produção e o comércio internacional. Após retomar e reunir os principais aspectos que conferem às relações financeiras a primazia na dinâmica econômica do regime de acumulação sob dominância financeira e do modo de regulação rentista de mercado, são discutidas a importância da incorporação da instabilidade à lógica de funcionamento do novo binômio, a metamorfose sofrida pelas crises financeiras, a crescente fragilidade sistêmica e os mecanismos utilizados para a neutralização dos abalos e crises ao longo

das décadas de 1980 e 1990 — elementos que traduzem as tensões suscitadas por um regime cuja norma de produção está subordinada a um comando financeiro com lógica de curto prazo, rentista e especulativa e cuja norma social de consumo é progressivamente concentradora de renda e socialmente excludente. Em seguida, discute-se a influência decisiva exercida pela nova regulação da moeda e das finanças sobre a configuração e a dinâmica assumidas pelas demais formas institucionais que compõem o atual binômio, enfatizando que as transformações da forma institucional regime monetário e financeiro não se dão de forma endógena, mas articuladas com as mutações na relação concorrencial intercapitalista (subordinação do capital produtivo à lógica imposta pela esfera financeira), na relação trabalho (flexibilização das relações trabalhistas e redução e precarização do emprego), na forma de organização do Estado (subordinado aos interesses da esfera financeira) e no regime internacional (no qual imperam a supremacia do dólar e a hegemonia mundial dos Estados Unidos). Por fim, discute-se o teor de algumas das principais propostas que vêm sendo apresentadas para redefinir o marco regulatório da moeda e das finanças predominante no capitalismo do final do século XX — dada a sua inadequação para fomentar um novo ciclo de crescimento sustentado do capital produtivo —, indicando as barreiras e os limites para a implementação de medidas que abalem minimamente os pilares de sustentação do atual regime monetário e financeiro.

CAPÍTULO 1

A FECUNDAÇÃO ENTRE TEORIA E HISTÓRIA NAS ESCOLAS REGULACIONISTA E PÓS-KEYNESIANA

O debate econômico durante a década de 1970 foi particularmente marcado pela ampliação do espaço adquirido pelas correntes de pensamento econômico empenhadas em apresentar concepções alternativas à teoria econômica dominante, fundada na síntese neoclássica ou keynesianismo ortodoxo.¹ O aparecimento e (ou) maior evidência de teorias econômicas com atitude crítica quanto à macroeconomia tradicional do *mainstream*, naquele período específico, não é acontecimento fortuito. Em meados da década de 1970 as principais economias capitalistas avançadas do Ocidente enfrentavam crises econômicas que a síntese neoclássica não lograva explicar convincentemente. A ocorrência simultânea de inflação, baixos níveis de crescimento econômico e desemprego — estagflação — colocava para a macroeconomia convencional um problema: como explicar o fenômeno da estagflação se o paradigma dominante admitia a possibilidade de ocorrência da inflação apenas quando a economia se encontrasse além do pleno emprego? Em face desse problema, como propor políticas econômicas eficazes para solucionar a crise?

Ante as dificuldades e a incapacidade das concepções econômicas dominantes em dar conta dos inúmeros questionamentos suscitados pela maturação de crises econômicas após trinta anos de intenso crescimento, era natural que ganhassem importância no debate econômico as teses de um número variado de escolas e autores dispostos a propor explicações alternativas e sugerir novas abordagens teóricas e metodológicas pretensamente capazes de substituir ou ao menos reformar a teoria econômica dominante. Com uma perspectiva mais crítica e antagônica em relação à teoria dominante, surgiram duas concepções teóricas cujas ferramentas analíticas servirão de suporte, nesta parte do trabalho, para a avaliação das transformações observadas no capitalismo nas três últimas décadas do século XX.

Por um lado, surgiu na França uma corrente teórica que não apenas procurou dar uma interpretação à crise dos anos 1970 — tentando compreendê-la para além de sua aparência, como um momento de ruptura na estrutura social, institucional e política que sustenta a acumulação —, como também empenhou-se em desenvolver um corpo teórico alternativo à macroeconomia convencional, contemplando o tema da coesão social por meio de formas institucionais constitutivas das sociedades capitalistas: a *teoria da regulação*, que tem na tese de doutorado de Michel Aglietta sua obra seminal.² Robert Boyer, um dos expoentes desta linha de pensamento, afirma:

¹ A síntese neoclássica (denominação dada por Samuelson) concilia monetarismo e ortodoxia keynesiana (o Keynes apropriado pelos neoclássicos, sobretudo a partir da síntese empreendida por J. R. Hicks) numa mesma estrutura lógica, integrando a teoria de preços e equilíbrio geral de Walras a elementos derivados da teoria keynesiana.

² Ver nota 12 da Parte I.

“As análises em termos de regulação inscrevem-se [em uma crítica à ortodoxia com] uma inspiração teórica baseada fundamentalmente na tradição marxista e utilizando-se de referências keynesianas e de trabalhos de história econômica para renovar os questionamentos dos institucionalistas e poder propor uma construção teórica que se pretende original”.³

Por outro lado, partindo da tentativa de resgatar e atualizar as idéias originais de Keynes e tendo como projeto central o estudo das economias monetárias — em que se privilegiam o conceito de incerteza, a noção de tempo histórico e o papel das instituições e da moeda na economia real, na qual a lógica financeira e a sofisticação dos mecanismos financeiros são a fonte da instabilidade e das crises —, ganhou corpo nessa época a chamada *Escola Pós-keynesiana*, tendo como principais expoentes Hyman Minsky, Paul Davidson e Jan Kregel. Sob a ótica crítica de Minsky,

“[a]nálises de oferta e demanda — em que os processos de mercado levam ao equilíbrio — não explicam o comportamento de uma economia capitalista, pois os processos financeiros capitalistas indicam que a economia tem forças desestabilizadoras endógenas. A fragilidade financeira, que constitui um pré-requisito para a instabilidade financeira, é, fundamentalmente, um resultado de processos internos de mercado”.⁴

A preocupação preponderante deste capítulo é compreender e sintetizar os principais elementos que compõem a estrutura conceitual da teoria da regulação e de uma das teorias mais fecundas produzidas pela escola pós-keynesiana, a teoria da instabilidade financeira de Minsky, de sorte a evidenciar o aparato teórico que norteará as análises empreendidas nos capítulos seguintes.

Com base em tal orientação, este capítulo está organizado em três seções. A primeira é dedicada à apresentação dos principais conceitos desenvolvidos pela teoria da regulação, ao passo que a segunda expõe uma visão pós-keynesiana dos processos financeiros no capitalismo a partir da teoria da instabilidade financeira. Na terceira seção procura-se apontar e enfatizar alguns aspectos das duas teorias em que é possível estabelecer paralelos e visualizar pontos de contato, a fim de mostrar, em última análise, como as duas teorias — embora partindo de referenciais teóricos e analíticos distintos — apresentam similitudes e pontos de convergência evidentes no que diz respeito, sobretudo, ao protagonismo dos fenômenos financeiros na dinâmica das economias capitalistas — pontos de convergência que se mostrarão úteis para a interpretação das transformações monetárias e financeiras nas últimas décadas do século XX. Discutidos os principais elementos e categorias que compõem as duas

³ Boyer, Robert. *A teoria da regulação*. São Paulo: Nobel, 1990, p. 35.

⁴ Minsky, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986, pp. 250-251 (todas as citações desta obra receberam tradução livre).

concepções teóricas, define-se, por fim, a opção paradigmática a ser seguida no restante do trabalho: uma leitura “regulacionista” das transformações do capitalismo nas últimas três décadas do século XX, enriquecida por elementos da teoria da instabilidade financeira.

1.1 A teoria da regulação

A opção por uma leitura regulacionista das transformações operadas no capitalismo mundial nas últimas três décadas do século XX é motivada pela necessidade de se recorrer a uma concepção alternativa que responda a uma dupla incapacidade apresentada pela teoria econômica dominante (neoclássica): para analisar a dinâmica temporal dos fatos econômicos vividos pelos sujeitos, ou seja, explicar a história dos fatos econômicos, e para expressar o conteúdo social das relações econômicas e, portanto, captar as forças e tensões de que é objeto a economia.⁵ Ao preterir a história e criar uma concepção estática do tempo, a teoria do equilíbrio geral tornou-se incapaz de responder satisfatoriamente às indagações sobre as transformações e as crises recentes do capitalismo.⁶

Motivada pela crítica aos conceitos básicos defendidos pelo *mainstream* econômico e tendo seus fundamentos lógicos no materialismo histórico de Marx,⁷ a teoria da regulação considera a *reprodução* e a *ruptura* dos sistemas econômicos como elementos constitutivos dos próprios sistemas, elaborando um raciocínio teórico que incorpora uma análise histórica, num processo de vaivém entre teoria e prática. É justamente nessa bipolaridade entre reprodução e ruptura que reside a problemática fundamental da teoria da regulação: como explicar a reprodução e a regularidade de um sistema social que é formado por relações sociais conflituosas? Ou, de outra forma,

⁵ Cf. Aglietta, Michel. *Regulación y crisis del capitalismo*. México: Siglo Veintiuno, 1979, p. 1.

⁶ “Para os regulacionistas, a teoria econômica padrão deve ser superada na medida em que suas análises e proposições são, mais do que nunca, problemáticas. Seu individualismo metodológico ofensivo, sua minoração dos elementos coletivos da vida econômica, sua rejeição à História e às transformações estruturais em nome do fechamento da economia pura, que não precisa se ocupar com movimentos sociais ou com a complexidade dos processos políticos, fazem dela uma disciplina puramente normativa, prescritiva, amplamente inoperante para pensar o que de fato acontece, embora ela possa ser, quando necessário, uma arma retórica eficiente nos dispositivos estratégicos das elites dirigentes” (Théret, Bruno. “A teoria da regulação e as transformações contemporâneas do sistema internacional dos Estados e da economia mundial”. In: Théret, Bruno e Braga, José C. S. (orgs.). *Regulação econômica e globalização*. Campinas: IE-Unicamp, 1998, pp. 9-10).

⁷ Contudo, não é apenas da fonte seminal marxista que se nutre a teoria da regulação: as referências keynesianas e institucionalistas são muito frequentes nos trabalhos regulacionistas.

como explicar as rupturas e crises de uma sociedade depois de um período de crescimento econômico continuado e regular? Aglietta caracteriza e sintetiza esta problemática como o *problema da socialização*:

“Devemos tomar cuidado com o termo ‘reprodução’, tanto no sentido de uma invariante que se perpetuaria como no de uma saída *a priori* atribuída ao movimento das contradições sociais. Há apenas a reprodução do problema da socialização: como uma coesão social pode existir no dilaceramento dos conflitos? É este o problema que a noção de regulação tenta enfrentar. [...] A teoria da regulação do capitalismo é a da gênese, desenvolvimento e desgaste das formas sociais, ou seja, a da transformação em que se movimentam as separações que a constituem”.⁸

Lipietz, do mesmo modo, explicita claramente a questão-chave: “É necessário então que, apesar das lutas entre os agentes — e mesmo por meio delas —, a relação se reproduza. Como? Este é o problema da regulação”.⁹

O problema da socialização também é apontado por Boyer:

“A finalidade da noção de regulação é justamente a de promover a passagem de um conjunto de racionalidades limitadas, referentes às decisões múltiplas e descentralizadas de produção e de troca, à possibilidade de coerência dinâmica do sistema como um todo”.¹⁰

Desta forma,

“chamamos regulação de uma relação social a maneira pela qual esta relação se reproduz apesar de seu caráter conflituoso, contraditório. A noção de regulação não se compreende, assim, senão no seio de uma constelação: relação-reprodução-contradição-crise”.¹¹

Na perspectiva da teoria da regulação, portanto, reprodução e crise fazem parte da própria dinâmica econômica de uma formação econômico-social particular. Se esta é composta por relações sociais conflituosas e contraditórias, sua reprodução não está garantida por uma estabilidade eterna e imutável. A própria reprodução implica descontinuidades e rupturas, o que abre a possibilidade da ocorrência de crises. Assim,

⁸ Aglietta, Michel. “Avant-propos à la deuxième édition”. In: *Regulation et crise du capitalisme*. Paris: Calman-Lévy, 1982, p. vi (tradução livre).

⁹ Lipietz, Alain. *Reflexions autour d'une fable. Pour un statut marxiste des concepts de regulation et d'accumulation*. Paris: Ccpremap, 1985, p. 13 (todas as citações desta obra receberam tradução livre).

¹⁰ Boyer, op. cit., p. 79. O autor salienta que “as instituições máximas do capitalismo não nascem da agregação de compromissos puramente locais e setoriais, mas do *processo de socialização* que opera em nível de toda a economia. [...] Enquanto as teorias neoclássicas buscam uma origem puramente microeconômica para regularidades macroeconômicas do capitalismo, a teoria da regulação faz questão de encontrar *fundamentos macrosociais e políticos* para estratégias e comportamentos dos atores econômicos” (Boyer, Robert. “Os modos de regulação na época do capitalismo globalizado: depois do *boom*, a crise?”. In: Fiori, José Luís, Lourenço, Marta S. e Noronha, José C. (orgs.). *Globalização: o fato e o mito*. Rio de Janeiro: Ed. da Uerj, 1998, pp. 207-208).

¹¹ *Ibidem*, p. 10.

crise e regulação são, conforme Aglietta, dois pólos indissociáveis da transformação social. “São dois momentos que se sucedem desde a ruptura em um dado padrão de reprodução e acumulação do capital que passa a exigir o restabelecimento de novos mecanismos de regulação para que o sistema volte a se expandir.”¹²

Embora o termo “regulação” tenha sido utilizado em vários contextos, denotando múltiplos significados, duas definições parecem expressar-lhe o sentido mais geral e abrangente. Segundo Boyer, o termo “designa o conjunto dos processos formalizados ou implícitos que concorrem para os ajustamentos da produção e da demanda sociais e correspondem a um estado dado das formas de organização e das estruturas produtivas”.¹³ Ou, mais diretamente, designa “a conjunção de mecanismos que concorrem para a reprodução do conjunto do sistema, levando-se em conta o estado das estruturas econômicas e das formas sociais”.¹⁴

Para Aglietta,

“[f]alar da regulação de um modo de produção é tentar expressar, mediante leis gerais [que sejam socialmente determinadas e cujas condições históricas de validade sejam claramente identificadas], como se reproduz a estrutura determinante de uma sociedade”.¹⁵

Ou, num sentido mais estrito,

“a regulação do capitalismo [...] é o estudo da transformação das relações sociais que dá lugar a novas formas econômicas e não-econômicas simultaneamente; essas formas estão organizadas em estruturas e reproduzem uma estrutura dominante, o modo de produção”.¹⁶

A regulação do capitalismo deve ser interpretada, portanto, como uma criação social. As crises, da mesma forma, enquanto rupturas na continuidade da reprodução das classes sociais, são períodos de intensa criação social, cuja solução sempre envolve transformações qualitativas. Assim, tendo como preocupação básica a interpretação das formas de funcionamento, de expansão e de crise recentes do capitalismo, os

¹² Conceição, Octavio A. C. “Crise e regulação: a metamorfose restauradora da produção”. In: Faria, Luiz Augusto E., Conceição, Octavio A. C. e Bello, Terezinha da S. (orgs.). *Desvendando a espuma: reflexões sobre a crise, regulação e capitalismo brasileiro*. Porto Alegre: FEE, 1989, p. 145.

¹³ Boyer, Robert. “Les crises ne sont plus ce qu’elles étaient...”. In: Boyer, Robert (org.). *Capitalismes fin de siècle*. Paris: Presses Universitaires de France, 1986, p. 20 (tradução livre). Em todas as citações do capítulo os grifos são dos originais.

¹⁴ Boyer, apud Sabóia, João. “Regulação, crises e relação salarial fordista”. In: Amadco, Edward J. (org.). *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo: Marco Zero, 1989, p. 199.

¹⁵ Aglietta, *Regulación y crisis del capitalismo*, loc. cit., p. 4.

¹⁶ *Ibidem*, p. 8.

regulacionistas formularam uma teoria caracterizada pela oposição dialética entre *regulação* e *crise*, ou seja, os dois pólos inseparáveis da transformação social.

Deve estar claro, contudo, que os regulacionistas não se propõem a explicar o processo de reprodução e a ocorrência de crises de uma maneira abstrata e geral, uma vez que enfatizam a “variabilidade no tempo e no espaço das dinâmicas econômicas e sociais”. Embora com certas invariantes gerais, crescimento e crise acabam assumindo formas nacionais e aspectos diferenciados ao longo do tempo. Conseqüentemente, “uma crise nunca será igual a outra”, constatação que leva os teóricos da regulação a buscar uma explicitação da forma original de cada crise capitalista.¹⁷ Para tornar factível uma análise das economias reais e das crises peculiares que enfrentam, é necessário partir de suas características históricas e institucionais específicas, o que exige “uma fecundação recíproca entre história e teoria econômica”.¹⁸

Na medida em que a preocupação central desta parte do trabalho é a discussão das transformações dos sistemas monetários e financeiros no capitalismo das três últimas décadas do século XX, essa fecundação entre a observação histórica e a crítica conceitual é ainda mais indispensável do que em outros campos da análise econômica, uma vez que falar em moeda e finanças é discutir instituições, isto é, entidades cuja existência é sempre histórica e culturalmente determinada. A aproximação entre conceitos e história no estudo das instituições capitalistas procura evitar duas atitudes bastante difundidas e igualmente suspeitas: “a busca de modelos absolutamente universais e o deixar-se encantar por profecias historicistas sobre o destino das economias capitalistas”.¹⁹

Para realizar a travessia entre as noções teóricas abstratas e a análise concreta das sociedades historicamente constituídas, os regulacionistas desenvolveram uma estrutura conceitual que compreende a criação de um conjunto hierarquizado de noções intermediárias, as quais são examinadas a seguir.

¹⁷ “[...] se a recorrência de crises cíclicas constitui uma característica permanente da dinâmica das economias capitalistas, a forma precisa que elas tomam depende fundamentalmente do estado das relações sociais e das estruturas econômicas, cujo caráter contraditório é refletido na crise” (Boyer, apud Sabóia, op. cit., p. 201).

¹⁸ Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., pp. 61-63. Esta afirmação de Boyer tem uma conotação ampla: “O objetivo da análise em termos da regulação é, justamente, o de fazer da história de longa duração o meio para um enriquecimento e uma elaboração crítica das instituições marxistas referentes à dinâmica das economias capitalistas” (p. 65).

¹⁹ Ferreira, Carlos K. L., Freitas, Maria Cristina P. de e Schwartz, Gilson. “Formato institucional do sistema monetário e financeiro. um estudo comparado”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros -- um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapcsp, 1998, p. 14.

A hierarquia das noções intermediárias

Modo de produção

Os regulacionistas têm como referencial teórico inicial a análise marxista. As relações sociais são seu principal objeto de estudo. Desta forma, o ponto de partida para as análises regulacionistas é o conceito de *modo de produção*. Tal conceito representa a maneira pela qual uma determinada sociedade se organiza, ou seja, como os homens dessa sociedade se relacionam entre si para produzir e reproduzir as condições materiais que são requeridas para a manutenção e perpetuação de tal sociedade.

A importância desse conceito reside na ênfase que é dada à articulação entre as relações sociais e a organização econômica. Como os regulacionistas estão mais preocupados com a análise do capitalismo, ocupam-se em caracterizar mais precisamente o *modo de produção capitalista*, o qual se constitui pela conjunção de dois tipos de relações sociais fundamentais: a relação mercantil e a relação salarial.

A relação mercantil se define pela troca que os indivíduos realizam numa sociedade cuja produção é efetuada em unidades econômicas privadas e autônomas. Cada produtor independente produz suas mercadorias e as troca no mercado por outras mercadorias que lhe permitam a reprodução de sua vida material e a continuação de sua atividade produtiva. Essas trocas encerram um duplo aspecto: por um lado, quando a mercadoria é trocada o trabalho privado gasto em sua produção é socialmente reconhecido, validado; por outro, ao trocar sua mercadoria, o produtor privado adquire um direito sobre uma parte equivalente do trabalho social. As trocas implicam, então, irremediavelmente, algum tipo de moeda. A escolha do tipo de moeda que fará o papel de equivalente geral dependerá de condições históricas e sociais. O que importa, contudo, é que os atos de produção e de troca por intermédio do equivalente geral criam uma restrição monetária para a realização do trabalho social.

A relação salarial, por seu turno, é a relação distintiva do capitalismo. Caracteriza-se pela separação dos produtores diretos de seus meios de produção, impelindo-os, assim, a vender sua força de trabalho aos proprietários dos meios de produção em troca de uma determinada quantidade de moeda. Esta quantidade representa um valor inferior ao valor total agregado pelo trabalho. A diferença, apropriada pelos capitalistas, é a mais-valia. Se em um momento a venda da força de trabalho aparece como uma relação mercantil, em outro representa uma relação social de produção em que os trabalhadores enfrentam uma submissão real ao capital. Já não

se tem apenas a produção de valores de uso que são trocados no mercado por outros valores de uso (vender para comprar); o sentido se inverte para a produção de valores de troca (comprar para vender), pois o que importa é a valorização do capital.

Regime de acumulação

Caracterizado dessa forma, o conceito de modo de produção capitalista permanece ainda muito abstrato para ser imediatamente confrontado com a realidade concreta das sociedades existentes.²⁰ A preocupação dos regulacionistas é, então, chegar a uma construção conceitual que reduza o nível de abstração dado pelo conceito de *modo de produção*, caminhando para formas mais concretas e próximas da realidade cotidiana do capitalismo. Por esse motivo, os regulacionistas elaboraram uma primeira noção intermediária, a de *regime de acumulação* ou *de crescimento*. Este conceito pretende explicar como um processo tão contraditório, como é o modo de produção capitalista, pode ser bem-sucedido a longo prazo. Boyer entende por *regime de acumulação*²¹

“o conjunto das regularidades que asseguram uma progressão geral e relativamente coerente da acumulação do capital, ou seja, que permitam absorver ou repartir no tempo as distorções e desequilíbrios que surgem permanentemente ao longo do próprio processo”.²²

Lipietz, por seu turno, apresenta a seguinte definição:

“O *regime de acumulação* descreve a estabilização a longo prazo da destinação do produto entre o consumo e a acumulação, o que implica uma correspondência entre a transformação das condições de produção e a das condições da reprodução do trabalho assalariado. Implica também certas modalidades da articulação entre o capitalismo e outros modos de produção, em uma ‘formação econômica e social nacional’, entre o interior da formação econômica e social considerada e aquilo que lhe é exterior. Matematicamente falando, um regime de acumulação é dado por um determinado esquema de reprodução. Se um regime de acumulação existe, é porque seu esquema de reprodução é coerente”.²³

²⁰ Como afirma Boyer (*A teoria da regulação*, loc. cit., p. 68), “seria raro que um modo de produção puro representasse a totalidade das relações sociais constitutivas de uma formação social”.

²¹ Conforme já destacado na seção 1.1 da Parte I.

²² Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., pp. 71-72.

²³ Lipietz, Alain. *Miragens e milagres: problemas da industrialização no Terceiro Mundo*. São Paulo: Nobel, 1988, p. 30. O autor apresenta, ainda, uma definição de regime de acumulação que dá ênfase à estabilidade entre produção e demanda: “O regime de acumulação é um modo de repartição e de realocação sistemática do produto social que realiza, num período prolongado, uma certa adequação entre a transformação das condições de produção [...] e a transformação das condições de consumo final” (Lipietz, *Reflexions autour d'une fable*, loc. cit., p. 25).

A lógica da acumulação, contudo, pode assumir formas diferenciadas no tempo e no espaço, o que implica a existência de diferentes regimes de acumulação no modo de produção capitalista. A delimitação de um regime de acumulação específico — ou seja, de um conjunto de regularidades sociais e econômicas capazes de garantir a acumulação a longo prazo — é possível a partir da identificação precisa de certas características presentes em cada formação socioeconômica e suficientes, segundo Boyer, para definir o equivalente a um modelo macroeconômico: o tipo de evolução da organização da produção e da relação dos assalariados com os meios de produção; o horizonte temporal de valorização do capital; a divisão do valor capaz de reproduzir os diversos grupos sociais; a composição da demanda social; e a modalidade de articulação com as formas não-capitalistas.²⁴

Em termos gerais, os regulacionistas assinalam que o modo de produção capitalista apresentou, até o fim do ciclo expansivo iniciado após a Segunda Guerra Mundial, dois tipos básicos de regimes de acumulação: o regime de acumulação extensiva e o de acumulação intensiva. O primeiro se caracteriza pelo fato de que a acumulação de capital se dá mediante um simples alargamento do processo de produção, com normas produtivas idênticas, e o segundo pelo fato de que as normas de produção são constantemente transformadas à medida que se processa a acumulação.²⁵ Em outras palavras, a acumulação extensiva assim o é porque se deve basicamente à produção de mais-valia absoluta, enquanto a acumulação intensiva se origina primordialmente da ampliação de mais-valia relativa, com aumento da produtividade e maior coeficiente de capital. Isto implica diferentes modos de consumo necessários à reprodução do trabalhador. Enquanto no regime de acumulação extensiva não ocorrem grandes transformações no modo de vida do assalariado, no regime de acumulação intensiva há uma profunda reorganização capitalista do trabalho e o modo de consumo

²⁴ Cf. Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit.; Sabóia, op. cit., 1989. “[...] a referência a *diferentes regimes de acumulação* evita as *invariantes* tão invocadas na literatura marxista de inspiração estruturalista, o ‘começo e o fim’ da análise de uma formação econômica dada. Na realidade, a hipótese central é que a reprodução do conjunto do sistema pode assumir formas variadas. Assim, num estudo de longo prazo, é fundamental analisar com precisão as mudanças, qualitativas e quantitativas, que foram necessárias para a persistência das relações capitalistas em geral” (Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., p. 72).

²⁵ Esta definição é encontrada em Lipietz, *Reflexions autour d'une fable*, loc. cit., pp. 27-28. Nas economias capitalistas centrais, o regime de acumulação extensiva perdurou entre a Revolução Industrial e a Primeira Guerra Mundial. O regime de acumulação intensiva prevaleceu a partir da Segunda Guerra. Dadas as transformações observadas a partir da década de 1970, o objetivo desta parte do trabalho é responder à seguinte indagação: há um novo regime de acumulação no capitalismo do final do século XX?

do trabalhador está totalmente vinculado às condições de produção capitalistas, com a criação de uma norma social de consumo de massa.²⁶

Formas estruturais ou institucionais

Ainda neste nível de abstração, contudo, não se pode analisar as relações sociais em suas características específicas para uma sociedade e um momento histórico dados, pois, como afirma Boyer, há uma variabilidade no tempo e no espaço das dinâmicas econômicas e sociais.²⁷

Desta forma, é necessário partir para um segundo tipo de conceito, capaz de configurar cada formação socioeconômica específica: o das *formas estruturais ou institucionais*. O próprio Boyer aponta o objetivo desta noção: por um lado, “elucidar a origem das regularidades que direcionam a reprodução econômica ao longo de um período histórico dado”, e, por outro, estender a problemática da acumulação para as próprias relações sociais, ou seja, “as invariantes só podem se reproduzir através das permanentes alterações de sua forma e de sua articulação precisas”.²⁸

Assim, forma estrutural ou institucional é “toda codificação de uma ou várias relações sociais fundamentais”.²⁹ A teoria da regulação identifica as seguintes formas estruturais ou institucionais básicas do capitalismo: as formas de restrição monetária, isto é, de gestão da moeda; as configurações da relação salarial; as formas de concorrência; as modalidades de adesão ao regime internacional; e as formas de organização do Estado.³⁰ O perfil particular de cada forma estrutural ou institucional varia historicamente de sociedade para sociedade, de época para época.

A forma da *restrição monetária* é a mais global, pois abarca a relação social fundamental que institui os atores da economia mercantil — a relação mercantil. A moeda, na realidade, é uma forma de conexão e de relacionamento entre as unidades produtivas independentes, os trabalhadores e os demais atores da economia mercantil. A depender do caráter metálico ou imaterial da moeda, do grau de desenvolvimento de

²⁶ Lipietz, particularmente, diferencia o regime de acumulação intensiva sem produção de massa e com consumo de massa crescente. Ver *ibidem*.

²⁷ Cf. Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., p. 5.

²⁸ *Ibidem*, p. 73.

²⁹ *Ibidem*. Para Aglietta, *formas estruturais* consistem nas relações sociais complexas, organizadas em instituições, que são produto histórico da luta de classes (cf. Aglietta, *Regulación y crisis del capitalismo*, loc. cit., p. 11). Boyer adverte que “não devemos confundir a noção de forma estrutural, na análise regulacionista, com a noção de instituição dos institucionalistas: a primeira é, por natureza, global, e seus efeitos repercutem no sistema como um todo; a segunda pode ser exclusivamente local e suas consequências, principalmente micro ou mesoeconômicas” (*ibidem*, p. 114).

³⁰ As duas últimas formas institucionais (inserção internacional e formas do Estado) representam o espaço sobre o qual operam as três primeiras.

suas funções, da dominação de uma lógica privada ou pública, nacional ou internacional, haverá diversas modalidades possíveis de restrição monetária.³¹ A configuração da gestão da moeda e a dinâmica da relação entre moeda e crédito afetam diretamente os rumos do processo de acumulação, agindo sobre produção, emprego e nível de preços.

As formas da *relação salarial* caracterizam o tipo específico de apropriação do excedente, ou seja, as configurações históricas da relação entre capital e trabalho, as condições que norteiam o uso e a reprodução da força de trabalho. “Definir diversas formas da relação salarial é caracterizar as relações mútuas entre os diferentes tipos de organização do trabalho, o modo de vida e as modalidades de reprodução dos assalariados.”³²

Boyer identifica cinco componentes que delimitam historicamente o perfil da relação salarial: o tipo de meio de produção; a forma da divisão social e técnica do trabalho; o tipo de mobilização e vínculo dos trabalhadores à empresa; os determinantes da renda dos trabalhadores, isto é, a relação salário direto/indireto; e o modo de vida do trabalhador em relação à aquisição de bens e serviços extramercado.

Nota-se, aqui, que a forma assumida pela relação salarial está diretamente vinculada aos diferentes regimes de acumulação identificados pelos regulacionistas. A relação salarial pode ser *concorrencial*, quando apenas uma pequena parcela do consumo dos trabalhadores está inserida na produção capitalista; *taylorista*, quando há uma reorganização do processo de trabalho sem uma equivalente mudança no modo de vida dos assalariados; ou *fordista*, quando as transformações nas normas de produção implicam a difusão de novas normas de consumo.³³

A *forma de concorrência*, por sua vez, caracteriza o modo de organização das relações entre os centros de acumulação autônomos, cujas decisões são, *a priori*, independentes umas das outras. Como uma primeira forma, temos o estágio concorrencial, em que a validação ou não dos trabalhos privados é definida somente quando são confrontados *ex post* no mercado. Por outro lado, a forma de concorrência passa a ser monopolista quando existem algumas regras determinadas que permitem a

³¹ Cf. Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., p. 74.

³² *Ibidem*, pp. 74-75.

³³ *Ibidem*, p. 75. Obviamente, esta “taxonomia” não é genérica, completa, nem se aplica a qualquer sociedade em qualquer tempo. Esses três tipos de relação salarial foram aqueles encontrados pelos regulacionistas em seus estudos históricos, relativos, basicamente, às economias capitalistas dominantes, até a crise do fordismo em meados da década de 1970. Isto não impede que possam existir outros tipos nem obriga que em toda sociedade capitalista deva existir ao menos um desses três. Só uma análise mais concreta permitirá dizer qual tipo de relação salarial existe em uma determinada sociedade.

socialização *ex ante* da produção. Estes dois casos extremos — formas concorrencial e monopolista — demonstram uma inter-relação entre as modificações nas formas de concorrência e a passagem de um regime de acumulação ao outro.

Já a *modalidade de adesão ao regime internacional* reflete as relações entre um país e o resto do mundo, definindo as potencialidades e os constrangimentos externos que cada espaço econômico nacional experimenta. O tipo de inserção de cada país no sistema internacional é fundamental na divisão internacional do trabalho. Conforme Boyer,

“[e]sta adesão define-se pela conjunção das regras que organizam as relações entre o Estado-nação e o resto do mundo, tanto em termos de trocas de mercadorias como de localização das produções (via investimento direto) ou de financiamento de fluxos e saldos externos”.³⁴

Na história do capitalismo é possível encontrar uma grande variedade de modalidades de adesão ao regime internacional, geralmente intermediárias aos dois extremos clássicos da inserção externa, caracterizados, de um lado, pelas economias onde a acumulação é autárquica (economias fechadas) e, de outro, por aquelas cuja dinâmica apenas reflete uma lógica expressa em âmbito mundial (economias abertas).³⁵

Finalmente, o *Estado* é concebido como uma totalização contraditória de um conjunto de compromissos institucionalizados. Tais compromissos geram regras e regularidades na evolução das receitas e despesas públicas. Na medida em que há uma interdependência nítida entre os compromissos institucionalizados e as formas institucionais anteriormente apresentadas, o tipo específico de organização do Estado passa a ser fundamental na determinação do perfil dessas formas institucionais e do próprio regime de acumulação.

“[...] o direito, os regulamentos e as regras promovidas ou autenticadas pelo Estado têm um papel quase sempre determinante na difusão e, por vezes, na própria gênese

³⁴ Ibidem, p. 76. Segundo o autor, “além do problema da inserção internacional de um determinado país, uma outra questão se coloca: a das forças que asseguram a *coesão de todo o regime internacional*. Será possível definir o equivalente de formas institucionais nacionais e opor diferentes princípios de coesão mostrando que eles se sucederam ou se combinaram ao longo da história? A análise deste problema é um campo aberto para as abordagens da regulação, tentando propor uma construção teórica que seja a contrapartida dos resultados obtidos em termos de regulações nacionais” (p. 77).

³⁵ Os regulacionistas criticam a utilização da dicotomia economia fechada/economia aberta, procurando elaborar uma caracterização mais diversificada e menos maniqueísta. Jacques Mistral realizou um esforço nessa área, desenvolvendo uma série de noções intermediárias a partir do conceito de regime internacional (configuração dos espaços econômicos e de suas conexões), para chegar à definição de áreas estratégicas (conjunto de potencialidades oferecidas e de constrangimentos impostos a cada espaço pelo regime internacional). Cf. ibidem, p. 76-77; Sabóia, op. cit., p. 199.

das formas institucionais fundamentais. [...] Circunscrito ou inserido, o Estado faz parte integrante da definição, da montagem e depois da crise de todo e qualquer regime de acumulação.”³⁶

Aglietta ilustra adequadamente esse raciocínio:

“[...] quanto mais a classe capitalista se divide em função de mudanças nas formas de concorrência, mais ela é conduzida a buscar sua unidade no seio do Estado e a consolidar seu domínio obrigando toda a sociedade a manter relações permeadas pelo Estado”.³⁷

As formas estruturais ou institucionais, responsáveis pela canalização dos comportamentos individuais e coletivos, funcionarão, segundo Boyer, a partir de três princípios de ação: a *lei*, *regra* ou *regulamento*, definidos em âmbito coletivo, com a função de impor, pela coerção direta ou simbólica e mediatizada, um certo tipo de comportamento econômico aos grupos e indivíduos em questão (princípio de limitação); o *compromisso*, obtido mediante negociações entre agentes privados ou grupos que estabelecem um certo número de convenções que regem seus engajamentos mútuos (princípio de negociação); e o *sistema de valores*, ou de *representações*, suficiente para que, mesmo na ausência de leis ou convenções privadas, a rotina substitua a espontaneidade e a diversidade dos impulsos e iniciativas individuais (princípio de rotina).³⁸

No restante do presente trabalho — à luz das transformações históricas recentes do capitalismo a serem analisadas nos capítulos subseqüentes — será utilizada uma nomenclatura ligeiramente modificada das cinco formas institucionais definidas por Boyer, de forma a adaptá-las ao novo contexto histórico sob análise, sem alterar a essência de seu conteúdo. Assim, a forma institucional “restrição monetária” será designada por *regime monetário e financeiro*, uma vez que tratar de moeda e de finanças confere um caráter mais amplo à análise dessa forma institucional, permitindo aquilatar melhor o universo de relações por ela abrangido. Em lugar de “relação salarial” utilizar-se-á *relação trabalho*, denominação mais ampla e que permite contornar as confusões provocadas pelo uso consagrado e limitado do conceito de “salário” pela teoria econômica, freqüentemente associado à remuneração do trabalhador com vínculo empregatício.³⁹ A “forma de concorrência” será substituída

³⁶ Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., p. 78.

³⁷ Aglietta, apud Sabóia, op. cit., p. 199.

³⁸ Cf. Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., pp. 81-82; Théret, op. cit., p. 17.

³⁹ As transformações observadas nas últimas décadas nas relações entre capital e trabalho — adiantadas em parte na análise sobre o texto de David Harvey (*Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 1989) na seção 1.1 da Parte I — justificam a adoção de um termo mais abrangente.

por *relação concorrencial intercapitalista*, ao passo que a forma “Estado” será designada por *forma de organização do Estado*. Já a “modalidade de adesão ao regime internacional” será denominada por *relação com o regime internacional*, uma vez que esta forma institucional indica, para uma determinada formação histórica nacional, o grau de integração (ou de subordinação) em relação ao regime hegemônico em âmbito internacional.

O foco principal desta segunda parte do trabalho é a análise das transformações da forma institucional *regime monetário e financeiro*, uma vez que as modalidades precisas de regulação monetária e financeira são decisivas para estabelecer o padrão de desenvolvimento das economias capitalistas, cabendo à moeda e às suas modalidades de integração um papel central na análise das formas de crescimento e de repartição da renda no capitalismo.⁴⁰ Além de ser, por sua natureza, a forma institucional mais global, o regime monetário e financeiro, pelas características e configuração que adquiriu nas três últimas décadas do século XX, condiciona, em grande medida, as transformações e o funcionamento das demais formas institucionais.

Modo de regulação

Uma vez definidas as formas estruturais ou institucionais, é possível então definir a categoria *modo de regulação*:⁴¹

“[...] qualificaremos como *modo de regulação* todo conjunto de procedimentos e de comportamentos, individuais ou coletivos, com a tripla propriedade de:

— *reproduzir as relações fundamentais* através da conjunção de formas institucionais historicamente determinadas;

— *sustentar e ‘pilotar’ o regime de acumulação* em vigor;

— garantir a compatibilidade de um *conjunto de decisões descentralizadas*, sem que seja necessária a interiorização dos princípios de ajustamento do sistema como um todo por parte dos atores econômicos”.⁴²

Afirma Boyer que esta noção pretende substituir a teoria da decisão individual e o conceito de equilíbrio geral como pontos de partida para uma análise macroeconômica. Para tanto, deve-se explicar como os agentes econômicos ajustam diariamente suas decisões, enfrentando apenas restrições pontuais e não “leis

⁴⁰ Cf. Guttman, Robert. “As mutações do capital financeiro”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, pp. 61 e 85.

⁴¹ Conceito já apresentado na seção 1.1 da Parte I.

⁴² Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., p. 80. Segundo Théret (op. cit., pp. 16-17), “esta definição recusa a distinção entre a economia pura e o social. A imbricação da esfera econômica em um espaço mais amplo [...] permite acabar com a indeterminação à qual levaria uma lógica econômica pura. Graças a essa imbricação, é possível superar as crises estruturais que, de outra forma, seriam ainda mais devastadoras”.

imanes que atuam e se impõem como necessidade férrea”. A noção de modo de regulação vem, então, cobrir essa lacuna, buscando mediar a travessia de um conjunto de racionalidades limitadas e decisões descentralizadas para uma possível coerência dinâmica do sistema.

“[...] todo modo de regulação descreve a maneira como a conjunção de formas institucionais cria, direciona e, em alguns casos, dificulta os comportamentos individuais e predetermina os mecanismos de ajustamento nos mercados que, na maioria das vezes, resultam de um conjunto de regras e de princípios de organização sem os quais não poderiam funcionar.”⁴³

Lipietz, de forma análoga, enfatiza esse ponto:

“Sabe-se que um regime de acumulação não fica planando, espiritualizado, no mundo etéreo dos esquemas de reprodução. Para que tal ou qual esquema se realize e se reproduza em caráter permanente é necessário que algumas forças institucionais, procedimentos, hábitos, que agem como forças coercitivas ou incentivadoras, levem os agentes privados a se conformar com tais esquemas. Esse conjunto de formas é chamado *modo de regulação*”.⁴⁴

Ou ainda:

“É necessário que exista uma materialização do regime de acumulação, sob a forma de norma, costumes, leis, mecanismos reguladores, que assegure, através da rotina do comportamento dos agentes em luta uns contra os outros (na luta econômica entre capitalistas e assalariados, na concorrência entre os capitais), a unidade do processo, o respeito aproximativo do esquema de reprodução. Este conjunto de regras interiorizadas e de procedimentos sociais, que incorpora o social nos comportamentos individuais, é o que se chama de *modo de regulação*”.⁴⁵

Segundo Aglietta, todo sistema social consiste numa morfologia que se desenvolve de forma a garantir sua integridade por meio da reprodução de uma mesma invariante em cada uma de suas partes. Quando esta invariante passa, por algum motivo, a ter sua reprodução ameaçada, o sistema reage e modifica o modo de regulação, transformando a morfologia original do sistema. Tal transformação é sinônimo de ruptura.

Na evolução histórica do capitalismo até o início da década de 1970 (economias capitalistas dominantes) observam-se dois tipos básicos de regulação: a concorrencial e a monopolista. A primeira se dá num regime de acumulação extensiva, em que a mais-valia absoluta é a fonte para o aumento dos lucros e o trabalhador satisfaz boa parte de seu consumo fora da produção capitalista (há poucas modificações nos

⁴³ Ibidem.

⁴⁴ Lipietz, *Miragens e milagres...*, loc. cit., p. 49.

⁴⁵ Ibidem, p. 30.

padrões de consumo); a concorrência intercapitalista estabelece apenas uma validação da produção *ex post* no mercado. A regulação monopolista, por seu turno, acompanha e generaliza a instauração de um regime de acumulação intensiva, centrado nos ganhos de produtividade e no consumo de massa (com mudanças drásticas nas condições de reprodução da força de trabalho). Além disso, a validação da produção pode se dar *ex ante* à confrontação no mercado.

A simbiose entre os conceitos *modo de regulação e regime de acumulação*

A partir das definições apresentadas, é possível observar uma estreita relação entre os conceitos *modo de regulação e regime de acumulação*. Da forma como foram definidos, constata-se que um regime de acumulação só pode funcionar e se reproduzir se a ele estiver adaptado um correspondente modo de regulação que articule as formas institucionais socialmente definidas, adequando a estrutura social às exigências do regime de acumulação e à reprodução do sistema produtivo. Ambos constituem um *binômio* que sustenta, na verdade, um modelo de desenvolvimento. Essa “parceria simbiótica” leva Lipietz a considerar o regime de acumulação e o modo de regulação como “*achados* da história da luta dos homens, achados que deram certo durante um certo tempo porque se mostraram capazes de garantir uma certa regularidade, uma certa permanência na reprodução social”.⁴⁶

Lipietz lembra, contudo, que um determinado modo de regulação não pode regular qualquer regime de acumulação e que um mesmo modo de regulação pode apresentar combinações diferentes de “formas de regulação parciais”, conforme a realidade social analisada.

“Trata-se, portanto, de *estudar cada formação social nacional em si*, de descobrir nela, com os instrumentos da história, da estatística e até da econometria, a sucessão de seus regimes de acumulação, de seus modos de regulação, e de elaborar a análise concreta de sua expansão e de sua crise. A estabilização de um regime de acumulação e de um modo de regulação não deve absolutamente ser analisada em função de sua pura lógica econômica. Tais achados são fruto de processos de lutas sociais e políticas que se estabilizam em alianças de classes baseadas num consenso mais ou menos misturado de coerção, incorporando no âmbito do regime de acumulação os interesses das classes dominantes e, às vezes, parcialmente, os interesses das classes dominadas.”⁴⁷

Pode-se inferir a partir dessa concepção que, se cada fase do desenvolvimento do modo de produção capitalista é definida por um regime de acumulação específico e seu modo de regulação, as grandes crises seriam provocadas pela inadequação, pela

⁴⁶ *Ibidem*, p. 31.

⁴⁷ *Ibidem*, p. 35.

ruptura desse binômio constituído pela relação entre acumulação e regulação. Em outras palavras,

“uma grande crise econômica ocorre *lato sensu* quando o modo de regulação dessa economia não mais assegura a estabilidade de seu respectivo regime de acumulação. Fazem-se necessários novos arranjos nessa economia, a fim de que a articulação entre esses dois conceitos volte a se harmonizar. Assim, pode-se afirmar que a saída da crise deverá necessariamente levar em conta o desenvolvimento de um novo modo de regulação e de um novo regime de acumulação determinados historicamente em conformidade ao próprio estágio evolutivo do sistema capitalista”.⁴⁸

Obviamente, nem todas as crises de uma economia capitalista específica implicam a ruptura da harmonia entre o modo de regulação e o regime de acumulação. Os regulacionistas, preocupados em explicitar a forma original de cada uma das crises do capitalismo, buscaram um maior refinamento em sua análise do tema e desenvolveram uma tipologia mais detalhada das crises, coerente com as categorias intermediárias assinaladas. *Grosso modo*, os teóricos da regulação classificam as crises em dois grandes grupos, as “pequenas” e as “grandes”. As primeiras são episódios conjunturais que ocorrem com certa freqüência sem, no entanto, colocarem em xeque o modo de regulação nem, muito menos, o regime de acumulação. Geralmente ocorrem ao final de processos expansivos, quando as tensões e os desequilíbrios acumulados passam por uma “fase de depuração” no interior das formas de regulação. As formas institucionais têm seu conteúdo essencial preservado e os desajustes gerados são absorvidos e solucionados dentro do próprio modo de regulação. Já as “grandes” crises são aquelas em que a dinâmica econômica entra em contradição com as exigências da reprodução das relações sociais, contradição que as formas institucionais são incapazes de resolver. Dessa maneira, põem-se em xeque o modo de regulação, as formas institucionais fundamentais ou, ainda, o próprio regime de acumulação, conforme o grau de acirramento das contradições. Enquanto a resolução das pequenas crises está garantida de antemão pelas regulações presentes na sociedade, as grandes crises constituem um processo aberto, indefinido; sua resolução depende da correlação de forças sociais e políticas, das condições históricas e das formas pelas quais são travadas as lutas dentro da sociedade.

Neste trabalho procura-se demonstrar que a crise do capitalismo na década de 1970 (que pode ser caracterizada como uma “grande crise”, segundo a tipologia regulacionista) pôs fim ao binômio que sustentava o modelo de desenvolvimento

⁴⁸ Concição, op. cit., p. 145-146. Um detalhamento da tipologia regulacionista das crises econômicas é encontrado em Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., cap. 8. Ver também: Lipietz, *Miragens e milagres...*, loc. cit., pp. 49-50; Aglietta, “Avant-propos...”, loc. cit., p. xi; Sabóia, op. cit., pp. 201-202.

desenhado no pós-guerra nas principais economias desenvolvidas (cada nação com suas particularidades institucionais e históricas específicas) e engendrou um novo binômio, com lógica própria e bem-definida, a partir da nação mundialmente hegemônica, os Estados Unidos. Entende-se que a chave para a compreensão das características e da dinâmica desse novo binômio pode ser encontrada na particular configuração assumida pela forma institucional *regime monetário e financeiro*, desenhada a partir dos Estados Unidos e exportada, em sua essência, para as demais nações desenvolvidas e as economias periféricas (onde, por sua vez, cada formação histórica nacional adquiriu particularidades institucionais próprias).

A análise detalhada das transformações do regime de acumulação e de cada uma das formas institucionais que compõem o novo modo de regulação estruturado nas últimas décadas do século XX, pela sua complexidade, é uma tarefa por demais onerosa e que foge ao escopo deste trabalho, cuja ênfase, conforme já assinalado, está centrada na discussão daquela que parece ser a forma institucional essencial para a compreensão da lógica e da dinâmica do novo binômio: o regime monetário e financeiro. Contudo, como um modo de regulação é composto pelo imbricamento, articulação e influência recíproca entre as formas institucionais, não é possível (nem conveniente) isolar plenamente qualquer uma destas. Desta forma, embora não sejam objeto de uma investigação aprofundada, as transformações e as novas configurações assumidas pelas demais formas institucionais virão necessariamente à tona durante a discussão a ser empreendida nos capítulos subseqüentes, sobretudo aquelas transformações diretamente resultantes da lógica de funcionamento do novo regime monetário e financeiro.⁴⁹

As noções e os conceitos expostos acima representam as principais categorias da análise regulacionista, que norteiam o pensamento da “escola da regulação” francesa. Essas categorias se encontram articuladas no modelo fundador da teoria da regulação elaborado por Aglietta, a partir da análise da experiência histórica norte-americana. A reconstituição dos passos percorridos por Aglietta na elaboração do modelo, fundamental para a plena compreensão do tipo de abordagem empreendida pela teoria da regulação na análise de uma formação histórica específica, não será objeto desta seção do capítulo, mas alguns elementos importantes desse trabalho serão abordados na terceira seção, na qual se identificam alguns pontos de contato e semelhanças entre a teoria da regulação e a teoria da instabilidade financeira de Minsky, muito úteis para o restante do trabalho.

⁴⁹ Ver particularmente o Capítulo 5, no qual se confere especial destaque para as interações entre as formas institucionais.

1.2 A teoria da instabilidade financeira

Desenvolvida por Hyman P. Minsky nos anos 1980, a teoria da instabilidade financeira é uma tentativa de compreender e interpretar analiticamente o comportamento recente das principais economias capitalistas. Considerando que o corpo básico que fundamenta o *mainstream* da teoria econômica — sobretudo a teoria do equilíbrio geral e a síntese neoclássica — é incapaz de captar e reconhecer as características relevantes de uma economia capitalista moderna, Minsky procura fornecer uma abordagem alternativa e reconstruir uma macroeconomia inspirada no resgate e renovação das idéias originais de John M. Keynes.⁵⁰

Segundo Minsky, um dos atributos fundamentais das economias capitalistas contemporâneas é a utilização de dívidas no financiamento do investimento e da aquisição e posse de ativos, dívidas que implicam o pagamento de compromissos financeiros ao longo do tempo. No modelo de capitalismo surgido no pós-guerra, a tendência da produção foi basear-se cada vez mais em processos capital-intensivos, com períodos crescentes de maturação dos investimentos. Em decorrência desse contexto, houve um aumento da necessidade de financiamento não derivado da renda gerada pela própria produção individual dos capitalistas. Os investimentos passaram a ser financiados, predominantemente, via emissão de débitos e captação de capitais externos à empresa, junto ao sistema bancário. O excesso de investimento sobre os fundos internos disponíveis nas empresas foi intensificando paulatinamente o recurso ao endividamento na economia.

Para o autor, os atos de empréstimo, venda de ativos e venda da produção em mercados cujo funcionamento normal depende de um bom funcionamento da organização financeira fazem parte do conjunto de atributos do capitalismo atual. Em oposição à visão neoclássica, na qual os aspectos financeiros são ignorados, Minsky postula que o funcionamento normal da economia capitalista depende do

⁵⁰ “Inúmeros economistas keynesianos têm enfatizado o caráter histórico (em oposição ao lógico) do tempo, a importância da incerteza (em oposição ao risco), o papel do dinheiro e das instituições monetárias e a inaplicabilidade do método de equilíbrio no estudo da disciplina econômica, tanto no trabalho de Keynes quanto na análise das economias capitalistas. Alguns destes economistas têm sido denominados ‘pós-keynesianos’, ‘pós-keynesianos americanos’ e ‘fundamentalistas keynesianos’” (Amadco, Edward J. e Dutt, Amitava K. “Os keynesianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro: Ipea, vol. 17, n° 3, dez. 1987, p. 573). “Hyman Minsky, ao lado de Paul Davidson e Jan Kregel, é hoje um dos mais importantes autores da chamada escola pós-keynesiana. Mantendo viva a tradição keynesiana desenvolvida em Cambridge, Inglaterra, por autores como Kahn, Kaldor e, sobretudo, Joan Robinson, esta escola tem como projeto central o estudo das economias monetárias, tais como as definiu Keynes em várias de suas obras, inclusive a *Teoria geral*” (Carvalho, Fernando J. C. “Stabilizing an unstable economy – resenha bibliográfica”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro: Ipea, vol. 17, n° 1, abr. 1987, p. 257).

funcionamento homogêneo de um complexo sistema financeiro interdependente (no qual os sistemas bancário e monetário são desenvolvidos e existem mercados organizados de ativos financeiros), responsável pela viabilização da estrutura de compromissos que permite o financiamento da atividade econômica. Nesse contexto, os bancos são organizações fundamentais na determinação do volume de financiamento dos investimentos.⁵¹ Os empréstimos bancários proporcionam flexibilidade à estrutura financeira das empresas e permitem aos empresários assumir compromissos em face da incerteza e ampliar seus investimentos, financiando e alavancando programas de expansão da capacidade produtiva, bem como aquisições, fusões, incorporações e controle de capital.⁵²

A importância dos bancos reside no fato de não operarem simplesmente como emprestadores de moeda obtida mediante depósitos prévios (intermediação de poupanças). Eles não necessitam ter moeda em mãos para conceder crédito à atividade produtiva: quando respondem à demanda por investimentos e financiam a atividade produtiva e posições em ativos de capital, os bancos *criam* moeda.⁵³ É a criação de moeda na atividade bancária que permite transformar o desejo de investir em demanda

⁵¹ A análise a seguir é válida também, em sua essência, para as instituições financeiras não-bancárias. Em especial, “o que distingue os bancos das demais instituições financeiras é o fato de os depósitos bancários serem amplamente aceitos como meios de pagamento, o que amplia significativamente sua capacidade de expansão” (Stuart, Rogério. “O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional”. *Revista de Economia Política*. São Paulo: Nobel, vol. 13, nº 1 (49), jan./mar. 1993, p. 111). Contudo, em face da nova configuração que o regime monetário e financeiro irá adquirir a partir, sobretudo, dos anos 1980, e do protagonismo que será alcançado pelas instituições financeiras não-bancárias, todo o raciocínio de Minsky requer adaptações importantes, conforme será visto nos capítulos seguintes.

⁵² É importante alertar para o fato de que, embora Minsky enfatize o papel do crédito bancário no financiamento externo do investimento, a perspectiva pós-keynesiana não perde de vista que o financiamento da acumulação em economias monetárias admite vários arranjos institucionais possíveis, em que o sistema bancário assume maior ou menor relevância. A esse respeito, Stuart, recorrendo a uma classificação feita por J. Zysman, define dois tipos de sistemas básicos para o financiamento da acumulação: um com base no *mercado de capitais* e outro com base no *crédito*. No primeiro, “a emissão de ações e debêntures de longo prazo é importante fonte de financiamento da formação de capital; há uma variedade significativa de instrumentos nos mercados monetários e de capitais; e as instituições financeiras mantêm uma relação próxima com as empresas produtivas. Nos sistemas com base em crédito, o mercado de capitais é fraco e as empresas dependem fortemente de crédito para obter recursos além dos lucros retidos; os bancos comerciais dependem significativamente das autoridades monetárias (e é por meio dessa dependência que o governo exerce influência financeira sobre os níveis e direção do investimento privado); e há uma tendência ao rápido crescimento do endividamento das empresas investidoras nos períodos de *boom*” (Stuart, op. cit., pp. 112-113). Nessa classificação, a análise da atividade bancária feita por Minsky está muito mais próxima da realidade de um sistema com base no crédito, como o que perdurou nos trinta anos subsequentes à Segunda Guerra Mundial.

⁵³ “A criação de moeda bancária *ex-nihilo* é factível [...] devido essencialmente a horizontes de pagamentos (e, portanto, de rotatividade de depósitos) relativamente estáveis. Essa estabilidade permite aos bancos administrar estruturas patrimoniais com horizontes de maturação dispare e, ao mesmo tempo, manter equilibrados seus fluxos de caixa” (ibidem, p. 107).

efetiva. Quando a moeda é criada, o tomador do empréstimo assume compromissos que só poderão ser validados se os ativos de capital utilizados na produção gerarem lucros em nível suficiente. O que singulariza a moeda na teoria de Minsky é o fato de ser criada no ato de financiamento pelo banco e destruída quando os compromissos com o banco são saldados.

Minsky refuta, assim, a visão neoclássica segundo a qual os bancos afetariam a economia apenas por meio da oferta de um moeda determinada mecanicamente pelas autoridades monetárias. Para atender à demanda por investimentos, os bancos, na busca do lucro, desenvolvem práticas e instrumentos financeiros inovadores que permitam que níveis mais elevados de atividade sejam financiados. A inovação financeira, um atributo da economia capitalista, segundo Minsky, cria diferentes tipos de moeda, ou seja, a natureza da moeda muda à medida que as instituições evoluem. Mudanças na quantidade de moeda são resultado das interações entre as unidades econômicas que desejam gastar um montante que excede seus rendimentos (investimento e aquisição de bens de capital pelos empresários, déficit do governo e consumo das famílias) e os bancos que facilitam esse gasto. Em outras palavras, a moeda é uma variável determinada endogenamente, pelo funcionamento da economia. Os portfólios bancários comportam diferentes instrumentos monetários que respondem a diferentes propósitos, conforme as necessidades de financiamento demandadas pelos agentes econômicos.⁵⁴

O sistema bancário, contudo, não é um mero gerente passivo de fundos para empréstimo. A atividade bancária é um negócio gerador de lucros dinâmico e inovador. Os bancos ajustam seus ativos e passivos buscando obter vantagens com as oportunidades de lucro identificadas no mercado — lucros que advêm da cobrança pelos fundos que colocam em disponibilidade (*spread* entre juros cobrados e pagos, aceite de dívidas, custódia de fundos, serviços variados etc.). A busca pela maximização de rendimentos e minimização de custos coloca os bancos sob uma constante pressão por inovação: buscam-se novas formas de emprestar, novos ativos mais lucrativos, novos clientes, formas adicionais de cobrar remunerações e novas formas de adquirir fundos no mercado. Essa atitude ativa dos bancos em sua busca por lucros, revolucionando os mercados monetários com inovações financeiras, acaba afetando não apenas o volume e a distribuição dos financiamentos na economia, mas também o comportamento cíclico dos preços, da renda e do emprego. A experiência

⁵⁴ “[...] na medida em que um sistema bancário minimamente desenvolvido cria as condições de independência do financiamento em relação a depósitos prévios, as decisões concernentes ao volume de crédito bancário representam (e não as poupanças individuais) o limite financeiro ao financiamento do investimento” (ibidem, p. 115).

histórica mostra que os lucros do sistema bancário assumiram diferentes formas em diferentes épocas, mas o que predominou no pós-guerra, enfatiza Minsky, foi a tendência de crescente exposição ao risco e redução de margens de segurança na busca de lucros, associada à *performance* cíclica da economia. Há, portanto, um estreito relacionamento entre os setores produtivo e financeiro da economia, e qualquer problema no mercado financeiro afeta diretamente a produção, o emprego e o valor dos ativos.

“[...] uma economia capitalista é caracterizada pela propriedade privada dos meios de produção e pelo investimento privado. Numa economia capitalista sofisticada, as instituições monetárias e financeiras determinam a maneira pela qual são obtidos os fundos requeridos tanto para a posse de itens do estoque de ativos de capital quanto para a produção de novos ativos de capital. Numa economia capitalista do tipo que Keynes postulou, há portfólios privados, os ativos reais de capital são, em seus pormenores essenciais, equivalentes aos ativos financeiros especulativos, e os bancos, genericamente definidos como instituições especializadas em finanças, são importantes. Na teoria de Keynes, a causa aproximada da natureza transitória de cada estado cíclico é a instabilidade do investimento; mas as causas mais profundas dos ciclos de negócios numa economia com as instituições financeiras do capitalismo são a instabilidade dos portfólios e as inter-relações financeiras.”⁵⁵

Definida dessa forma, a economia capitalista depende não apenas da produção corrente e da busca de rendas privadas e riquezas para a criação e manutenção dos ativos de capital, mas principalmente das relações entre lucro, preço dos ativos de capital, condições do mercado financeiro e investimento. Com esse perfil, a economia capitalista é inerentemente instável, estando sempre sujeita a fases de *booms* e de crises. Compreender essa instabilidade e suas causas é a preocupação central de Minsky e dos economistas pós-keynesianos.

A teoria da instabilidade financeira parte de duas proposições fundamentais. Minsky afirma que os mecanismos de mercado capitalistas não podem conduzir a um equilíbrio sustentável, com preços estáveis e pleno emprego, e que importantes ciclos de negócios resultam de atributos financeiros essenciais ao capitalismo. O tratamento dado às finanças e às relações financeiras e a importância atribuída às instituições, aos costumes e às políticas econômicas na determinação do real comportamento da economia capitalista contemporânea conferem à teoria de Minsky um caráter singular que contrasta frontalmente com as teses da síntese neoclássica.⁵⁶ Para Minsky, a teoria

⁵⁵ Minsky, Hyman P. *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press, 1975, p. 57 (tradução livre). O termo “portfólio” pode ser entendido como o conjunto de ativos e passivos financeiros de uma empresa.

⁵⁶ Para a teoria neoclássica, finanças e moeda não afetam as variáveis reais da economia, motivo pelo qual são ignorados os efeitos das relações financeiras e monetárias e das instituições financeiras sobre a vida econômica. “Minsky critica a teoria neoclássica por considerá-la inadequada ao estudo do

ortodoxa banalizou o pensamento keynesiano ao desprezar justamente as duas teorias básicas de Keynes: a teoria do investimento dos ciclos dos negócios e a teoria financeira do investimento.

“O aspecto essencial da *Teoria geral* de Keynes é a análise profunda de como forças financeiras — que nós podemos caracterizar como ‘Wall Street’ — interagem com produção e consumo para determinar produto, emprego e preços. Uma proposição que emerge da teoria de Keynes é que, de tempos em tempos, uma economia capitalista será caracterizada por persistente desemprego. A síntese neoclássica aceita este resultado, muito embora a consequência mais profunda da teoria, que é o fato de uma economia capitalista com práticas financeiras sofisticadas (isto é, o tipo de economia em que vivemos) ser inerentemente instável, seja ignorada. A análise de Keynes que conduz a esse resultado profundo fornece o fundamento para uma teoria econômica alternativa que nos leve a uma compreensão da instabilidade.”⁵⁷

A tese básica proposta pelo autor é a de que a instabilidade financeira seria fruto do comportamento dos mecanismos internos da economia capitalista. A instabilidade faria parte da própria natureza do capitalismo, sendo gerada endogenamente no sistema. O próprio comportamento maximizador dos lucros dos agentes econômicos, numa economia caracterizada pela propriedade privada de ativos de capital, investimento privado, incerteza e relações financeiras complexas, induziria esses agentes a assumir posições mais agressivas e arriscadas — sobretudo nos períodos de crescimento bem-sucedidos da economia —, gerando estruturas financeiras frágeis e instáveis.

“A instabilidade emerge à medida que um período relativamente tranqüilo de crescimento é transformado em um *boom* especulativo. Isso ocorre porque as estruturas de dívidas aceitas e desejadas pelas empresas (corporações) e pelas organizações que atuam na intermediação financeira mudam em resposta ao sucesso da economia.”⁵⁸

A atividade bancária, em particular, por sua própria natureza, gera pressões desestabilizadoras na economia. Conforme assinala Minsky, os banqueiros vivem no mesmo clima de expectativas que os empresários. Os mesmos processos que estimulam os investimentos empresariais aumentam a disposição dos banqueiros em financiar os empresários, reforçando as pressões desestabilizadoras. A busca pelo lucro faz com que empresários e banqueiros fragilizem uma estrutura financeira inicialmente robusta. Na medida em que as técnicas bancárias não são limitadas tecnologicamente,

capitalismo moderno, movendo-se no que ele chama de paradigma da ‘feira da aldeia’, onde os agentes isolados interagem pela troca de bens visando à obtenção daqueles bens necessários à sua maior satisfação. A isto Minsky contrapõe o paradigma de ‘Wall Street’” (Carvalho, op. cit., p. 259).

⁵⁷ Minsky, *Stabilizing an unstable economy*, loc. cit., p. 100.

⁵⁸ *Ibidem*, p. 173.

o sucesso econômico provoca o descaso quanto à possibilidade de crises financeiras e transforma em atividade rotineira o financiamento de curto prazo de posições de longo prazo, tornando empresas e bancos vulneráveis às variações das taxas de juros. Na ausência de controles para a exposição ao risco, o esforço dos bancos em aumentar os lucros mediante inovações e busca de novos clientes e oportunidades conduz a uma elevação da alavancagem financeira. A maior taxa de alavancagem é parte do processo que move a economia para a fragilidade financeira, uma vez que facilita o crescimento dos empréstimos de curto prazo, o que resulta, de tempos em tempos, em dificuldades de fluxo de caixa para empresas e bancos. Torna-se patente, assim, o papel ambíguo desempenhado pela atividade bancária na dinâmica capitalista:

“Um sistema bancário minimamente desenvolvido [...] permite a acumulação em um nível superior àquele que seria viável pela simples acumulação de poupanças prévias; porém, essa facilidade traz consigo um *trade-off* de fragilidade financeira, na medida em que permite disparidade entre os horizontes de maturação de posições patrimoniais ativas e passivas das empresas inversoras e das instituições financeiras”.⁵⁹

Desta forma, ao mesmo tempo que é fator essencial no financiamento do investimento e no crescimento econômico, a atividade bancária se constitui numa força destrutiva que tende a induzir e ampliar a instabilidade. Minsky assinala, contudo, que uma economia capitalista com sofisticadas instituições financeiras e monetárias é capaz de se comportar de várias maneiras, mas a forma que realmente prevalece num certo tempo depende das relações institucionais, da articulação da estrutura do sistema financeiro e da história da economia.

“A instabilidade financeira é uma característica profundamente assentada de uma economia capitalista com um sistema financeiro sofisticado. Mas isso não significa que todos os capitalismo sejam igualmente instáveis. Uma ampla variedade de economias capitalistas tem existido, e nossa imaginação pode construir um número infinito de economias capitalistas possíveis.”⁶⁰

Segundo a visão de Minsky, qualquer teoria que pretenda explicar o comportamento atual das economias capitalistas precisará integrar variáveis financeiras e monetárias à explicação da demanda agregada, levando em conta o perfil institucional do sistema financeiro. A sofisticação das instituições financeiras, capazes de inovar e ampliar as técnicas de financiamento dos investimentos, pode gerar problemas de demanda na economia que não são devidos a salários, preços ou taxas de juros rígidas. Quando a demanda efetiva é suficiente e o pleno emprego é alcançado, surgem mecanismos de mercado, estimulados pela maior integração entre as unidades

⁵⁹ Studart, op. cit., p. 115.

⁶⁰ Minsky, *Stabilizing an unstable economy*, loc. cit., p. 284.

produtivas e financeiras, que levam a *booms* de investimentos e a processos financeiros especulativos. Na medida em que tanto os produtores como os intermediários financeiros (bancos e demais instituições) se utilizam de práticas financeiras inovadoras para maximizar lucros, a difusão de formas de financiamento mais arriscadas e vulneráveis⁶¹ resulta do próprio comportamento do mercado, levando a produção a depender, mais intensamente, de fatores que antes só indiretamente a afetavam.

Em um contexto em que as técnicas de produção capital-intensivas provocam aumento dos custos financeiros em relação aos custos tecnologicamente determinados verifica-se uma maior interdependência entre os agentes econômicos (setores produtivo e financeiro) por meio da estrutura de financiamento. A consequência desse processo é a maior instabilidade do sistema econômico, já que grande parte das unidades econômicas passa a financiar suas posições segundo esquemas progressivamente mais arriscados, daí resultando estruturas de financiamento frágeis que não poderão ser sustentadas indefinidamente, produzindo sérias ameaças de instabilidade econômica e financeira.⁶² Para Minsky, a estabilidade, num mundo com passado cíclico e instituições financeiras capitalistas desenvolvidas, é transitória. Forças endógenas derivadas dos processos de investimento e de financiamento desestabilizam e rompem os períodos de tranquilidade⁶³ econômica, gerando crises financeiras e monetárias em que não é possível sustentar o pleno emprego e a estabilidade de preços.

⁶¹ Minsky identifica três regimes de financiamento de posições em ativos (portfólios) por parte das empresas na estrutura financeira do sistema capitalista atual: *hedge*, *speculative* e *Ponzi*. Cada regime de financiamento caracteriza um conjunto determinado de relações entre o pagamento de compromissos e as receitas esperadas com os ativos de capital e financeiros. Uma unidade tem financiamento *hedge* (protegido) quando o fluxo das rendas esperadas de suas operações é maior que o fluxo dos pagamentos dos débitos em todos os períodos. As unidades com financiamento *speculative* (especulativo) são aquelas em que o fluxo de pagamentos dos compromissos é maior que o fluxo das rendas esperadas, considerando o curto prazo. No longo prazo, no entanto, as unidades são capazes de saldar todas as dívidas. Por fim, as unidades com financiamento *Ponzi* são aquelas em que o fluxo de pagamentos das dívidas, tanto no curto quanto no longo prazo, é maior do que o fluxo de renda esperado em todos os períodos. Neste caso, as unidades necessitam de financiamentos para cumprir não apenas a rolagem do principal, como também o pagamento de juros. Contudo, como nem sequer no longo prazo se tem a garantia de que os débitos serão saldados, novos financiamentos serão requeridos no futuro.

⁶² "Minsky demonstra que a fragilidade financeira é uma característica intrínseca a economias onde, devido à existência de mecanismos de crédito desenvolvidos (especialmente de crédito bancário), é possível financiar posições de longo prazo através da administração de um fundo rotativo de passivos de curto prazo" (Stuart, op. cit., p. 111).

⁶³ Minsky toma emprestado a Joan Robinson o termo "períodos de tranquilidade", já que considera enganoso o termo "equilíbrio", utilizado pelo *mainstream*.

A instabilidade econômica e financeira eleva a incerteza com relação ao futuro e funciona como um amortecedor da atividade econômica, na medida em que inibe o investimento de longo prazo. Diante da incerteza, os investidores preferem ganhos financeiros a investimentos de longo prazo para crescimento e desenvolvimento. A especulação passa a dominar os empreendimentos numa economia instável. Segundo Minsky, a instabilidade econômica evidenciada a partir do final da década de 1960 nas economias desenvolvidas, especialmente nos Estados Unidos, é o resultado da frágil estrutura financeira que emergiu das mudanças cumulativas ocorridas nas relações financeiras e nas instituições nos anos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial. Essas mudanças nas relações financeiras — responsáveis por uma maior complexidade e sofisticação do mercado financeiro — e o *boom* de investimentos que o funcionamento bem-sucedido da economia provoca, seguido de processos financeiros especulativos, fizeram com que as regras para a política monetária e fiscal dos anos 1950 e primeira metade dos anos 1960 se tornassem inválidas para o período subsequente.

A teoria da instabilidade financeira,⁶⁴ enfatizando a forma como a demanda de investimentos é gerada, mostra que um colapso no valor dos ativos, devido aos problemas de posição das unidades engajadas em estruturas frágeis e arriscadas de financiamento, leva a um colapso dos investimentos, com queda dos fluxos de lucros e dificuldades em cumprir obrigações. Para Minsky, os lucros não são determinados pela tecnologia ou por uma abstrata produtividade marginal dos ativos de capital, como na síntese neoclássica, mas pelas relações econômicas, políticas, sociais e psicológicas que determinam o investimento, o déficit público, o déficit no balanço de pagamentos, os salários, a poupança dos assalariados e a parte consumida dos lucros (Minsky utiliza uma concepção kaleckiana de formação de preços macroeconômicos). Ao mesmo tempo que resultam da maneira como a economia de fato funciona, os lucros afetam as expectativas de longo prazo de empresários e banqueiros e as decisões de financiamento do investimento. Encarados dessa forma, os lucros são identificados aos fluxos de caixa que validam ou não compromissos financeiros passados, ou seja, os lucros se constituem no vínculo temporal crítico da economia capitalista. Empresários e banqueiros têm consciência do tempo e tomam suas decisões em face da incerteza. Os investimentos correntes determinam se os compromissos financeiros serão ou não cumpridos. Mercados que envolvem finanças e investimentos podem alcançar preços,

⁶⁴ Ver Minsky, Hyman P. "The financial instability hypothesis: a restatement". In: *Post-Keynesian economic theory: a challenge to neo-classical economics* (ed. por Philip Arestis e Thanos Skouras). Sussex/Nova York: Wheatsheaf Books/M. E. Sharpe, 1985.

quantidades e pagamentos de compromissos não sustentáveis pela demanda e lucros futuros. Um baixo nível de investimentos numa economia com estruturas financeiras frágeis e arriscadas gera uma tensão que pode levar a uma crise financeira.⁶⁵

“[...] a turbulência — especialmente a instabilidade financeira — é normal em uma economia capitalista; [...] a instabilidade inerente do capitalismo se deve à maneira como lucros dependem dos investimentos, validação das dívidas dos negócios depende dos lucros, e investimento depende da disponibilidade de financiamentos externos. Mas a disponibilidade de financiamento pressupõe que dívidas prévias e preços que foram pagos por ativos de capital sejam validados por lucros. O capitalismo é instável porque é um sistema financeiro e de acumulação com ontens, hoje e amanhã.”⁶⁶

A emergência de uma crise financeira a partir do acirramento da instabilidade endógena do capitalismo não assume, contudo, um caráter inexorável na teoria da instabilidade financeira. O comportamento real da economia depende em boa medida do peso e da atuação das instituições e das políticas econômicas adotadas.⁶⁷ Se houver agentes suficientemente eficazes para neutralizar a instabilidade inerente ao funcionamento da economia capitalista, será possível evitar ou debelar crises financeiras e depressões econômicas.

“O principal defeito do nosso tipo de economia é que ela é instável. Esta instabilidade não se deve a choques externos ou à incompetência ou ignorância dos formuladores da política econômica. A instabilidade decorre de processos internos do nosso tipo de economia. A dinâmica de uma economia capitalista que tem estruturas financeiras complexas, sofisticadas e evolutivas leva ao desenvolvimento de condições que conduzem à incoerência — a disparada da inflação ou depressões profundas. Mas essa incoerência não precisa ser totalmente concretizada porque instituições e políticas podem conter o impulso para a instabilidade. Podemos, por assim dizer, estabilizar a instabilidade.”⁶⁸

Conter a instabilidade e evitar o amadurecimento de uma crise financeira são tarefas viabilizadas, sobretudo, por uma grande participação do governo na economia — sustentando o nível de demanda agregada e os lucros apesar do declínio dos investimentos privados e do nível de emprego — e pela intervenção de um banco central no setor financeiro — socorrendo os bancos privados com dificuldades de

⁶⁵ Minsky desenvolve, assim, uma maneira de ver as relações financeiras numa economia capitalista que integra os fluxos de caixa e os cálculos de valor presente dos ativos das unidades em uma teoria do investimento.

⁶⁶ Minsky, *Stabilizing an unstable economy*, loc. cit., p. 294.

⁶⁷ “A visão pós-keynesiana tem um forte caráter institucional implícito que não é dissociável da análise econômica: as instituições e convenções têm um papel importante na redução das incertezas inerentes aos processos decisórios em economias descentralizadas. [...] cada tipo de arranjo institucional possui ‘condições de estabilidade financeira’ que lhe são características” (Stuart, op. cit., pp. 112-113).

⁶⁸ Minsky, *Stabilizing an unstable economy*, loc. cit., pp. 9-10.

liquidez, sustentando o preço dos ativos financeiros e garantindo ativos seguros nos portfólios dos agentes econômicos. O custo desse processo, segundo Minsky, tem sido inflação crônica,⁶⁹ desemprego e técnicas empresariais crescentemente ineficientes. Ao neutralizar os efeitos da instabilidade e o amadurecimento de crises financeiras, o capitalismo substituiu as grandes depressões por uma estagflação prolongada.⁷⁰

1.3 Pontos de convergência entre as escolas regulacionista e pós-keynesiana

A análise das teorias da regulação e da instabilidade financeira empreendida nas duas seções anteriores permite vislumbrar, num primeiro momento, algumas noções básicas partilhadas pelas duas teorias, especialmente relevantes na construção de seus corpos teórico-conceituais, que as opõem vivamente aos cânones da teoria neoclássica: ambas enfatizam a importância da dinâmica temporal dos fatos econômicos, o caráter histórico do tempo, bem como o papel decisivo desempenhado pelas instituições no comportamento real da economia. História, tempo e instituições são elementos imprescindíveis para a interpretação e compreensão das transformações e crises vividas pelo capitalismo, devendo ocupar papel central nas investigações da ciência econômica. A dinâmica recíproca entre a elaboração e revisão dos conceitos e a análise histórica e institucional (em oposição a uma análise de natureza axiomática e não-

⁶⁹ É importante lembrar que Minsky construiu sua teoria da instabilidade financeira tomando por base a experiência histórica norte-americana até o início dos anos 1980. Os mecanismos que permitiram a implementação de políticas desinflationistas pelo governo dos Estados Unidos a partir da década de 1980 não estão contemplados na análise de Minsky, e dizem respeito à estruturação do novo regime monetário e financeiro, que será objeto de análise nos capítulos seguintes.

⁷⁰ A compreensão dos mecanismos responsáveis pela instabilidade e pela emergência de crises financeiras requer um exame mais detalhado dos principais elementos que compõem a análise de Minsky. Por um lado, tem-se o investimento como variável-chave para o desempenho da economia; por outro, o financiamento do investimento e dos portfólios de todos os agentes econômicos, inclusive das próprias instituições financeiras. As inter-relações financeiras aí envolvidas são fundamentais para a *performance* da economia, dada a natureza inseparável dos fenômenos financeiros e da estrutura produtiva. Uma análise mais detalhada da concepção de Minsky sobre a formação dos preços macroeconômicos, os determinantes do investimento, o papel dos bancos no financiamento do investimento e o grau de fragilidade financeira da estrutura de financiamento das unidades econômicas (a partir dos quais é possível compreender o caráter endógeno da instabilidade financeira do sistema e a dinâmica do processo que conduz a economia a uma crise financeira), bem como sobre os mecanismos utilizados nas economias capitalistas modernas para neutralizar as crises financeiras (com destaque para o importante papel representado por um "governo grande" e pelas intervenções do banco central), seus custos e a importância das políticas econômicas na diminuição ou no acirramento da instabilidade financeira no capitalismo, pode ser encontrada em Frontana, Andrés V. *As concepções regulacionista e pós-keynesiana do processo de crise financeira e a interpretação da experiência brasileira no período 1964-89*. São Paulo: dissertação de mestrado, FEA-USP, 1996, parte 1, cap. 2).

histórica, como a versão Arrow-Debreu do equilíbrio walrasiano) é uma característica comum às duas teorias — ambas desenvolvem suas reflexões teóricas a partir da análise histórica da economia capitalista hegemônica no século XX, a norte-americana.

Contudo, no que concerne aos conceitos e às categorias mais básicas que compõem os alicerces dos edifícios teóricos de cada uma das escolas tratadas, não se pode ir muito mais longe com as comparações e com a busca de semelhanças. Qualquer tentativa de estabelecer equiparações ou maiores vínculos entre as duas matrizes teóricas não resiste sequer a uma leitura superficial das notas introdutórias das obras de Aglietta e Minsky. Não será preciso aqui emprestar grande ênfase às diferenças entre as duas concepções: a breve exposição dos seus respectivos aparatos conceituais realizada nas seções anteriores já as explicita, evitando mal-entendidos posteriores — ou seja, evitando que as similitudes e os pontos de contato que se pretende ressaltar entre as duas concepções sejam entendidos como obra de um ecletismo intrinsecamente estéril ou de uma incompreensão das origens díspares dos campos teóricos em análise.

A diferença fundamental entre os dois programas de pesquisa é de ordem genética, seminal. A escola francesa da regulação fundamenta-se na teoria do valor de Marx, no conceito de exploração traduzido pela relação salarial, na alienação e fetichização das relações sociais e de produção. Toda a construção teórica regulacionista deriva desses fundamentos e é por eles moldada. Os pós-keynesianos, por seu turno, não constroem seu arcabouço teórico a partir de uma teoria do valor claramente explícita, mas do resgate da obra original de Keynes, tendo a teoria das decisões de investimento e a análise de seus determinantes (moeda, juros, expectativas, disponibilidade de financiamento) como núcleo germinante. Minsky, em particular, parte desse núcleo para refutar a existência de uma dicotomia entre real e monetário nas economias capitalistas modernas, refutação que permite reconstruir uma macroeconomia em que a questão financeira é fundamental e a tendência idílica a um equilíbrio geral não existe; ao contrário, a instabilidade financeira é uma consequência natural do funcionamento de uma economia monetária com instituições financeiras sofisticadas. As diferenças de origem, em suma, respondem pela construção de referenciais teóricos e analíticos bastante distintos.

Ponderadas essas diferenças basilares, que singularizam e condicionam a construção teórica de cada uma das escolas, é possível, preservando e tendo em mente as distinções entre os núcleos fundamentais de cada programa de pesquisa, e apesar deles, estabelecer paralelos e pontos de convergência possíveis entre as duas matrizes teóricas. Particularmente, interessa aqui identificar os aspectos em que é viável

estabelecer pontos de contato que ofereçam pistas para a interpretação das transformações observadas nas economias capitalistas nas três últimas décadas do século XX. Destacam-se, assim, os seguintes pontos:

1) Afirmar, como fazem os regulacionistas, que um regime de acumulação *não tem estabilidade assegurada* e que a reprodução de capital implica descontinuidades e rupturas, estando sempre aberta a possibilidade de ocorrência de crises (crise como parte da dinâmica econômica e da transformação social), não é o mesmo que afirmar, como faz Minsky, que a economia capitalista *é inerentemente instável* e sujeita a fases de *booms* e de crises, já que a instabilidade é gerada endogenamente, como parte da natureza de um capitalismo dotado de práticas financeiras desenvolvidas e sofisticadas. Contudo, ao ressaltar que o capitalismo não vive sempre à beira de um colapso e que o comportamento real de uma economia depende das relações institucionais (instituições econômicas e sociais), da articulação das relações e práticas financeiras (estrutura do sistema financeiro), das políticas econômicas articuladas pelo Estado e pelo banco central, dos costumes e da história da economia — conjunto de fatores que pode atenuar ou amplificar a instabilidade intrínseca da economia capitalista —, Minsky permite uma aproximação considerável de seus conceitos de *períodos de tranquilidade e crise* às noções regulacionistas de *modo de regulação e crise*. De forma análoga, ao conceber as crises financeiras como processos típicos da regulação do capitalismo e conferir também importante ênfase à formação endógena de estruturas de endividamento instáveis a partir da relação bancos–empresas — estruturas observadas historicamente na fase madura do capitalismo sob regime de acumulação intensiva —, os regulacionistas (Aglietta, mais especificamente⁷¹) estabelecem pontos de contato evidentes com a teoria da instabilidade financeira de Minsky, segundo a qual a lógica financeira é fonte de instabilidade e crises.

2) A criação endógena de moeda na economia mediante o crédito concedido pelos bancos é um outro ponto de convergência importante entre as duas teorias. Tanto para Aglietta quanto para Minsky o dinheiro bancário é criado *ex-nihilo* no ato de empréstimo e destruído quando os compromissos são saldados e o dinheiro retorna a seu ponto de origem, o banco. Para regulacionistas e pós-keynesianos o caráter endógeno da moeda é um resultado das condições de produção, das demandas sociais por crédito que são atendidas pelos bancos. A validação dos empréstimos, ou seja, da moeda criada pelos bancos, depende da realização do trabalho global da sociedade, no caso dos regulacionistas, ou da geração de lucros em nível suficiente, na interpretação de Minsky. A validação do dinheiro bancário é o nó das contradições da acumulação

⁷¹ Ver Aglietta, *Regulación y crisis del capitalismo*, loc. cit., cap. 6; Frontana, op. cit., parte 1, cap. 1.

(Aglietta) e da possibilidade de ocorrência de crises financeiras maduras (Minsky). Em ambas as concepções, num regime de curso forçado imposto pelo Estado (regime surgido com o fim do padrão-ouro, nos anos 1930) a moeda bancária endógena é sancionada pelo banco central, validando e sustentando compromissos bancários privados quando os lucros são insuficientes (Minsky) ou realizando a “pseudovalidação social dos trabalhos privados” (Aglietta⁷²). A influência decisiva na determinação endógena da oferta de moeda na economia (ao contrário da visão dos neoclássicos, em que a oferta é determinada mecanicamente pelas autoridades monetárias) explica o importante papel atribuído ao setor bancário nas duas teorias: núcleo do sistema de crédito, agente principal do financiamento do investimento (que não depende, assim, de poupanças prévias) e da acumulação (que pode dar-se em um nível superior àquele que seria possível apenas com a acumulação de poupanças prévias e autofinanciamento das empresas), financiador de aquisições, fusões, incorporações e controle de propriedade e capital, mobilizador das dívidas privadas, criador de estruturas de financiamento/endividamento instáveis e epicentro das crises financeiras. Ao multiplicar o crédito (afetando as relações concorrenciais intercapitalistas) e sustentar estruturas financeiras frágeis, crescentemente compostas por redes de compromissos e dívidas impagáveis, os bancos e o sistema financeiro vinculam-se diretamente à ocorrência de crises financeiras, cujo perfil e materialização dependerá do sistema monetário específico em vigor e da existência ou não de instituições que atuem como catalisadores (instituições e mercados financeiros diversificados, complexos e sofisticados) ou neutralizadores (governo e banco central atuantes) de seus efeitos depressivos sobre a economia.

3) Regulacionistas e pós-keynesianos têm concepções muito similares quanto aos fenômenos envolvidos na crise financeira. Suas análises do tema são particularmente úteis para a compreensão da estrutura conceitual de cada uma das escolas, já que ambas se voltam à interpretação das crises financeiras, sob um esforço de compreensão da dinâmica das economias capitalistas modernas. Concebem igualmente a crise financeira como um *processo*, e não apenas como o momento de ápice dos ciclos econômicos, a culminação de um período de expansão que leva a uma regressão.⁷³ A dinâmica e as fases do processo de crise financeira, bem como o papel desempenhado pelo sistema financeiro e pelo Estado nesse processo, são apreendidos e descritos de forma semelhante por Aglietta e Minsky. A crise financeira representa

⁷² Ver Aglietta, *Regulación y crisis del capitalismo*, loc. cit., p. 308.

⁷³ Ver Kindleberger, Charles P. *Manias, pânico e crashes – um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992, p. 3.

uma etapa de desestabilização e ruptura do processo de acumulação; sua forma e a magnitude de seus impactos sobre a economia mudam de acordo com a constituição e o funcionamento específicos de um sistema monetário historicamente determinado. Sob padrão-ouro, o processo de crise é iniciado por uma *euforia dos negócios* permitida pelo crédito, que se traduz num *boom* de investimentos. A integração verificada entre as unidades produtivas e financeiras (sobretudo o sistema bancário) conduz a um aumento acelerado do endividamento empresarial e a processos financeiros especulativos que materializam um *boom especulativo*. A partir daí o crédito se multiplica, a circulação financeira se torna autônoma (os capitais abandonam o setor produtivo em busca de valorização financeira de curto prazo) e geram-se estruturas financeiras frágeis e instáveis compostas por pirâmides de dívidas que não podem ser pagas pelos fluxos de caixa operacionais das empresas, perturbando os mercados financeiros. O descolamento entre a acumulação real e a financeira (Aglietta) e a instabilidade econômica e financeira gerada pelo aumento da demanda financiada especulativamente (Minsky) conduzem, no auge do *boom* especulativo, à desconfiança e ao *pânico financeiro* em resposta à escassez geral de liquidez, necessária à renovação das dívidas. O desfecho dessa dinâmica é uma *deflação de dívidas* e uma recessão profunda ou mesmo *depressão econômica*, com um movimento espiral de declínio de produção, renda, investimento, lucros, emprego e preços. Num sistema monetário baseado na emissão de dinheiro central de curso forçado, em que Estado e banco central assumem papel primordial, a fase final do processo de crise financeira muda substancialmente, bem como seus impactos sobre a economia. A generalização endógena de estruturas de endividamento instáveis não conduz a uma desvalorização rápida e maciça de dívidas nem a uma depressão econômica a partir da irrupção de um pânico financeiro. A intervenção decisiva do Estado (fiador do dinheiro nacional) por meio das políticas fiscais (déficits) do governo e da política monetária do banco central (que evita a desestabilização e o colapso do sistema bancário e financeiro ao atuar como prestador-de-última-instância) sufoca o amadurecimento da crise financeira e evita a virulência de seus efeitos sobre a atividade econômica. A crise financeira assume a forma de um processo inflacionário; a desvalorização das dívidas é distribuída no tempo mediante esse processo de erosão do dinheiro nacional. A depressão econômica é abortada pela ação neutralizadora das instituições e políticas econômicas (que validam a moeda bancária e a estrutura de dívidas da economia e sancionam as práticas financeiras inovadoras dos bancos e os portfólios especulativos responsáveis pela instabilidade da economia) e substituída por uma estagflação prolongada, na qual o ímpeto do processo

inflacionário é cada vez mais sensível à retomada dos investimentos e da acumulação.⁷⁴

4) O conceito de “estrutura financeira frágil”, que sintetiza a visão de instabilidade na teoria de Minsky, encontra seu correspondente na teoria da regulação na “estrutura de endividamento instável” definida por Aglietta.⁷⁵ São estruturas totalmente endógenas à economia capitalista e definidas historicamente na relação entre o setor produtivo e os bancos. A maior integração e interdependência dos setores produtivo e financeiro no processo de financiamento e alavancagem da acumulação capitalista, via crédito (emissão de moeda bancária, que aumenta a participação relativa dos fundos externos na composição da estrutura de financiamento das empresas produtivas), conduz a *booms* de investimento e a processos financeiros especulativos que convergem para a formação de um *boom* especulativo. As estruturas de endividamento instáveis — ou estruturas de financiamento frágeis — são construídas nessa fase, já que o *boom* especulativo aquece a demanda e leva empresas e bancos a assumir posições financeiras cada vez mais arriscadas — as empresas aumentam a relação recursos externos/internos e reduzem suas disposições líquidas, ao passo que os bancos ampliam suas operações de crédito numa proporção crescente em relação às suas reservas. As unidades produtivas demandam estoques e o crédito de curto prazo vai ampliando sua magnitude nos portfólios, inflacionando o crédito bancário (a realização da produção ocorre a crédito). Quando as necessidades de crédito de curto prazo suplantam as receitas esperadas com a realização da produção (relação desfavorável entre fundos disponíveis e compromissos), a fragilidade e a instabilidade dessas estruturas tornam-se explícitas para as empresas do setor produtivo, que são submetidas a restrições cada vez mais severas em seus balanços. Com a generalização das estruturas de endividamento instáveis e a necessidade de renovar uma massa crescente de dívidas, os bancos acabam sendo atingidos pela inadimplência, os juros se elevam e o setor bancário inibe o crédito e eleva suas margens de lucro, estrangulando a liquidez da economia. Impõe-se a necessidade de uma deflação das dívidas (imposição da restrição monetária, em Aglietta), que tomará a forma de uma recessão ou depressão econômica profunda sob padrão-ouro ou de um processo inflacionário num regime monetário com dinheiro de curso forçado.⁷⁶

⁷⁴ Conforme já enfatizado, ambos os autores construíram suas teorias tomando por base a experiência histórica norte-americana até a crise dos anos 1970. Os mecanismos responsáveis pelo controle do processo inflacionário fazem parte da estruturação do novo regime monetário e financeiro, não discutido pelos autores.

⁷⁵ Ver Aglietta, *Regulación y crisis del capitalismo*, loc. cit., p. 333.

⁷⁶ Aglietta concebe a formação de estruturas de endividamento instáveis apenas em regimes de acumulação intensiva com sistema monetário baseado no curso forçado, já que associa a formação

5) A interpretação do papel do processo inflacionário no capitalismo moderno, com acumulação intensiva e sistema monetário fundado no curso forçado, é outro ponto de convergência importante entre as duas teorias. Conforme já visto, o processo inflacionário é o custo pago por se evitar a dinâmica depressiva de uma crise financeira madura, com desvalorização rápida e maciça da rede de dívidas contraídas durante uma fase de *boom*. A inflação propicia facilidades ao pagamento dos compromissos, pois opera como mecanismo gradual e prolongado de desvalorização de dívidas. A ação neutralizadora de instituições e de políticas substitui as depressões econômicas por períodos dilatados de estagflação. Mesmo no que se refere à origem e à dinâmica do processo inflacionário, é possível observar semelhanças relevantes entre a análise regulacionista e a pós-keynesiana. Para ambas a inflação tem origem no lado real da economia, em oposição à visão neoclássica. Enquanto para Minsky os mecanismos geradores da inflação estão associados à elevação dos *mark-ups* — processo viabilizado pela expansão monetária produzida pela resposta dos bancos à demanda por crédito, que financia um excesso de demanda na economia sobre a renda gerada no setor de bens de consumo —, para Aglietta a gênese da inflação está no conflito entre as normas de consumo e de produção, isto é, no conflito entre a valorização do trabalho passado e a criação de novas forças produtivas que surge no regime de acumulação intensiva quando há um arrefecimento da produtividade, obrigando os capitalistas a aumentar o ritmo de obsolescência tecnológica dos bens de capital (diminuição da vida útil) para manter o processo de valorização, estratégia viabilizada pelo crédito bancário (endividamento) — que retarda e reforça o conflito, modificando a composição dos ativos privados; o dinheiro utilizado na aquisição do produto do trabalho novo supera continuamente o dinheiro integrado na formação da renda, e a erosão permanente do dinheiro nacional funciona como uma tentativa de adiar o descompasso entre as normas de produção e de consumo, postergar os problemas de realização do valor. Embora o desenvolvimento de cada um dos raciocínios respeite a lógica dos respectivos aparatos teóricos, o que está por trás das duas concepções de inflação é o crescimento desigual (com estrangulamentos subseqüentes) dos setores produtivos, incompatibilidade estreitamente relacionada à expansão dos mecanismos de crédito e à formação e difusão de estruturas complexas de endividamento. A validação pelo Estado, via banco central e políticas econômicas, dos portfólios especulativos, das estruturas de endividamento frágeis e instáveis,

dessas estruturas à inflação gerada no processo de obsolescência acelerada do capital — típico da acumulação intensiva — e às formas estruturais peculiares desse regime, que permitem a constituição de estruturas de endividamento mais sofisticadas.

produz e pereniza o processo inflacionário e afeta a distribuição de renda na economia, transferindo o ônus para a sociedade e promovendo a concentração da riqueza. A utilização sistemática desse expediente para neutralizar crises financeiras no capitalismo moderno torna a inflação cada vez mais sensível à retomada da acumulação, fomentando desemprego, ineficiências e crescimento limitado da renda — a estagflação.

6) A necessidade de que a análise macroeconômica leve em conta os arranjos institucionais específicos em cada sociedade e período histórico e busque os instrumentos de política econômica mais adequados e compatíveis com a estrutura institucional dada é outra idéia partilhada por regulacionistas e pós-keynesianos. O conjunto de ações envolvidas na neutralização dos efeitos mais nocivos das crises financeiras pela intervenção do Estado e do banco central ilustra a importância adquirida pelas políticas econômicas — ainda que subjacentes e condicionadas pelas vicissitudes de cada formação histórico-institucional — na dinâmica da acumulação capitalista. A política econômica é um compromisso sustentado pelo Estado em seu esforço para garantir a reprodução da coesão social e da acumulação no capitalismo. A política monetária, em particular, é um compromisso do Estado (mediante a gestão da moeda pelo banco central) com o conjunto do sistema bancário e das práticas financeiras desenvolvidas pelos bancos em sua relação com o setor produtivo e dentro do próprio sistema financeiro. O comportamento real da economia está diretamente condicionado pela articulação entre a estrutura institucional da sociedade (instituições econômicas e sociais) e a política econômica adotada. Estratégias de política econômica incoerentes com os arranjos institucionais vigentes podem produzir sérias distorções na distribuição de renda e poder em uma determinada formação social.

Mesmo em tópicos teóricos importantes em que há um distanciamento de visões e é difícil estabelecer paralelos claros não há uma dissociação conceitual completa ou oposição cabal entre regulacionistas e pós-keynesianos que impeça totalmente algum tipo de fecundação teórica em torno de certos temas. A título de exemplo, em três conceitos é possível reconhecer — não sem certa dose de permissividade analítica — uma complementaridade teórica ou ao menos tolerar as divergências entre as duas escolas.

A maneira de conceber a origem dos *lucros* no sistema capitalista é de vital importância teórica para a elaboração do corpo conceitual de qualquer corrente de pensamento econômico, pois condiciona seus desdobramentos concretos no que concerne à construção de uma agenda de política econômica. Na teoria da regulação, os lucros capitalistas derivam, conforme a teoria do valor de Marx, da exploração

explicitada pela relação salarial (relação trabalho). Essa concepção é totalmente estranha para os pós-keynesianos, os quais argumentam que os lucros derivam dos investimentos, sem questionar a essência da apropriação da renda gerada no processo de produção. A teoria da distribuição de Minsky não está fundamentada na relação de exploração, como em Aglietta. Contudo, ao conceber os lucros como o resultado das relações econômicas, políticas, sociais e psicológicas que determinam o investimento, o déficit público, o déficit do balanço de pagamento e os salários, os pós-keynesianos desenvolvem uma interpretação do papel e do caráter do lucro (vínculo crítico para o tempo na economia capitalista) que contribui para tornar sua agenda de política econômica muito mais próxima dos regulacionistas do que dos neoclássicos, para quem os lucros são determinados assepticamente pela tecnologia ou pela produtividade marginal dos ativos de capital.

O conceito keynesiano de *incerteza* e seu subproduto, a formação de *expectativas* dos agentes econômicos quanto ao futuro da economia, são noções estranhas ao trabalho de Aglietta (embora não as sejam em relação aos trabalhos de outros autores regulacionistas), mas não conflitantes com o arcabouço teórico regulacionista, desde que bem situadas. Incerteza e expectativas, juntamente com a estrutura dos passivos e a avaliação de liquidez dos ativos, são os elementos que compõem o quadro de instabilidade financeira das economias capitalistas na teoria de Minsky. Dizem respeito aos fatores que afetam a disposição e o comportamento dos capitalistas em face do processo produtivo, tema não explorado a fundo por Aglietta, mas perfeitamente pertinente à investigação regulacionista. A incerteza, entendida por Keynes e pelos pós-keynesianos não como um sinônimo de risco, sujeito a distribuições probabilísticas, mas como *ignorância* em relação ao futuro, bem como as expectativas intrínsecas à tomada de decisão dos capitalistas (expectativas quanto aos rendimentos futuros), são elementos que condicionam a estratégia de investimento privada (inclusive a forma como é financiado o investimento e o perfil da composição dos portfólios dos agentes envolvidos), afetando o ritmo de acumulação e a evolução da macroestrutura de produção. Podemos afirmar, numa leitura regulacionista, que incerteza e expectativas são noções associadas à visão que os agentes econômicos têm da realidade a partir do perfil específico das formas institucionais históricas com que se deparam, articuladas pelo modo de regulação vigente. O comportamento dos capitalistas é condicionado pelas suas expectativas em relação à dinâmica futura das formas estruturais ou institucionais. O funcionamento anômalo de uma forma institucional, sobretudo quando afeta os fluxos monetários, aumenta a incerteza e influi nas expectativas dos capitalistas e na sua disposição para investir

produtivamente e manter a reprodução ampliada do capital. Por afetar o investimento, o grau de incerteza enfrentado pelos capitalistas está diretamente relacionado às condições efetivas para manutenção, ampliação ou crise do processo de acumulação. A acumulação implica a seleção de uma certa carteira de ativos pelas unidades econômicas que reflete as expectativas de valorização futura, isto é, o estado de incerteza define a escolha de portfólios dos agentes econômicos. Mudanças perversas nas expectativas podem induzir os agentes a concentrar sua demanda de ativos em ativos líquidos como a moeda (principal defesa contra as incertezas do futuro), preterindo os ativos produzidos pela força de trabalho e os que envolvem o financiamento de posições de longo prazo (em que as incertezas são maiores), ou seja, os ativos de capital; a interrupção do circuito renda-gasto gera problemas no processo de acumulação mais ou menos graves, dependendo da existência ou não de arranjos institucionais que minimizem a incerteza e os problemas por ela produzidos.

Por fim, a *instabilidade* como atributo inerente e endógeno de um capitalismo com instituições e mercados financeiros complexos e sofisticados — uma idéia desenvolvida por Minsky e não partilhada, em estrito senso, pelos teóricos da regulação (estes trabalham com a idéia marxista de unidade transitória de fatores contraditórios, com a “dualidade permanente entre forças de coesão e tendências à divisão no interior das diferentes formas estruturais”)⁷⁷ — pode ser incorporada, sem maiores danos, às análises regulacionistas sobre a fase madura de formações capitalistas sob regime de acumulação intensiva, com dinheiro de curso forçado e banco central como prestador-de-última-instância. Isto é possível simplesmente porque a instabilidade pode ser deduzida das análises regulacionistas nesse tipo de conjuntura ou fase histórica do capitalismo, embora por meios e argumentos distintos (mas não distantes) daqueles apresentados por Minsky. Conforme visto na discussão sobre as similitudes em torno da análise do processo inflacionário (item 5 acima), a teoria da regulação entende que a busca incessante por ganhos de produtividade que move um regime de acumulação intensiva acaba transformando a obsolescência tecnológica acelerada num expediente obrigatório para permitir o prolongamento do processo de valorização quando a produtividade alcançada não mais garante a compatibilidade entre a macroestrutura de produção e a distribuição de renda (crescimento desigual dos dois setores produtivos), entre a valorização do trabalho passado e a criação de novo capital. A necessidade de utilizar o crédito bancário para financiar a desvalorização acelerada do capital fixo, promover um crescimento da demanda e adiar o ajustamento da produção, somada à validação do dinheiro bancário

⁷⁷ Boyer, *A teoria da regulação*, loc. cit., p. 130.

pelo banco central (pseudovalidação social dos trabalhos privados) em um sistema monetário fundado na desmaterialização do dinheiro, no dinheiro de curso forçado (imposto coercivamente pelo Estado), acaba disseminando a formação de estruturas de endividamento instáveis pela economia e produzindo um processo estagflacionário prolongado. A crise de acumulação manifesta-se de forma global nos fluxos financeiros da economia, mediante uma crise financeira que se estende no tempo pela perenização do processo de erosão do dinheiro nacional. A inflação penetra no centro do processo de acumulação e o endividamento cresce ao mesmo ritmo das dificuldades de realização do capital produtivo. Em outras palavras, o tipo de sistema monetário associado à acumulação intensiva de capital — o sistema baseado na moeda de crédito, com dinheiro de curso forçado — e as relações cada vez mais estreitas entre os sistemas produtivo e financeiro, mediante o crédito e as estruturas de financiamento, transformaram a economia capitalista numa economia endogenamente instável. A instabilidade acabou sendo incorporada ao cotidiano da fase madura de um capitalismo sob regime de acumulação intensiva, sistema monetário baseado no curso forçado e instituições e políticas econômicas neutralizadoras das crises financeiras — a regulação monopolista.

Mostrar semelhanças, estabelecer paralelos, reunir elementos relativamente conciliáveis e constatar pontos de convergência entre dois aparatos teóricos distintos não se presta, entretanto, a um mero exercício de diletantismo. Todo esse esforço tem um objetivo claro: discernir que tipo de noções, elementos e categorias teóricas é possível reunir e combinar para servir de suporte à interpretação das transformações do capitalismo a partir da década de 1970.

Neste ponto da discussão é preciso ser claro e incisivo: não se pretende apelar a um ecletismo estéril e consumir uma pilhagem teórica de uma corrente de pensamento pela outra, o que, de resto, apenas empobreceria todo o arcabouço e tradição teórica que fundamenta cada uma das escolas em tela. A opção é pela análise das transformações recentes do capitalismo *a partir de uma démarche regulacionista*, mas utilizando elementos analíticos da teoria da instabilidade financeira de Minsky que se revelam particularmente úteis na interpretação da dinâmica adquirida pelo capitalismo mundial após o fim da “Era de Ouro” do pós-guerra, e que não estão claramente presentes ou carecem de um desenvolvimento mais aprofundado na teoria da regulação.

Em outras palavras, não se está ao encalço de um novo paradigma a partir de uma síntese entre as teorias da regulação e da instabilidade financeira. Busca-se, isso sim, enriquecer a análise regulacionista — *da qual este trabalho parte, assumindo seus*

pressupostos e fundamentos teóricos marxistas e seus instrumentos de análise da realidade — com elementos explorados com maior profundidade por Minsky em sua teoria da instabilidade financeira e que não conflitam com a matriz teórica regulacionista, permitindo uma rica fecundação. Em linhas gerais, os temas enfatizados e aprofundados pela teoria de Minsky que se mostram úteis para uma análise regulacionista das transformações recentes do capitalismo, sobretudo no que se refere aos fenômenos monetários e financeiros, são os seguintes:

— *A análise dos determinantes do investimento.* Ao apontar os fatores que influenciam a decisão privada de investir e as condições para a realização do investimento numa economia monetária, Minsky possibilita uma compreensão mais ampla do processo de acumulação no capitalismo. Enfatizando o papel do financiamento na determinação do investimento (o investimento é um processo no tempo que envolve um complexo de pagamentos que necessitam ser financiados) e a utilização de dívidas nesse financiamento, Minsky ressalta a importância das relações financeiras nas economias modernas, nas quais a decisão de investir se dá num contexto de escolha de portfólios pelos agentes econômicos em que os ativos de capital (investimento produtivo) sofrem a concorrência de outros ativos (monetários e financeiros). Moeda, ativos financeiros, contratos, dívidas, finanças, especulação e incerteza passam a compor o ambiente que norteia as decisões e as estratégias de investimento, influenciando a acumulação capitalista e fornecendo as bases para a geração e a maturação de crises financeiras.

— *A importância da dimensão monetária e das condições financeiras no processo de acumulação.* Ao discutir o papel da moeda no curto e longo prazos e a complexa teia financeira que liga e afeta as decisões das empresas e instituições que as financiam numa economia monetária, Minsky demonstra que a análise da acumulação capitalista não pode prescindir da sua dimensão financeira. O autor procura superar a dualidade convencional entre sistema de produção e finanças capitalistas, mostrando a interação e a natureza inseparável dos fenômenos financeiros e da estrutura produtiva. Analisando a dimensão monetária e financeira numa economia com grandes corporações e sistema financeiro complexo e sofisticado e mostrando como as relações crédito-moeda ocupam o centro da dinâmica de acumulação e do movimento dos preços, a teoria de Minsky permite o aprofundamento da análise do sistema monetário e de crédito numa economia capitalista com acumulação intensiva, colaborando para o entendimento da constituição e do funcionamento do regime monetário e financeiro, forma institucional decisiva para a compreensão das transformações recentes do capitalismo.

— *O papel dos bancos e do sistema financeiro no financiamento do investimento.* Minsky detalha os mecanismos de funcionamento e o comportamento do sistema bancário e financeiro (sua natureza, suas fontes de lucro, sua relação com as autoridades monetárias, seus efeitos sobre as variáveis econômicas), bem como as práticas e procedimentos utilizados pelos bancos e pelo mercado financeiro para criar moeda endogenamente na economia, financiando o investimento e a estrutura de compromissos das unidades produtivas via crédito. Ao discutir a capacidade do sistema bancário em gerar crédito e atribuir maior flexibilidade e alavancagem à inversão dos capitalistas, o que permite uma acumulação em nível superior àquele viável apenas com a formação prévia de poupanças, Minsky enfatiza a contrapartida desse processo, a geração de pressões desestabilizadoras e a maior fragilidade financeira da economia, dada a disparidade provocada no horizonte de maturação de posições patrimoniais ativas e passivas de empresas e bancos. Ao mesmo tempo que são essenciais na determinação do volume de financiamento do investimento, sistemas bancários desenvolvidos e sofisticados e mercados organizados de ativos financeiros fomentam a especulação e a instabilidade, constituindo-se no epicentro das crises financeiras. Mediante a discussão do papel da atividade bancária na acumulação capitalista, Minsky lança luz sobre os mecanismos de expansão do crédito, instrumento poderoso que afeta as relações concorrenciais intercapitalistas e é decisivo no processo de centralização financeira e de capital (formação de coalizões de capital — grande empresa e grupo financeiro).

— *A dinâmica do processo de crise financeira.* Minsky descreve e analisa o comportamento das variáveis macroeconômicas e dos agentes em cada uma das fases do processo de crise financeira, chamando a atenção para a existência de barreiras que limitam ou retardam o ritmo de fragilização de uma estrutura financeira (fatores históricos, institucionais ou comportamentais). Com isso, sinaliza a possibilidade de elaboração de uma agenda de política econômica que busque identificar fontes de instabilidade para limitar o surgimento de crises ou minimizar seus efeitos ou mesmo catalisar as transformações estruturais da produção engendradas pela própria crise.

— *A neutralização das crises financeiras pela ação do governo e do banco central e a importância das instituições e das políticas econômicas para o comportamento real da economia.* A teoria da instabilidade financeira enfatiza a importância e a habilidade das instituições e convenções para mudar o comportamento da economia, bem como a necessidade de aprofundar o estudo das instituições capitalistas concretas, especialmente aquelas que são instrumentais para a política econômica. Minsky dá particular ênfase ao papel desempenhado pelo Estado e pelas autoridades monetárias

na sua relação com as estratégias privadas de acumulação e na neutralização dos efeitos depressivos das crises financeiras, pormenorizando a dinâmica e os instrumentos de atuação e destacando a importância e os efeitos das políticas fiscais e do déficit público do governo e das políticas monetárias empregadas pelo banco central (bem como o comportamento deste em face das estratégias inovadoras dos bancos privados) na sustentação da economia (estabilização de renda, lucros, preços, demanda e valor dos ativos e sustentação e alívio de liquidez).

— *Análise do custo da neutralização da crise financeira: o processo inflacionário.* Tendo por base a concepção kaleckiana de formação de preços macroeconômicos, Minsky analisa com detalhe os mecanismos que originam e estimulam a inflação, mostrando que o processo inflacionário persistente, juntamente com desemprego e baixas taxas de crescimento do produto, é uma contrapartida da ação do governo (sustentação da renda privada e da demanda) e do banco central (validação de portfólios especulativos privados, socorro a bancos e sustentação do preço dos ativos financeiros) para conter os efeitos depressivos de uma crise financeira madura, socializando as perdas e afetando a distribuição de renda na sociedade.

Completada a análise da teoria da regulação e da teoria da instabilidade financeira e identificados os principais conceitos, categorias e instrumentos teóricos e analíticos que compõem as concepções regulacionista e pós-keynesiana do funcionamento do capitalismo moderno, resta empreender o caminho de volta, resgatando aquilo que foi parcialmente subtraído às duas teorias neste capítulo teórico: uma análise histórica concreta — a das transformações observadas nas principais economias capitalistas desde a década de 1970 a partir de seu centro dinâmico e hegemônico, o capitalismo anglo-saxão —, que será desenvolvida nos capítulos seguintes. A partir da nova configuração assumida pelo regime monetário e financeiro será possível constatar que muitos dos elementos teóricos apresentados neste capítulo, sobretudo os que dizem respeito à teoria da instabilidade financeira, exigirão uma reavaliação à luz das transformações históricas, o que, longe de evidenciar um envelhecimento das duas teorias em foco, faz parte, na verdade, da sua própria lógica heurística, ou seja, a fecundação recíproca entre teoria e história.

CAPÍTULO 2

A CRISE DO FORDISMO, A EXPANSÃO DAS FINANÇAS E AS PRECONDIÇÕES PARA A GÊNESE DE UM NOVO REGIME MONETÁRIO E FINANCEIRO

As transformações que marcaram o capitalismo mundial nas últimas três décadas do século XX só podem ser compreendidas a partir do processo de esgotamento e crise do modelo de crescimento econômico vigente desde o fim da Segunda Guerra Mundial: o fordismo. Os eventos observados ao longo dos anos 1970 indicam o fim da coesão entre o regime de acumulação intensiva baseado no consumo de massa e o modo de regulação monopolista de Estado construídos no pós-guerra e que predominaram nos países da OCDE durante a chamada “Era de Ouro” do capitalismo. Os fenômenos econômicos e políticos desencadeados a partir da crise do fordismo foram responsáveis por um processo de expansão e de internacionalização das finanças que se constituiria na gênese não apenas de um novo regime monetário e financeiro, mas também de um novo binômio “regime de acumulação/modo de regulação” que se consolidaria nos anos 1980, passando a conduzir e a comandar a dinâmica capitalista de acumulação e de distribuição da renda e da riqueza no final do século XX.

Na primeira seção deste capítulo apresenta-se uma breve caracterização do fordismo, apontando seus principais elementos constitutivos, bem como as razões primárias para compreender seu esgotamento a partir da segunda metade dos anos 1960. Na seção seguinte discute-se o conjunto de fatores que, simultaneamente, desarticularam o binômio fordista e desencadearam um processo de expansão e de internacionalização das finanças que alicerçaria a construção de um novo binômio. Na terceira e última seção destacam-se os primeiros resultados do processo conjugado de desintegração do fordismo e de expansão e internacionalização das finanças nos anos 1970, processo a partir do qual germinou o novo regime monetário e financeiro, cuja configuração definitiva somente seria alcançada nos anos 1980.

2.1 O fordismo e o seu esgotamento

Os pilares do fordismo

O crescimento econômico intenso e regular experimentado pelos países industrializados durante a “Era de Ouro” do capitalismo sustentava-se sobre três pilares principais:¹

¹ Cf. Plihon, Dominique. “Descquilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 98.

1) *Um regime de acumulação intensiva baseado no consumo de massa e numa relação trabalho (salarial) fordista.* O regime de acumulação intensiva do fordismo era fundamentado em ganhos contínuos de produtividade do trabalho, responsáveis por oportunidades permanentes de valorização e de ampliação das margens de lucro. Contudo, a apropriação dos ganhos de produtividade, provenientes da organização científica do trabalho, assumiu no fordismo um padrão sem precedentes na história do capitalismo: um compromisso negociado entre capital e trabalho que permitiu a divisão dos ganhos de produtividade e uma rápida e regular evolução dos salários. Essa estreita relação entre o crescimento da produtividade e dos salários possibilitou uma articulação entre o processo de acumulação e o modo de consumo, entre as relações de produção e as mercantis.

“O fordismo é uma superação do taylorismo, porquanto designa um conjunto de importantes transformações do processo de trabalho intimamente ligadas às mudanças nas condições de existência do trabalho assalariado que originam a formação de uma norma social de consumo e tendem a institucionalizar a luta econômica de classes na negociação coletiva.”²

A partir da relação trabalho fordista foi possível unificar e universalizar o trabalho assalariado (organizado, regular e sob regimes e contratos de trabalho negociados e regulamentados), com redução permanente do custo social de reprodução da força de trabalho (aumento da produtividade), bem como gerar um crescimento sustentado dos setores produtivos (bens de produção e bens de consumo), mutuamente alimentados. Se por um lado havia aumento da produtividade do trabalho, por outro os trabalhadores recebiam parte desse ganho de produtividade mediante novas modalidades de salários diretos e indiretos, criando assim uma nova norma social de consumo, em que a reprodução do trabalhador passava pela produção e pelo consumo em massa de mercadorias. Esse regime de crescimento intensivo, baseado na relação trabalho fordista, foi simultaneamente acompanhado pela concentração e centralização do capital e da propriedade na indústria (“grande empresa”) e no setor financeiro

² Aglietta, Michel. *Regulación y crisis del capitalismo*. México: Siglo Veintiuno, 1979, p. 93. Uma reflexão interessante sobre o fordismo e a visão fordista de mundo (o “paradigma fordista”) pode ser encontrada em: Harvey, David. *Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 1989, cap. 8; Lipietz, Alain. *Audácia – uma alternativa para o século 21*. São Paulo: Nobel, 1991, cap. 1. Ver também o item “Regulação e o novo regime de acumulação” na seção 1.1 da Parte 1. Quanto ao taylorismo, trata-se, segundo Lipietz, de um modo revolucionário de organização do trabalho, generalizado nos anos 1920, que se apresenta como um “movimento de racionalização da produção, fundada numa separação cada vez mais nítida entre os ‘idealizadores e organizadores’ da produção (os engenheiros e técnicos do departamento de organização e métodos) e os ‘executantes’: os trabalhadores manuais, operários não-qualificados, nas tarefas repetitivas” (p. 29).

(“grupo financeiro”), de forma a tornar o capital constante³ cada vez mais importante no processo de produção.

2) *Políticas estatais keynesianas de estímulo à demanda agregada e de promoção do bem-estar social (Welfare State)*. As políticas macroeconômicas dos países da OCDE durante a vigência do regime fordista foram marcadas pelo ativismo fiscal, pelo estímulo ao crescimento do comércio internacional e pela elevação dos gastos públicos no sentido de impulsionar a oferta, assegurar uma expansão regular da demanda direcionada às empresas (garantindo as economias de escala buscadas na produção em massa do fordismo), permitir o pleno emprego de recursos e garantir os compromissos do Estado com os programas de seguridade social. As políticas públicas norteadas pelos objetivos keynesianos de manutenção da demanda e de estabilização macroeconômica, aliadas a fatores de oferta particularmente favoráveis⁴ e a amplas reservas de possibilidades de crescimento abertas no pós-guerra, garantiram uma fase de expansão material com velocidade e magnitude sem precedentes na história da acumulação capitalista.

3) *Sistema monetário baseado na moeda de crédito e sistemas financeiros administrados*. Com o fim do padrão ouro no início da década de 1930 e a liberação da moeda do limite imposto pela paridade com o ouro (“desmaterialização” da moeda), o sistema monetário tornou-se mais flexível, baseado na moeda de crédito. A emissão monetária, quer emanasse do Estado, sob a forma de papel-moeda ou moedas, quer dos bancos privados, que criavam dinheiro novo nas operações de empréstimo — cujo curso legal era sancionado pela moeda fiduciária emitida pelo banco central, garantida pelas reservas bancárias (parcela dos depósitos bancários) —, passou a estar ligada diretamente à extensão do crédito no sistema bancário. Essa vinculação entre a criação monetária e a extensão do crédito na economia transformou a moeda em capital de empréstimo, assegurando uma oferta elástica de moeda aos agentes econômicos e entranhando a política monetária na política de financiamento da atividade econômica. O regime de moeda de crédito do pós-guerra, administrado pelas autoridades monetárias do Estado, que exerciam controle sobre a criação de crédito, permitiu o surgimento de um sistema bancário capaz de financiar continuamente os gastos dos

³ Capital constante, ou trabalho morto, corresponde, na teoria marxista, ao valor incorporado nos meios de produção utilizados — máquinas, equipamentos, matérias-primas —, fruto de trabalhos passados, e transferido ao produto no processo de produção.

⁴ Cf. Maddison, Angus. *Dynamic forces in capitalist development: a long-run comparative view*. Oxford University Press, 1991, cap. 6.

tomadores de empréstimos — empréstimos sustentados e monetizados pelas autoridades monetárias por meio de injeções automáticas de liquidez.⁵

A estrutura reguladora da moeda e do sistema bancário (e, portanto, do crédito) implantada pela nação capitalista hegemônica (Estados Unidos) a partir dos anos 1930 — em que coexistiam sistemas monetários e financeiros compartimentados, com predominância de um sistema de finanças administradas —, as modalidades de compromisso hierárquico estabelecidas na Conferência de Bretton Woods (1944) — que organizou o sistema monetário internacional a partir de um regime de câmbio relativamente fixo, centrado no dólar (padrão dólar-ouro) — e o regime de moeda de crédito viabilizaram o financiamento da acumulação do capital por endividamento bancário, a taxas de juros baixas e sob controle das autoridades monetárias, bem como uma ampliação do comércio internacional e uma internacionalização financeira limitada.

Sustentado por esses três pilares — que combinavam as principais formas institucionais que compunham e articulavam o regime de acumulação e o modo de regulação vigentes no pós-guerra —, o fordismo garantiu uma supremacia do movimento criador, com expansão substantiva do capital produtivo — alavancado por um modelo de finanças que estimulava o desenvolvimento do capital industrial —, reinversão do capital excedente na produção e no comércio de mercadorias, pleno emprego garantido por elevados níveis de demanda, crescimento econômico acelerado e distribuição de parte da renda gerada por esse crescimento em favor dos assalariados.

“Esse quadro institucional contribuiu para criar um contexto econômico e social de grande estabilidade, particularmente favorável à acumulação do capital industrial e ao crescimento da produção. O aumento da demanda direcionada às empresas era assegurado pelas políticas públicas de estabilização conjuntural e, sobretudo, pelo aumento do poder de compra dos salários, decorrentes da indexação dos mesmos aos ganhos de produtividade e aos preços. Enfim, a fixação administrativa das taxas de juros garantia às empresas um custo baixo e estável do capital. Os agentes privados estavam fortemente endividados junto ao sistema bancário. Em contrapartida, os déficits e as dívidas públicas situavam-se em níveis moderados.”⁶

Convém agora detalhar o regime monetário e financeiro do fordismo esboçado acima (o “terceiro pilar”), uma vez que sua transformação ao longo dos anos 1970, com o fim dos sistemas financeiros administrados e a expansão das finanças, acabou se refletindo de forma decisiva nas demais formas institucionais, destruindo a relação trabalho fordista e renunciando o fim das políticas estatais keynesianas.

⁵ Cf. Guttman, Robert. “As mutações do capital financeiro”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 64-65.

⁶ Plihon, op. cit., p. 98.

O regime monetário e financeiro do fordismo

O regime monetário e financeiro do fordismo, desenhado e instaurado no pós-guerra, recebeu, na sua constituição, a influência decisiva da nação hegemônica, os Estados Unidos. Embora cada forma institucional adquira características próprias em cada formação histórica nacional, podendo variar substancialmente de um país para o outro, foi o regime monetário e financeiro moldado pelos Estados Unidos aquele que predominou e comandou a lógica fordista, exportada para as principais nações capitalistas industrializadas. Cinco características principais definem o regime monetário e financeiro americano na “Era de Ouro” do capitalismo:

a) *Sistema monetário baseado na moeda de crédito*. Conforme já destacado, o regime de acumulação intensiva do fordismo consolidou uma nova forma institucional, engendrada a partir do fim do padrão ouro, que foi decisiva para a sua própria coesão. Trata-se de uma modalidade de sistema monetário que expulsa o dinheiro metálico do espaço econômico nacional (“desmaterialização” da moeda do padrão ouro) e que se baseia na emissão de dinheiro central de curso forçado — a moeda fiduciária. Nesse sistema, Estado e banco central assumem papel fundamental:

“O curso forçado é uma prática coercitiva do Estado, que impõe a aceitação social, sem restrições, de signos monetários emitidos pelo banco central. O dinheiro do banco central substitui a forma mercantil do equivalente geral no espaço econômico nacional. O mercado monetário nacional deixa de ser o local de validação dos signos monetários privados em relação a uma mercadoria universal. Converte-se no local de unificação de todo o dinheiro bancário por meio do dinheiro central. Esta unificação constitui o *dinheiro nacional*.”⁷

Esse sistema monetário, que unifica o dinheiro bancário num dinheiro nacional de curso forçado, permitiu a transformação da moeda numa relação de crédito, estabelecendo uma vinculação estreita entre a emissão monetária e a extensão do crédito na economia por meio do sistema bancário. Contudo, ao mesmo tempo que garantiu o financiamento da atividade produtiva por meio da validação da moeda bancária criada nas operações de empréstimo (monetização das dívidas), a gestão da moeda de crédito pelas autoridades monetárias do Estado no regime fordista permitiu, graças a um conjunto complexo de regulamentações e de sistemas instituídos e administrados pelo Estado, um equilíbrio entre as duas características contraditórias da moeda, como bem público (instituição que proporciona importantes vantagens sociais) e como mercadoria privada (emitida pelos bancos e sujeita aos seus objetivos de lucro).

⁷ Aglicta, op. cit., p. 300.

“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 bancos centrais, como o Federal Reserve (FED) dos Estados Unidos, podiam interferir na oferta de moeda, seja diretamente, alterando a quantidade de moeda em circulação, ou indiretamente, regulando as atividades de criação monetária dos bancos comerciais. O novo sistema monetário, ao mesmo tempo que elevou a moeda privada dos bancos a uma posição central, também contrabalançou a natureza inerentemente instável da geração de moeda, impulsionada pelo lucro dos bancos comerciais, ao instituir um conjunto de regulamentações complexas, que os distinguiu de outros intermediários financeiros. [...] 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 as taxas de juros, de um modo geral, garantindo aos bancos, ao mesmo tempo, uma margem de lucro entre a remuneração dos depósitos e as taxas de empréstimos. Quando os bancos se viam ameaçados de insolvência, o governo acionava vários mecanismos de empréstimo de última instância, impedindo que os incidentes financeiros se propagassem a ponto de perturbar seriamente a atividade econômica.”⁸

Dessa forma, o Estado, por intermédio da autoridade monetária, administrava a criação e regulava o nível de liquidez da economia mediante sua atuação sobre o sistema bancário, controlando o nível de reservas bancárias com a fixação de reservas compulsórias, de operações de redesconto e de compra e venda de títulos públicos (*open market*). O banco central, graças a seu poder monopólico de emissão do dinheiro central, criava uma oferta exógena de dinheiro de curso forçado e era capaz de interferir, por meio de uma política monetária baseada no controle das reservas bancárias e na fixação da taxa de juro de referência para o mercado, na oferta endógena de moeda gerada pelo sistema bancário em suas operações de crédito.⁹ Com base nessa capacidade de gerir e regular a liquidez geral que movimenta as circulações industrial e financeira, o Estado logrou controlar a criação de crédito e subordinar o capital de empréstimo adiantado pelas instituições financeiras às necessidades do investimento industrial. Assim, ao assegurar com suas regulamentações um equilíbrio entre as duas características intrinsecamente contraditórias da moeda, dentro de um sistema monetário baseado na moeda de crédito, o Estado garantiu uma relação harmônica e sinérgica entre o capital industrial e o capital financeiro, instituindo um

⁸ Guttman, op. cit., pp. 64-65.

⁹ Cf. Braga, José Carlos de S. “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Frcitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapcsp, 1998, p. 165.

padrão de finanças industrializantes¹⁰ que possibilitou um longo período de expansão material para as economias industrializadas ocidentais.

b) *Regulamentação institucional do sistema financeiro*. O controle da liquidez e sobre as instituições bancárias pela autoridade monetária (controle do sistema de moeda de crédito) só foi possível, contudo, graças à regulamentação institucional do sistema financeiro, em especial no caso norte-americano. A estrutura institucional do sistema financeiro nos Estados Unidos foi construída nos anos 1930, sob a influência da Grande Depressão de 1929, e fundou-se em três princípios: restrições à concorrência entre as instituições financeiras, o que conduziu a uma estrutura segmentada, especializada e geograficamente compartimentada (as taxas de juros eram limitadas por um teto estabelecido pelo FED, os bancos eram regionais, as instituições não podiam se organizar em torno de conglomerados financeiros e não podia haver interpenetração entre os patrimônios de bancos e de indústrias); sistema de proteção e regulamentação estatal, com a introdução do seguro-depósito (que restaurou a confiança no mercado financeiro após as corridas bancárias observadas no início dos anos 1930) e a expansão do papel da autoridade monetária na regulamentação e na supervisão das instituições financeiras (regulação das reservas bancárias e dos depósitos compulsórios e coordenação das operações com títulos públicos no *open market*); e a transparência na gestão dos negócios para reduzir a atividade especulativa, com a obrigatoriedade de registro de todos os valores mobiliários negociados em bolsas de valores e de divulgação periódica, pelas emitentes, de informações sobre suas situações financeiras e variações patrimoniais (informações sobre as condições financeiras das corporações e dos agentes financeiros deveriam ser de domínio público).¹¹

A estrutura institucional e regulatória criada a partir do *Glass-Steagall Act*, de 1933, e do *Securities Exchange Act*, de 1934 (governo Roosevelt), singularizou e

¹⁰ Segundo Braga, compreende-se por finanças industrializantes “a sinergia, orgânica e dinâmica, entre os sistemas financeiro e industrial. Significa a compatibilização de duas dimensões inseparáveis da riqueza capitalista: a que decorre do lucro oriundo das imobilizações de capital produtivo; e a que se realiza pela capitalização financeira, materializada nos ganhos em ativos financeiros que possibilitam liquidez e mobilidade de capital. A existência desse tipo de finanças supõe a interdependência entre o sistema financeiro-monetário — formado por bancos, empresas financeiras e banco central — e o sistema industrial, de tal sorte que um sistema não pode sobreviver sem o outro” (ibidem, p. 149). Contudo, o grau dessa interdependência entre os sistemas industrial e financeiro varia muito de um país para outro. No caso americano entende-se que “o conjunto de regulamentações imposto ao sistema financeiro — inclusive os tetos de juro — permitiu que este cumprisse as funções de finanças industrializantes, mesmo inexistindo articulações mais sólidas entre bancos e indústrias” (p. 150).

¹¹ Cf. Cintra, Marcos Antonio M. “A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos”. In: Cintra e Freitas (orgs.), op. cit., pp. 178-180. Este trabalho detalha a construção do arcabouço institucional do sistema financeiro erigido nos Estados Unidos na década de 1930.

diferenciou o sistema financeiro dos Estados Unidos em relação ao das principais economias industriais da OCDE. Contudo, embora os formatos institucionais dos sistemas financeiros e as regulamentações variassem muito de país para país, apresentando diferenças substanciais em relação ao modelo compartimentado americano,¹² é certo que predominava no fordismo uma intermediação centrada nas instituições bancárias (economia de endividamento, com hegemonia dos bancos no sistema financeiro), sob regulamentação, controle e fiscalização da autoridade monetária, num regime de finanças administradas pelo Estado bastante funcional para a acumulação produtiva. A maior parte dos contratos e das operações financeiras era intermediada pelo sistema bancário,¹³ o que facilitava uma condução eficiente da política monetária, uma vez que a administração das reservas pelo banco central, por meio de recolhimentos compulsórios e da fixação do custo financeiro das operações de redesconto,¹⁴ era um instrumento poderoso para controlar e dimensionar a expansão da liquidez primária da economia, permitindo à autoridade monetária contrair ou expandir a oferta de crédito com a elevação ou a redução da taxa de juro básica. A política monetária no período fordista, operacionalizada mediante instrumentos de controle das reservas bancárias, num contexto econômico em que a intermediação estava centrada no sistema bancário, era diretamente articulada à política de crédito (expansionista durante todo o período da “Era de Ouro”), e estimulou a multiplicação dos ativos dos bancos comerciais, principal grupo credor e financiador da atividade econômica.

c) *Controle sobre as taxas de juros, com fixação de tetos pelas autoridades monetárias.* O controle dos juros e a manutenção de suas taxas em níveis baixos e estáveis faziam parte da lógica da gestão da moeda de crédito pelo Estado no fordismo, a qual objetivava articular as políticas monetária e de crédito a fim de estimular o financiamento da atividade produtiva e da acumulação industrial. O quadro regulatório vigente no fordismo, em que a autoridade monetária administrava a fixação de tetos para as taxas de juros sobre depósitos captados a prazo e para empréstimos concedidos pelos bancos (a *Regulation Q*, instituída nos Estados Unidos em 1958, limitava a remuneração dos juros dos depósitos a prazo colocados nos bancos e a proibia para os depósitos à vista), restringindo a concorrência entre as instituições bancárias, favorecia o endividamento para o investimento na atividade produtiva.

¹² Um estudo comparado detalhado do formato institucional do sistema monetário e financeiro de onze países (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, Coreia do Sul, Formosa, México, Chile e Argentina) pode ser encontrado em Cintra e Freitas (orgs.), op. cit., Parte 1. Os casos americano, alemão e japonês são aprofundados na Parte 2 do mesmo trabalho.

¹³ No caso americano, as instituições financeiras não-bancárias ficavam restritas a parcelas específicas do mercado de crédito e à colocação de ações e títulos de longo prazo no mercado de capitais.

¹⁴ E também, sobretudo no caso americano, das operações com títulos públicos no *open market*.

Contudo, se a política monetária de fixação de tetos para os juros beneficiava os devedores, também é verdade que simultaneamente favorecia a expansão dos ativos das instituições bancárias (principais credores), as quais contavam com elevados níveis de liquidez para ampliar suas operações. Num contexto de rápido crescimento econômico, expansão da liquidez e risco de crédito reduzido — uma vez que os lucros obtidos pelos tomadores de recursos na atividade produtiva cobriam plenamente os compromissos com as dívidas assumidas junto aos bancos —, a rentabilidade do sistema bancário também estava garantida, o que era fundamental para a manutenção das taxas de juros em níveis baixos e estáveis. Essa regulação monetária e financeira, ancorada na estabilidade e limitação dos juros e na rentabilidade do sistema bancário, contribuiu decisivamente para o longo período de crescimento econômico do pós-guerra.

d) *Baixa inflação*. Num regime em que as taxas de juros são mantidas em níveis reduzidos pela autoridade monetária, é necessário que a inflação seja igualmente baixa para garantir a rentabilidade do sistema bancário e a funcionalidade deste para a acumulação produtiva. A particular configuração das demais formas institucionais que compunham o fordismo (relação trabalho com distribuição de parte dos ganhos de produtividade para os assalariados e ambiente predominantemente moderado nas negociações salariais; relação concorrencial intercapitalista pautada pelo relacionamento sinérgico entre o capital produtivo e o capital monetário e financeiro e por expectativas não ajustadas à inflação contínua; organização do Estado voltada para a implementação de políticas públicas keynesianas de manutenção da demanda e de estabilização macroeconômica; e regime internacional ancorado num sistema de taxas de câmbio fixas, com remoção gradativa das barreiras comerciais e com forte influência internacional da taxa de inflação do país com moeda chave, os Estados Unidos), aliada a fatores de oferta conjunturalmente favoráveis¹⁵ (sobretudo a estabilidade de preços das *commodities* mais relevantes para o modelo fordista de acumulação e a oferta elástica de trabalho), garantia a manutenção de níveis reduzidos de inflação nas principais economias industrializadas ocidentais no período compreendido entre o fim da Segunda Guerra e meados dos anos 1960, ainda que num contexto de forte crescimento econômico e níveis elevados de demanda.

e) *Padrão dólar-ouro, taxas de câmbio fixas e controle do movimento de capitais*. O fim do padrão ouro nos anos 1930 e a conseqüente “desmaterialização” da moeda, isto é, a liberação da moeda do limite imposto pela paridade com o ouro, provocaram uma série de desordens monetárias no período entre-guerras, dada a

¹⁵ Ver Maddison, op. cit., cap. 6.

especulação resultante da ausência de um padrão supranacional de referência para as grandes moedas capitalistas. A reorganização do sistema monetário internacional ocorreria na conferência de Bretton Woods, na qual, dada a supremacia industrial, comercial, financeira e militar dos Estados Unidos sobre as demais nações do bloco capitalista no final da Segunda Guerra, num contexto de início da Guerra Fria, impôs-se o projeto norte-americano de organização monetária hierárquica em torno do dólar.

“A memória das desordens monetárias do período entre-guerras, com a participação do *hot money* da especulação, ainda estava viva em 1944, quando da conferência de Bretton Woods. Essa conferência, dominada pelos Estados Unidos, organizou um regime de câmbio relativamente fixo, no centro do qual estava o dólar, ao mesmo tempo unidade contábil e padrão monetário, com uma paridade-ouro fixa em 35 dólares a onça. Uma das regras do jogo permitia que os Estados-membros controlassem os movimentos de capitais, a fim de proteger a estabilidade do câmbio de suas moedas. O regime de Bretton Woods conciliava um princípio de regulação monetária internacional com as políticas monetárias nacionais.”¹⁶

O padrão dólar, o regime de câmbio fixo e o sistema monetário internacional desenhados em Bretton Woods e vigentes por mais de duas décadas no mundo capitalista, sob supervisão de instituições como o FMI e o Bird, garantiram um ambiente de pouca incerteza às decisões de investimento durante a “Era de Ouro”, permitindo uma retomada do comércio internacional e, simultaneamente, dados os controles sobre o movimento de capitais, uma internacionalização financeira limitada. A solução de compromisso celebrada em Bretton Woods e a política externa americana no pós-guerra, norteadas pelos interesses estratégicos da Guerra Fria, permitiram a difusão da lógica fordista pelas demais economias capitalistas desenvolvidas.

“Nos anos do pós-guerra, os Estados Unidos incorreram em déficits globais em sua balança de pagamentos, pois seus déficits da conta de capital excediam o seu superávit comercial, e na balança de transações correntes (que no imediato pós-guerra são bastante elevados, mas vão se reduzindo progressivamente). Os déficits na conta de capital se devem à grande ajuda externa (econômica e militar) americana aos países estratégicos, em particular à Alemanha e ao Japão e posteriormente à Coreia e Formosa, e à substancial saída de investimento direto dos EUA nos anos 50 e 60. Circunstâncias especiais como a abertura unilateral do mercado americano; a manutenção de taxas de câmbio desvalorizadas, favoráveis à competitividade dos aliados dentro do sistema de Bretton Woods; tolerância com políticas de proteção tarifária e não-tarifária; missões de ajuda técnica e o forte estímulo à expansão das multinacionais americanas, ajudaram a aliviar a restrição externa nesses países. Isto permitiu aos países europeus e ao Japão, rapidamente, a adoção de um regime de conversibilidade ao dólar e viabilizou uma onda de supostos ‘milagres’ nacionais de reconstrução e/ou crescimento econômico. Devido à forma como o sistema ouro-dólar

¹⁶ Brunhoff, Suzanne. “A instabilidade financeira internacional”. In: Chcsnais (org.), op. cit., p. 49.

estava sendo administrado, o keynesianismo expansivo, voltado à obtenção de pleno emprego na economia americana, pôde se generalizar aos demais países capitalistas mais desenvolvidos.”¹⁷

A afirmação do dólar como moeda internacional e a construção do regime monetário e financeiro e das demais formas institucionais do fordismo a partir dos Estados Unidos — um binômio “regime de acumulação/modo de regulação” fundamentado na solidariedade entre finanças e acumulação produtiva, mercado de consumo de massas e políticas estatais keynesianas de estímulo ao investimento e à demanda agregada — transformaram a economia americana num paradigma de produtivismo,¹⁸ consolidando a hegemonia dos Estados Unidos como potência industrial e financeira no contexto do capitalismo mundial. A partir de meados dos anos 1960, contudo, o modo de regulação que possibilitara um crescimento vigoroso e estável da economia mundial desde o final da Segunda Guerra passou a esbarrar em suas próprias contradições e a ter suas formas institucionais endogenamente questionadas — pelo próprio crescimento econômico alcançado e pelo próprio comportamento dos principais atores envolvidos no processo de acumulação —, numa longa transição de quinze anos que esgotaria e desmantelaria o regime fordista e produziria as bases para a reorganização do capitalismo em torno de um novo regime de acumulação e de um novo modo de regulação.

O esgotamento do fordismo

O regime de acumulação intensiva do fordismo, que tão bem permitiu o aproveitamento das possibilidades de crescimento abertas no pós-guerra, passou a dar sinais de que havia atingido os limites das condições sociais, técnicas e econômicas de organização da produção já a partir de meados dos anos 1960. Segundo Aglietta, um regime de acumulação fundamentado em ganhos contínuos de produtividade do trabalho, responsáveis por oportunidades permanentes de valorização e ampliação das margens de lucro, começa a entrar em crise quando se observa um arrefecimento dessa produtividade. Sob padrões rígidos de demanda social, uma crise de produtividade provoca a redução do lucro global e dificuldades de centralizar capitais monetários para novos investimentos. O resultado é uma sobreacumulação de capital, traduzida

¹⁷ Medeiros, Carlos A. e Serrano, Franklin. “Padrões monetários internacionais e crescimento”. In: Fiori, José Luís (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999, pp. 132-133.

¹⁸ Cf. Braga, op. cit., p. 151.

por um conflito entre a valorização do trabalho passado e a criação de novas forças produtivas.

“A massa inerte de trabalho passado que deve ser valorizada impede a conquista de novos domínios de valorização por meio da evolução da divisão do trabalho. Este é o significado profundo da sobreacumulação do capital. Ela nos diz que o tempo próprio da relação de produção capitalista, ligado à recuperação do capital investido, entra violentamente em conflito com o tempo de trabalho vivo da sociedade, criador das novas condições do futuro.”¹⁹

A maturação do fordismo tornou visíveis as suas contradições, e o dinamismo da demanda, sustentado pelas diversas formas institucionais que constituíam o modo de regulação fordista, cedeu lugar a problemas estruturais de rentabilidade e ao aumento das dificuldades de acumulação. A desaceleração da expansão da produtividade industrial e a queda acentuada e repentina da rentabilidade das empresas norte-americanas na segunda metade da década de 1960 conduziram a um processo de estagnação dos salários e dos lucros, levando à crise estrutural do fordismo nos anos 1970.²⁰ A redução da rentabilidade e dos lucros das empresas a partir do estancamento do processo de expansão da produtividade industrial (fenômenos endógenos ao processo de acumulação capitalista, após uma fase de crescimento intenso) está na origem do esgotamento do fordismo, mas a evolução do processo de desarticulação do binômio fordista foi marcada, evidentemente, pelas contradições da particular configuração de cada uma de suas formas institucionais e pela reação e prática dos agentes em face da desaceleração do crescimento econômico.

É na dinâmica da forma institucional regime monetário e financeiro, em particular nas relações do sistema de crédito com o movimento de expansão, de mudança e de contração da produção e do investimento, que parece estar uma das chaves para a compreensão dos desdobramentos que conduziram à crise estrutural do fordismo. O papel do sistema de crédito no desenvolvimento das crises decorrentes das contradições originadas na esfera da produção e da distribuição — cuja importância já era enfatizada por Marx numa fase do capitalismo em que a moeda se encontrava limitada pela paridade com o ouro — torna-se decisivo num regime de moeda de crédito. O conflito entre as duas dimensões do tempo na relação de produção

¹⁹ Aglietta, op. cit., p. 329.

²⁰ O crescimento do PIB do conjunto dos países da OCDE passou de uma taxa média anual de 5,1% no período 1960-68 para 2,6% entre 1973 e 1979 (de 4,4% para 2,4% nos Estados Unidos; de 4,1% para 2,3% na Alemanha; de 3,1% para 1,5% na Grã-Bretanha; de 5,4% para 3,1% na França; e de 10,4% para 3,6% no Japão). Já a expansão da produtividade média do trabalho (PIB por trabalhador) sofreu um retrocesso ainda mais agudo, caindo de 4,1% para 1,5% no conjunto dos países da OCDE nos mesmos períodos. Ver Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madrid: Síntesis, 1998, p. 19.

capitalista, apontado por Aglietta, com crescentes dificuldades de valorização do capital investido na produção, acaba se expressando no mercado de crédito, sob a forma de desestabilização dos mercados financeiros. Segundo Chesnais, haveria uma interação de mão dupla entre a esfera financeira e a esfera de criação do valor. Os abalos financeiros, com seus efeitos sobre o sistema de crédito, não seriam estranhos à tendência de desaceleração da produção e do investimento, ao passo que, no sentido inverso, a atonia de crescimento constituiria um contexto propício à multiplicação dos abalos financeiros.²¹

Segundo a teoria desenvolvida por Minsky,²² é nos períodos de expansão econômica que os agentes adquirem confiança, antecipando um crescimento regular que, de fato, se confirma, reduzindo a incerteza e estimulando as empresas a se endividar cada vez mais junto ao sistema bancário para ampliar seus planos de investimento e explorar as oportunidades de lucro abertas pelo crescimento econômico. O sistema bancário, por seu turno, responde à demanda crescente de financiamento por parte das empresas expandindo a oferta de crédito mediante inovações financeiras (criação de moeda). O entusiasmo exagerado conduz à formação de estruturas de endividamento frágeis e arriscadas no relacionamento entre empresas e bancos. Quando o ritmo dos ganhos de produtividade diminui e há uma queda da rentabilidade dos investimentos, a redução dos lucros revela a incapacidade empresarial e privada de seguir quitando plenamente seus compromissos e dívidas, evidenciando a vulnerabilidade das estruturas financeiras construídas na fase de euforia do ciclo expansivo.

A reação das empresas diante desse quadro de queda da rentabilidade e de endividamento, sobretudo num contexto em que o intenso processo de concentração e centralização do capital industrial gerou uma estrutura produtiva dominada por oligopólios, é a elevação dos preços (tentativa de recuperar as margens de lucro) e o aumento do endividamento para refinar suas dívidas, procedimentos que acentuam os desequilíbrios da economia (aumento da inflação e fragilidade financeira das empresas). O sistema bancário atende inicialmente à demanda aumentada de créditos por meio de mais inovações financeiras, que procuram ampliar a oferta de recursos para financiar o endividamento. Contudo, à medida que a inflação aumenta e a rentabilidade de uma grande parcela das empresas — sobretudo as de menor porte ou aquelas inseridas em segmentos menos oligopolizados — não cobre o serviço das

²¹ Chesnais, François. "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica". In: Chesnais (org.), op. cit., p. 253.

²² Ver Capítulo 1.

dívidas, elevando as necessidades de financiamento, há uma redução da rentabilidade dos bancos e as taxas de juros passam a ser pressionadas, aumentando a instabilidade financeira. No caso de uma economia como a norte-americana, em que os juros bancários eram limitados por tetos fixados pela autoridade monetária, a elevação das taxas de juros da economia provoca desintermediação financeira (ou seja, a transferência de recursos das instituições de depósitos — os bancos — para os mercados monetários — empresas e instituições financeiras não-bancárias —, que desenvolveram novos instrumentos de captação e ofereciam taxas maiores por não estarem sujeitos aos controles institucionais da autoridade monetária) e perdas reais para o sistema bancário, que contrai suas operações de crédito e passa a ter seus balanços afetados pela inadimplência das empresas, enfrentando dificuldades financeiras e instabilidade crescentes. A alta dos juros põe em dificuldades as empresas mais endividadas, que reduzem seus investimentos, demitem e levam a economia para a recessão. A acentuação dos desequilíbrios econômicos, decorrentes das dificuldades de acumulação interna e do mecanismo endógeno de endividamento empresarial e de ampliação do crédito pelos bancos (formação de estruturas de endividamento frágeis e instáveis), conduz a um cenário de crise financeira potencial, com conseqüente deflação de dívidas e possibilidade de profundos abalos sobre a esfera da produção.

A recessão internacional de 1974-75 — e, em certa medida, até mesmo a curta recessão norte-americana de 1966²³ — só não evoluiu para um quadro de crise financeira clássica, com falência em cadeia das instituições bancárias, destruição do sistema de crédito, deflação brutal de dívidas e depressão econômica, como nos tempos do padrão ouro, em razão da configuração do regime monetário e financeiro fordista (do sistema monetário baseado na moeda de crédito, em particular) e, sobretudo, da intervenção do Estado fordista, que elevou seus gastos para tentar sustentar o nível de demanda agregada e atuou como prestador de última instância, por intermédio da autoridade monetária. A crise financeira brutal e a depressão econômica foram substituídas por um processo estagflacionário, que distribuía no tempo, de forma lenta, a desvalorização de dívidas imposta pelas estruturas de endividamento frágeis e instáveis da economia, e que perenizava a estagnação do

²³ Segundo Chesnais, Guttman faz uma distinção entre *instabilidade financeira*, gerada pelos ciclos econômicos, que é uma componente do ajustamento recessivo a situações de superprodução, e *fragilidade financeira*, decorrente da gradativa acumulação de desequilíbrios estruturais no sistema de crédito, que é parte da dinâmica dos ciclos longos da economia capitalista (Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 254). Com base nessa distinção pode-se afirmar que a recessão americana de 1966 é um caso típico de instabilidade financeira, ao passo que a recessão internacional de 1974-75 se constitui num exemplo de fragilidade financeira.

produto agregado e da acumulação, produzindo instabilidade e incerteza econômica e política. Guttmann sintetiza o quadro econômico derivado a partir do esgotamento do fordismo:

“Embora a crise estrutural que veio depois tivesse origem na deterioração das condições de acumulação do setor industrial, sua evolução assumiu a forma de sucessivas fases de intensa instabilidade financeira, permitindo constatar o efeito cumulativo de dois mecanismos principais de desestabilização.

- A estagnação dos salários e dos lucros estimulou os produtores e os consumidores a compensarem, recorrendo mais a empréstimos, o que faltava em termos de rendimentos. Os próprios bancos norte-americanos foram responsáveis pelo aumento do financiamento por endividamento, ao criarem, no começo da década de 1960, vários instrumentos monetários de curto prazo (por exemplo, fundos comerciais, contratos de venda, certificados de depósito negociáveis, eurodólares), a fim de aumentar sua capacidade de concessão de crédito, para além do nível obrigatório dos depósitos, controlado pelo Estado. Mas a crescente dependência dos industriais e dos consumidores em relação ao refinanciamento das dívidas, num período de queda dos rendimentos, necessariamente tinha de pesar nos balanços dos bancos, acarretando problemas no serviço da dívida.

- Na década de 1970, verificaram-se, sucessivamente, um acelerado aumento da inflação e, ao mesmo tempo, um aumento do desemprego. A principal causa dessa *estagnação*, que representa uma forma mais moderada e mais lenta de crise, talvez tenha sido o importante papel do governo na economia, em particular seu déficit orçamentário e seu papel de última instância de empréstimo, dois aspectos ligados, evidentemente, à moeda de crédito. De modo geral, como demonstrou Brunhoff, a contínua criação monetária, sob forma de empréstimos bancários, proporcionou a ‘socialização’ dos prejuízos privados e dos riscos, jogando o peso destes sobre todos os que utilizam a moeda nacional. De resto, esse ‘tampão’ monetário simplificou os brutais ajustes deflacionários das dívidas, evitando a maciça destruição de capital, aspecto marcante das depressões econômicas anteriores, mas ao preço de uma depreciação mais gradativa do valor da moeda. Por outro lado, embora impedindo uma depressão, esse processo inflacionário deu origem a conflitos na relação entre o capital industrial e o capital financeiro, acabando por destruir o regime de moeda de crédito do pós-guerra.”²⁴

A solução dada pelo Estado fordista, em especial pelo Estado norte-americano, para neutralizar e debelar a crise financeira que se prenunciava com o esgotamento do regime de acumulação fordista procurou evitar danos maiores aos capitais produtivo e financeiro, mas alterou profundamente a lógica de atuação dos agentes econômicos, que passaram a buscar uma compensação das perdas decorrentes da redução da rentabilidade da atividade econômica produtiva com ganhos financeiros, colocando em xeque o regime de finanças administradas e industrializantes até então vigente.²⁵ Os

²⁴ Guttmann, op. cit., pp. 66-67.

²⁵ Segundo Braga (op. cit., p. 151), a partir do final dos anos 1960 “começou a desenvolver-se uma longa transição no espaço nacional americano que, na condição de potência industrial e financeira e de país hegemônico nas relações internacionais, levou o mundo todo a um processo de transformações de grande convergadura. O seu sistema de finanças industrializantes vai sendo colocado em xeque pela

mesmos fatores que desmantelaram o modo de regulação fordista na década de 1970 foram responsáveis pelo desencadeamento simultâneo de um processo de expansão e de internacionalização das finanças, com reconstituição gradativa de uma massa de capitais procurando valorizar-se de forma financeira.

2.2 A crise do fordismo e os fatores desencadeantes do processo de expansão e internacionalização das finanças

A crise econômica mundial que começou a ser gestada na segunda metade da década de 1960 — a partir da gradativa acumulação de desequilíbrios estruturais decorrentes das crescentes dificuldades de valorização do capital investido na produção e do mecanismo endógeno de formação de estruturas de endividamento frágeis e instáveis na relação entre empresas e bancos —, e que se materializou definitivamente na primeira metade dos anos 1970 — provocando uma recessão na qual os principais países desenvolvidos perderiam mais da metade da capacidade de crescimento —, produziu uma série de mudanças institucionais decisivas para o futuro da acumulação capitalista, com a desestruturação do fordismo como modelo de desenvolvimento. Mais do que a desintegração do regime monetário e financeiro fordista, a crise do modelo de acumulação da “Era de Ouro” do capitalismo representou a ruptura dos mecanismos redistributivos e de consenso social e a decomposição do marco de relações econômicas internacionais até então vigente, com mudanças substanciais no modo de gestão da riqueza e na natureza das intervenções do Estado por meio das políticas macroeconômicas. Todas as formas institucionais foram, em maior ou menor grau, afetadas, mas a derrocada do regime monetário e financeiro é aquela que melhor caracteriza a crise estrutural²⁶ do modo de regulação fordista, constituindo a chave para a compreensão das transformações operadas na relação trabalho, no modo de concorrência intercapitalista, na atuação do Estado e nas relações internacionais entre as nações capitalistas.

Os principais fatores responsáveis pela crise final do fordismo nos anos 1970 traziam consigo as sementes do novo binômio que se iria consolidar na década de

prática mesma das grandes empresas, bancos, novas organizações financeiras e pela alteração das regras de concorrência e de gestão da riqueza que haviam sido estabelecidas após a *débâcle* de 1929”.

²⁶ Sobre o conceito de *crise estrutural*, Guttman (op. cit., p. 66) afirma: “Diferentemente das recessões que se dão no curso normal dos ciclos econômicos, as crises estruturais implicam o fim de equilíbrios socioeconômicos essenciais, o enfraquecimento das instituições, a reorganização das relações sociais e a eventual transformação do aparelho produtivo”.

1980, e cuja gênese pode ser encontrada no processo de expansão e de internacionalização das finanças entre meados dos anos 1960 e final dos 1970 — um processo de busca de soluções financeiras para as tendências de crise do capitalismo (superprodução e queda da produtividade e da taxa de lucro) que conferiria ao comportamento dos mercados financeiros internacionais uma importância crescente na dinâmica produtiva e comercial da economia mundial. É possível identificar cinco fatores principais²⁷ responsáveis pelo processo simultâneo de desmantelamento do fordismo e de desencadeamento de uma espiral expansiva das finanças em âmbito internacional: A crise definitiva do sistema monetário internacional construído em Bretton Woods; o florescimento do euromercado e a formação e expansão de um circuito financeiro internacionalizado; a desorganização dos mercados de matérias-primas e a reciclagem dos petrodólares; a mudança de estratégia das grandes corporações internacionalizadas; e o crescimento dos déficits orçamentários dos países desenvolvidos.

O fim do sistema monetário internacional construído em Bretton Woods

A erosão do regime de Bretton Woods resultou de suas próprias contradições, em particular o papel atribuído ao dólar, simultaneamente padrão internacional e moeda nacional da principal economia capitalista.²⁸ A estratégia hegemônica norte-americana durante as décadas de 1950 e 1960, incorrendo em sucessivos e crescentes déficits em sua conta de capital e na balança de transações correntes para patrocinar a rápida reconstrução das economias européias e asiáticas e garantir sua influência econômica e militar sobre essas regiões num contexto de Guerra Fria, provocou um forte desequilíbrio nas contas externas do país e uma contínua injeção de liquidez no

²⁷ Cf. Palazuelos, *op. cit.*, cap. 1.

²⁸ Brunhoff aponta outras duas contradições do regime de Bretton Woods, inicialmente contidas, mas que suscitaram a sua erosão durante a “Era de Ouro” e o fizeram explodir: a restauração dos mercados capitalistas, mas sem livre movimentação de capitais, e a rivalidade entre as grandes potências capitalistas, passando também pela rivalidade entre suas moedas (Brunhoff, *op. cit.*, p. 49). As tensões que seriam produzidas por esse conjunto de contradições já haviam sido, de alguma forma, diagnosticadas por Keynes em seu projeto de reforma de 1943. Segundo Brunhoff, Keynes “propunha adotar, como centro de um sistema organizado de crédito internacional, uma moeda contábil diferente de todas as moedas nacionais, o ‘bancor’, emitido por uma instituição internacional, tendo o ouro como referência. Isto permitiria evitar a dominação internacional por uma ou várias moedas nacionais, fonte de instabilidade cambial e de desigualdade monetária entre os países. Tal reforma partia do pressuposto de uma drástica limitação da movimentação de capitais, que seriam privados da liberdade de operar sobre o câmbio. Como sabemos, o projeto de Keynes foi rejeitado em Bretton Woods em favor do projeto norte-americano de uma organização monetária hierárquica em torno do dólar. Compromisso hierárquico realista, no contexto da época, aos poucos viu-se minado pelas tensões que Keynes diagnosticara” — tensões difundidas pela livre circulação de capitais (p. 58).

resto do mundo, enfraquecendo a posição do dólar como moeda central do sistema de taxas fixas de câmbio e provocando um progressivo desgaste das regras monetárias e cambiais estabelecidas em Bretton Woods.

O enfraquecimento da moeda norte-americana, resultante do excesso de dólares líquidos que circulavam pela economia mundial, dado o fluxo contínuo de investimentos diretos americanos no exterior, bem como da concorrência representada pelas reconstruídas economias industrializadas européias e japonesa, evidenciou a persistente inadequação do sistema monetário acordado em Bretton Woods no contexto de intensa expansão econômica dos anos 1950 e 1960, produzindo movimentos especulativos no mercado de ouro (reaberto em Londres em 1954) e suscitando reiteradas tentativas de reforma desse sistema ao longo da década de 1960: a constituição do *pool* do ouro em 1961, o Acordo Geral de Empréstimos em 1962, a formação do duplo mercado do ouro em 1968 e a emissão de Direitos Especiais de Saque (DES) em 1969.²⁹ Todas essas tentativas se revelaram insuficientes para impedir a decomposição do sistema, em face da resistência imposta pelo projeto hegemônico norte-americano e de suas divergências e rivalidades com as demais potências econômicas capitalistas.

“O enfraquecimento do dólar provocou reiteradas tentativas de ‘reforma’ do sistema de Bretton Woods, mas todas elas terminaram na resistência americana em aceitar uma redução do papel de sua moeda no comércio e nas finanças internacionais. As decisões políticas tomadas pelo governo americano, ante a decomposição do sistema de Bretton Woods, já no final dos anos 1960, foram ampliando o espaço supranacional de circulação do capital monetário.”³⁰

A deterioração das contas externas da economia norte-americana atingiu um ponto crítico no início da década de 1970. Segundo Palazuelos, as reservas de ouro e de ativos internacionais em poder do FED, que em 1949 atingiam 60% das reservas mundiais, correspondiam a apenas 10% em 1971, isto é, a quantidade de ouro nos cofres do banco central americano, que era a base para se estabelecer o valor do dólar no padrão desenhado em Bretton Woods, respaldava apenas um de cada dez dólares que circulavam na economia mundial.³¹ Os grandes ataques especulativos contra a libra e contra o dólar valorizado ao final dos anos 1960 (estimulados pelas divergências entre os Estados e pela prioridade atribuída às políticas nacionais) e as tensões internas nos Estados Unidos já prenunciavam o fim do regime de câmbio fixo baseado no padrão ouro-dólar, o que de fato se consumou em agosto de 1971, quando

²⁹ Cf. Palazuelos, op. cit., p. 18.

³⁰ Belluzzo, Luiz G. M. “Finança global e ciclos de expansão”. In: Fiori (org.), op. cit., pp. 101-102.

³¹ Palazuelos, op. cit., p. 18. Todas as citações deste trabalho tiveram tradução livre.

o governo americano desvalorizou sua moeda e pôs fim à conversão automática entre o dólar e o ouro, rompendo com a premissa fundamental que sustentava o sistema monetário internacional desde 1944 e revogando unilateralmente o sistema de Bretton Woods.

A ruptura do sistema monetário de Bretton Woods, com o fim do padrão ouro para o dólar, abriu caminho para a adoção de um sistema de taxas de câmbio flexíveis (ou flutuantes) a partir de 1973 (o abandono definitivo do sistema de câmbio fixo pelo governo americano só ocorreu em março daquele ano), no qual as moedas não tinham nenhuma vinculação direta com o ouro (que foi desmonetizado durante a década de 1970) ou com algum numerário de referência³² e os governos não eram obrigados a garantir a paridade fixa de suas moedas.³³ Essa ausência de normas resultante da adoção de um regime de flutuação das divisas, em que o preço de troca de duas moedas é estabelecido pelo mercado, sem atrelamento a uma paridade oficial ou padrão comum, pôs fim ao longo período de trinta anos em que a liquidez monetária internacional havia sido administrada por meio dos déficits externos americanos, que regulavam a oferta de dólares na economia mundial. A partir de então, seriam os mercados financeiros os responsáveis pela oferta monetária internacional, de forma que a liquidez passaria a ser determinada pelas oscilações das condições financeiras internacionais. Era evidente, portanto, que a mudança do regime monetário internacional, com a adoção do regime de câmbio flutuante, interessava e era defendida pelos agentes que atuavam diretamente nos mercados financeiros internacionais.

“Os defensores da flutuação das moedas, ou seja, da variação das taxas de câmbio sem condições prévias, exaltavam então as notáveis vantagens do novo esquema de funcionamento. Os ajustes monetários internos poderiam realizar-se com maior suavidade, uma vez que não estavam sujeitos à rigidez imposta pelas taxas de câmbio fixas. Os bancos centrais não teriam de seguir gastando suas reservas na manutenção da paridade de suas moedas. Os governantes de cada país poderiam decidir suas próprias políticas cambiais, obtendo assim maior autonomia para elaborar suas

³² “A posição intransigente da administração norte-americana, com o respaldo das autoridades máximas do Fundo Monetário Internacional, anulou qualquer possibilidade de que tanto o ouro quanto os DES pudessem jogar um papel mais ativo como referências básicas de um novo ordenamento monetário. A partir de 1975, o FMI deixou de publicar um preço oficial para o ouro, ao mesmo tempo que essa instituição, juntamente com a Reserva Federal dos Estados Unidos, passaram a vender parte de suas reservas em ouro, como mostra inequívoca de que as novas regras monetárias excluam qualquer margem de monetização desse metal precioso” (ibidem, p. 19).

³³ Segundo Brunhoff (op. cit., p. 50), “não houve nenhum acordo internacional que substituisse oficialmente o padrão-dólar, daí resultando a dispersão dos regimes de câmbio adotados pelos Estados. [...] Apesar da diversidade de regimes cambiais, é a flutuação das três moedas das maiores potências capitalistas — dólar, marco e iene — que leva a caracterizar o regime atual como um regime de câmbio flutuante”.

políticas monetárias e fiscais, sem ter de submeter-se a condicionantes externos, de modo que poderiam isolar melhor as suas economias das pressões inflacionárias procedentes de outros países. Da mesma forma, a nova situação monetária e financeira produziria maior liquidez, o que permitiria aos agentes económicos aceder a maiores cotas de financiamento externo, incorrendo em menores custos. Surgia também a possibilidade de que qualquer moeda ou grupo de moedas fortes pudesse converter-se em meio de pagamento utilizável nas transações internacionais e, também, em um novo ativo financeiro, valorizável segundo a expectativa de lucro que derivasse de sua cotação esperada no futuro.”³⁴

Na verdade, a adoção do sistema de taxas de câmbio flexíveis foi o ponto de partida para uma instabilidade monetária e financeira internacional permanente, com a transformação do mercado de divisas num mercado altamente especulativo, em virtude da crescente volatilidade das flutuações das taxas de câmbio e da transformação da moeda em ativo financeiro, fenômenos que ampliaram as incertezas quanto às condições globais da economia mundial e estimularam a busca de uma valorização puramente financeira dos excedentes monetários disponíveis na economia. O dólar desvalorizou-se continuamente em relação ao marco alemão e ao iene japonês ao longo da década de 1970, fazendo com que o papel da moeda norte-americana nas transações comerciais e financeiras, bem como sua participação nas reservas em divisas nos bancos centrais das principais economias industrializadas, declinassem significativamente, pondo em questão sua supremacia e sua centralidade como padrão monetário internacional. Com as flutuações cambiais, as transações financeiras internacionais se tornaram cada vez mais desvinculadas do financiamento dos fluxos comerciais, tendo em vista que uma parcela crescente de ativos financeiros passou a buscar valorização no mercado de divisas, que garantia elevado grau de liquidez. As incertezas e inquietações produzidas pela desvalorização do dólar e pelas flutuações cambiais entre as principais moedas, em comparação com a relativa estabilidade do regime de taxas fixas vigente na “Era de Ouro”, levaram os governos da OCDE a intervir com frequência nos mercados monetários, contaminando as taxas de juros de curto prazo de suas economias com a mesma volatilidade que passou a caracterizar o mercado de divisas, com reflexos diretos sobre o investimento produtivo.

O mercado de câmbio foi, assim, o primeiro segmento a entrar naquilo que Chesnais denominou como “mundialização financeira”.³⁵ Assim, a revogação dos mecanismos monetários criados em Bretton Woods — um dos pilares de sustentação do regime monetário e financeiro no modelo de desenvolvimento fordista — está na origem da contínua expansão dos mercados internacionais de divisas e de capitais

³⁴ Palazuelos, op. cit., pp. 19-20.

³⁵ Ver Chesnais (org.), op. cit. 1998.

desde os anos 1970, que rompeu com as limitações impostas pelo modo de regulação fordista à internacionalização financeira.

O euromercado e a formação e expansão de um circuito financeiro internacionalizado

No processo de esgotamento do ciclo expansivo do fordismo, a queda na rentabilidade dos investimentos produtivos e posteriormente o aquecimento inflacionário estabeleceram o início de um conflito entre as regulamentações do regime de finanças administradas do fordismo e os interesses mais imediatos dos capitais produtivo e financeiro. As grandes empresas e os grandes bancos passaram a buscar uma valorização financeira de seus capitais monetários — como capital de empréstimo — que permitisse uma rentabilidade superior à oferecida pelos mercados nacionais, regulamentados e controlados pelas autoridades monetárias. Os excedentes de dólares produzidos pelos crescentes déficits do balanço americano, que superavam a demanda dos agentes econômicos e das autoridades monetárias estrangeiras, viriam a se constituir na fonte primária para o surgimento e a expansão do chamado *euromercado*, o qual permitiria o desenvolvimento de uma série de instrumentos e de inovações financeiras que atenderiam em parte essas novas demandas de empresas e de bancos e, simultaneamente, contribuiria de forma decisiva para o processo especulativo que acelerou a desorganização do sistema de Bretton Woods.

“Na década de 1960, um número crescente de bancos que operavam fora dos Estados Unidos começou a oferecer depósitos e empréstimos em dólar, facilitando a absorção e reciclagem dos dólares em excesso em todo o mundo. Essa inovação, o chamado ‘mercado de eurodólares’, deu origem a uma forma de *moeda bancária*, simultaneamente privada e realmente apátrida, cuja emissão e circulação, no interior de uma rede bancária mundial, escapavam ao espaço nacional, controlado pelos bancos centrais. Por não terem de arcar com os custos ligados às regulamentações públicas, os depósitos e empréstimos em eurodólares podiam oferecer condições mais interessantes que seus equivalentes nacionais, que continuavam regulamentados. Com a diversificação do euromercado em outras moedas, no final da década de 1960, esse mercado tornou-se um vetor perfeito para a especulação monetária, o que, com o tempo, contribuiu para derrubar o sistema de Bretton Woods. Além disso, outras restrições de tipo regulamentar, tais como os controles sobre a movimentação de capitais ou as taxas máximas do FED sobre os depósitos bancários nacionais, podiam ser contornadas, reorientando as transações bancárias para o euromercado, não-regulamentado por definição.”³⁶

³⁶ Guttmann, *op. cit.*, pp. 69-70.

Desta forma, as contradições surgidas entre a configuração do regime monetário e financeiro fordista e as dificuldades de valorização do capital investido na produção, aliadas aos desequilíbrios externos norte-americanos e às restrições impostas pelo governo dos Estados Unidos à sua conta de capital,³⁷ foram responsáveis pelo florescimento do euromercado, um mercado financeiro internacionalizado formado pelos recursos de grandes empresas e bancos, externo aos sistemas financeiros nacionais e operado pelos grandes bancos internacionais que se instalaram nos centros financeiros *offshore*, das principais praças financeiras internacionais (com base em Londres) ou em paraísos fiscais — ou seja, à margem de qualquer regulamentação ou supervisão dos bancos centrais. Os grandes grupos empresariais norte-americanos, que operavam em âmbito internacional (as “transnacionais”), deram o grande impulso para a expansão do euromercado quando nele passaram a depositar seus lucros não reinvestidos na produção, aproveitando o dinamismo e as inovações desse mercado interbancário de eurodólares.³⁸ De forma análoga, os grandes bancos americanos, limitados em seus ganhos pelas regulamentações e enfrentando a desintermediação financeira doméstica após o aquecimento inflacionário iniciado nos primeiros anos da década de 1970, procuraram explorar o euromercado e a desvalorização do dólar em seu benefício.³⁹ Grandes empresas e grandes bancos buscavam, assim, escapar ao circuito da liquidez interna e alavancar recursos nos mercados internacionais a partir

³⁷ Segundo Cintra, os controles sobre a conta de capital dos Estados Unidos foram decisivos para a formação do euromercado, e eram constituídos por mecanismos legais e tributários que limitavam as operações entre residentes e não-residentes. Em particular, o controle estabelecido sobre a saída de capitais americanos para investimentos no exterior, em 1968, que procurava diminuir o financiamento de empresas americanas no exterior com recursos das praças financeiras dos Estados Unidos, serviu de forte estímulo para a realização de operações nos mercados de eurodólares. Ver Cintra, *op. cit.*, p. 188.

³⁸ “No processo de expansão e evolução do Euromercado, destaca-se a introdução de novos instrumentos financeiros, tais como os eurocertificados de depósito e as *floating rate notes (FRN)*. Os eurocertificados de depósito foram criados como resposta às demandas dos investidores por instrumentos negociáveis e à contração da liquidez ocorrida no final da década de 60. As *FRN* são instrumentos de captação direta de médio e longo prazo, negociadas a taxas flutuantes e repactuadas em períodos de três a seis meses, e têm como base uma taxa de referência. A emissão de títulos de dívida com taxas flutuantes foi uma inovação criada pelo mercado para responder aos constrangimentos colocados pela elevação das taxas de inflação, pela instabilidade cambial e pela flutuação das taxas de juro. Pela utilização dessa modalidade de títulos de dívida direta, as instituições transferiam os riscos de elevações de taxas do credor para o devedor” (Ferreira, Carlos K. L. e Freitas, Maria Cristina P. de. *O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. São Paulo: Iesp/Fundap, 1990, p. 26).

³⁹ É importante enfatizar que o processo de internacionalização que levou à formação e à expansão do euromercado foi essencialmente bancário. Os bancos continuavam sendo as instituições dominantes do sistema financeiro nesse novo contexto (tanto no plano nacional como no internacional), pois o mercado de eurodólares era essencialmente um mercado interbancário, que envolvia somas elevadas. Contudo, o processo inflacionário e as inovações financeiras surgidas a partir de então permitiram o desenvolvimento das instituições financeiras não-bancárias (inicialmente com os fundos mútuos), rompendo o monopólio dos bancos sobre o sistema de pagamentos da economia.

de suas reservas líquidas, criando moedas sem Estado, sob a forma de eurodivisas, e contribuindo para desestabilizar os mercados nacionais de moeda e de câmbio.⁴⁰

Quando passou a absorver o excesso de dólares existente na economia mundial, esse circuito financeiro internacionalizado constituído pelo euromercado — criado a partir da circulação internacional de capitais em busca de valorização financeira e realimentado pelo fim do regime de Bretton Woods e pelo aquecimento inflacionário da economia americana — provocou uma grande expansão da oferta de crédito na economia mundial (fora do controle das autoridades monetárias), num processo de liberalização da moeda de crédito que rompia com a gestão administrada das finanças e da moeda que caracterizava o período fordista, um período de internacionalização financeira limitada. A reciclagem desses recursos ganhou a forma de um intenso fluxo internacional de capitais em direção às empresas, bancos e governos de um grupo de países em desenvolvimento, alimentando um processo de superendividamento das economias periféricas do sistema capitalista. Segundo Belluzzo, esse circuito financeiro internacionalizado e operado pelos grandes bancos comerciais passou a funcionar

“como um sistema de ‘crédito puro’ em suas relações com governos e empresas, com criação endógena de liquidez e altos prêmios de risco. Os agentes endividados, por sua vez, aceitavam qualquer taxa de juros para a rolagem e ampliação de suas dívidas. O sistema bancário americano, por outro lado, foi cúmplice e beneficiário da chamada *negligência benigna*, na medida em que o declínio da moeda americana permitia a sua participação nos ganhos de senhoriagem. Isso era possível através da ampliação continuada do volume de crédito, denominado em dólares, numa velocidade maior do que a taxa de desvalorização da moeda. Isso acabou exasperando a busca por novos devedores, afrouxando os critérios de avaliação de risco dos bancos e gerando, nos devedores ‘soberanos’, a inclinação a ingressar, primeiro, na zona perigosa da *Ponzi finance*, isto é, da sustentação do pagamento do serviço da dívida com endividamento adicional. Os símbolos dessa era foram, sem dúvida, o crescimento espetacular do euromercado e das praças *offshore*, que alimentaram a primeira etapa do ciclo de endividamento da periferia no pós-guerra”.⁴¹

Os créditos concedidos a um grupo de países do Terceiro Mundo desde meados dos anos 1960 fizeram parte, portanto, de um processo de internacionalização do capital em busca de valorização. O euromercado, formado para garantir um novo espaço de valorização ampliada para o capital monetário num período de retração da rentabilidade dos investimentos produtivos, burlando os limites institucionais impostos internamente nos países desenvolvidos, em especial nos Estados Unidos, foi o motor

⁴⁰ Cf. Miranda, José C. R. *Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional*. Campinas: tese de doutorado, IE-Unicamp, 1993, pp. 133-134; Guttman, op. cit.

⁴¹ Belluzzo, op. cit., pp. 102-103.

do crescimento da dívida externa do Terceiro Mundo e da retomada de um processo de internacionalização e de expansão do crédito e das finanças. Mas foi com a reciclagem dos petrodólares, gerados a partir da crise do petróleo de 1973, que o euromercado e a dívida externa de países da periferia do capitalismo adquiriram dimensões até então inusitadas.

A desorganização dos mercados de matérias-primas e a reciclagem dos petrodólares

O cenário financeiro internacional sofreu significativas mudanças a partir da desorganização de diversos mercados de matérias-primas durante os anos 1970, em particular o mercado do petróleo. Após décadas de estabilidade cambial (garantida pelo sistema de Bretton Woods) e de relações comerciais caracterizadas pela continuidade entre os agentes intervenientes e os instrumentos de negociação utilizados, num clima de pouca incerteza, os mercados de produtos primários (especialmente os produtos energéticos, os metais e os produtos agropecuários) passaram a enfrentar, com a desagregação dos pilares de sustentação do fordismo, fortes elevações em seus preços, alterações substanciais nos mecanismos de intercâmbio, crescente desorganização e volatilidade e aumento substancial da incerteza. Nesse ambiente confuso e crescentemente desorganizado com o qual os mercados de *commodities* passaram a conviver, proliferaram novas experiências e instrumentos financeiros e comerciais que acabaram contribuindo para a expansão e a reorientação dos fluxos internacionais de capitais e para o surgimento de novos atores nos mercados financeiros, com interesses eminentemente especulativos.

A intensificação e a reorientação dos fluxos financeiros internacionais nos anos 1970 tiveram a contribuição decisiva dos choques do petróleo. As fortes elevações dos preços do petróleo a partir dos últimos meses de 1973 proporcionaram elevados superávits nas balanças de transações correntes dos países exportadores do produto, membros da Opep. A maior parte desses recursos excedentes, conhecidos como “petrodólares”, passou a ser depositada pelos dirigentes dos países produtores de petróleo nos bancos dos principais países desenvolvidos do Ocidente, gerando um enorme volume de liquidez, sobretudo em dólares, nos bancos norte-americanos e europeus durante a segunda metade da década de 1970.

“Segundo o Fundo Monetário Internacional (*World Economic Outlook*), entre 1974 e 1978 o saldo excedente global dos países da Opep foi de 170 bilhões de dólares e, depois do segundo choque, entre 1979 e 1981, o saldo alcançou outros 225 bilhões de

dólares. A 'reciclagem' dessa enorme quantidade de *petrodólares* aportou uma grande liquidez aos bancos europeus e norte-americanos. Segundo a fonte citada, entre 1974 e 1981 as saídas de capital dos países da Opep superaram os 460 bilhões de dólares. Desse total, 160 bilhões foram colocados como depósitos nos bancos ocidentais; 230 bilhões se destinaram à compra de ações e obrigações (públicas e privadas), à concessão de créditos bilaterais e à realização de investimentos diretos em países ocidentais; 60 bilhões foram emprestados a países não desenvolvidos; e os outros 10 bilhões foram aportados aos organismos internacionais (FMI e Banco Mundial).⁴²

Os depósitos em petrodólares nos bancos ocidentais expandiram imensamente a liquidez no mercado de eurodólares num contexto econômico em que a demanda de crédito por parte de empresas e de famílias das principais economias capitalistas desenvolvidas era incapaz de absorver uma massa de recursos de tal magnitude, dada a recessão enfrentada por essas economias. A estratégia dos bancos que compunham o euromercado para reciclar e valorizar os petrodólares consistiu, então, em estimular e facilitar a demanda de crédito proveniente de governos de países desenvolvidos com algum desequilíbrio orçamentário e, sobretudo, a demanda de governos e de empresas pertencentes a países da periferia capitalista que apresentavam algum tipo de garantia de retorno para os créditos concedidos ou algum interesse estratégico para as nações ocidentais — basicamente os países que vinham experimentando altas taxas de crescimento e demandavam recursos para sustentar seus ciclos de investimento (Brasil, Argentina, Chile, Coréia do Sul e Filipinas), aqueles que possuíam divisas provenientes de seus recursos petrolíferos (México, Venezuela e Argélia) e alguns países do Leste Europeu que iniciavam um processo de abertura externa (Polônia e Hungria).⁴³

A superexpansão dos créditos concedidos pelo euromercado como resultado da reciclagem dos petrodólares contou, assim, com o protagonismo decisivo dos países não desenvolvidos, que, atraídos por uma ampla oferta de empréstimos a juros relativamente baixos e denominados numa moeda em contínuo processo de desvalorização, o dólar, aceitaram um rápido e expressivo endividamento externo na segunda metade da década de 1970.⁴⁴ Além de originar um superendividamento no Terceiro Mundo, o intenso fluxo internacional de capitais em direção aos países da periferia do capitalismo, a partir da reciclagem de petrodólares no mercado de eurocréditos, permitiu aos países da OCDE minimizarem e superarem parte dos efeitos

⁴² Palazuelos, op. cit., p. 20.

⁴³ Cf. *ibidem*, p. 21.

⁴⁴ A dívida externa de médio e longo prazo dos países não desenvolvidos, que havia aumentado de 66 para 162 bilhões de dólares entre 1970 e 1975 (durante a primeira etapa de expansão do euromercado), alcançou nada menos do que 470 bilhões de dólares no final da década, como resultado da reciclagem dos petrodólares. Desse total, pouco menos da metade (225 bilhões) correspondia aos países latino-americanos, que contavam com uma dívida de apenas 30 bilhões em 1972. Cf. *ibidem*, p. 21.

negativos da recessão de 1974-75, uma vez que os planos de investimento levados a cabo pelas empresas e governos tomadores de crédito elevaram a demanda por bens e serviços das nações industrializadas da OCDE, aumentando suas exportações.

Se a expansão e a reorientação dos fluxos financeiros internacionais nos anos 1970 tiveram a contribuição decisiva do processo de reciclagem dos petrodólares, o surgimento de novos instrumentos e experiências financeiros e comerciais e de novos atores nos mercados financeiros, com interesses especulativos, também foi alavancado pela desorganização dos mercados de matérias-primas, em especial no caso do petróleo. Num cenário de forte elevação dos preços e de instabilidade cambial, os mercados de *commodities* se viram subitamente invadidos por novos intermediários não convencionais, que desenvolveram inovações comerciais e financeiras aparentemente vantajosas para novos e antigos produtores e para as empresas ocidentais demandantes das matérias-primas, rompendo as redes comerciais previamente estabelecidas no período de estabilidade desses mercados.

“Surgiu assim um grande número de modalidades de contratação, de financiamento e de intermediação no comércio de metais, artigos agropecuários e produtos energéticos. Devido a sua grande dimensão e influência econômica, o mercado de petróleo foi o paradigma dessas novas experiências comerciais e financeiras. O choque de 1973 trouxe consigo a ruptura de uma parte significativa das redes comerciais que previamente tinham sido estabelecidas sob o estrito controle oligopólico das grandes empresas norte-americanas (Exxon, Mobil, Texaco, Gulf, Chevron) e européias (British Petroleum, Shell).”⁴⁵

Pelo lado da oferta, a maior parte dos países produtores nacionalizou sua oferta de petróleo e modificou as condições de entrega do produto às empresas ocidentais que o adquiriam. Pelo lado da demanda, as refinarias e as grandes empresas estatais importadoras de petróleo procuraram formas de garantir suas compras com preços e prazos mais estáveis. As grandes empresas de petróleo tiveram então de modificar suas condições de compra e venda e não puderam evitar a proliferação de intermediários interessados em explorar as condições voláteis de um mercado desorganizado e instável. O segundo choque do petróleo, em 1979, projetou novos países exportadores e permitiu o desenvolvimento de outros instrumentos financeiros (como os contratos futuros), multiplicando as operações comerciais de compra e venda de petróleo.

“Um mesmo lote do produto era objeto de um grande número de transações efetuadas por intermediários que, em muitos casos, não tinham nenhum vínculo direto com o petróleo, mas estavam dispostos a aproveitar as expectativas de lucro que se apresentavam mediante a compra de importantes quantidades de petróleo, que posteriormente vendiam a um preço superior. No transcurso dessas operações, a

⁴⁵ *Ibidem*, pp. 21-22.

margem de lucro por unidade foi se reduzindo, de modo que a possibilidade de se obter lucros importantes dependia da magnitude global das compras e vendas e das formas financeiras fixadas nos contratos para garantir proteção frente às diversas contingências relativas às variações das taxas de câmbio, aos prazos de entrega do produto, às formas de pagamento e outras. Assim, ampliou-se consideravelmente o vespeiro de interesses especulativos, atraindo empresas financeiras de diversos tipos, que se moviam em função do potencial de lucro apresentado por um mercado de grandes dimensões, incerto e mutante. Como é lógico, a essas empresas interessava a manutenção desse cenário instável e incerto, pois era ele que permitia a consecução de importantes lucros.”⁴⁶

Desta forma, se é verdade que a desorganização dos mercados de *commodities* estimulou o surgimento de novos instrumentos e experiências financeiras e comerciais e de novos atores nos mercados financeiros, a recíproca também é verdadeira. A flexibilização do regime cambial com o rompimento do compromisso de Bretton Woods permitiu a expansão de novos instrumentos e experiências financeiras e o surgimento de novos atores nos mercados financeiros internacionais, mas estes esbarravam freqüentemente num regime institucional ainda regulamentado, herdado do fordismo, que era desfavorável a seus interesses financeiros especulativos, isto é, ao livre desenvolvimento dos mercados financeiros. O recurso à especulação com *commodities* (sobretudo o petróleo) acabou sendo uma válvula de escape para a impossibilidade de se garantir uma valorização dos capitais monetários em mercados financeiros mais desenvolvidos e desregulamentados. Assim, em que pesem as questões geopolíticas envolvidas nos choques do petróleo e os efeitos do esgotamento do ciclo expansivo do fordismo na desorganização dos mercados de *commodities*, é possível afirmar que parte significativa da instabilidade gerada nesses mercados foi consequência, e não causa, dos movimentos especulativos produzidos por agentes que buscavam uma valorização financeira de seus capitais monetários, num contexto de baixa rentabilidade do investimento produtivo.

Mudança de estratégia das grandes corporações internacionais

O esgotamento do fordismo a partir da segunda metade da década de 1960 provocou uma mudança no comportamento e nas estratégias das grandes corporações empresariais que atuavam em âmbito internacional (as “transnacionais”) — mudança que se revelou fundamental para que se alterassem as condições financeiras internacionais. A desaceleração do processo de expansão da produtividade industrial e o contexto recessivo da economia mundial a partir de 1973 reduziram a rentabilidade

⁴⁶ *Ibidem*, pp. 22-23.

das empresas dos países desenvolvidos e desestimularam seus investimentos produtivos, deteriorando as bases para a acumulação do capital industrial e criando condições para subseqüentes reduções nos lucros e nas taxas de crescimento da produtividade. Para enfrentar essa espiral descendente, as grandes corporações empresariais passaram a atuar simultaneamente em duas frentes.

Por um lado, intensificaram a busca por ganhos de produtividade mediante a implementação de distintas políticas tecnológicas, salariais e de emprego. No campo tecnológico, o arrefecimento da produtividade e a redução das margens de lucro induziram os capitalistas do setor produtivo a buscar a intensificação dos mecanismos de formação de novo capital como meio de restabelecer a taxa de mais-valia por intermédio da transformação das condições de produção. Este procedimento é a arma principal da concorrência num regime de acumulação intensiva, operando sobretudo com um ritmo mais intenso de obsolescência tecnológica, isto é, uma intensificação do processo de amortização e de diminuição da vida econômica útil dos bens de capital. Já no terreno das relações capital-trabalho, a busca pela ampliação da produtividade resultou no rompimento do pacto fordista com o trabalho (rompeu-se a relação salarial fordista, que envolvia a transferência de parte dos ganhos de produtividade para os assalariados), com o início do processo de flexibilização e precarização do trabalho, terceirização de etapas e atividades do processo produtivo, transferência de unidades industriais para localidades que ofereciam menores custos com o fator trabalho (produzindo desemprego e enfraquecendo a organização sindical nos países desenvolvidos) etc.

Por outro lado, as grandes corporações elaboraram novas estratégias produtivas e comerciais que incorporavam um viés cada vez mais financeiro ao conjunto de sua atividade econômica. Dada a baixa rentabilidade dos investimentos industriais a partir do esgotamento do regime de acumulação fordista, as empresas passaram a não reinvestir produtivamente seus lucros e a deslocá-los para a esfera financeira em busca de ganhos de curto prazo, sendo este o ponto de partida para um processo de reconstituição progressiva de uma massa de capitais que passou a valorizar-se de forma eminentemente financeira. Este aspecto revelou-se decisivo não apenas para a desintegração definitiva do fordismo, mas também para a construção e consolidação de um novo binômio que passaria a comandar a lógica de acumulação capitalista.

No que diz respeito aos seus passivos, as grandes corporações se aproveitaram da presença de suas filiais em diferentes países para reduzir os custos de financiamento de suas dívidas, explorando as vantagens financeiras ou fiscais (tributação, custos dos empréstimos, prazos e regulamentos) oferecidas pelos países em que atuavam para

buscar as melhores possibilidades de obter recursos creditícios ou emitir títulos. Desta forma, a origem e o destino dos financiamentos obtidos pelas grandes corporações foram se tornando cada vez mais independentes. Simultaneamente, os grandes grupos ampliaram a diversificação de seus passivos mediante a emissão de obrigações em mercados internacionais que ofereciam condições vantajosas em termos de prazos e de custos de emissão ou amortização. Essa diversificação permitiu às corporações a quitação de parte de suas dívidas bancárias, iniciando um processo que permitiria às grandes empresas tornar-se relativamente independentes em relação aos bancos e ao crédito bancário tradicional.

Também no que se refere aos ativos, as estratégias das corporações internacionais incorporaram a possibilidade de rentabilizar os níveis de liquidez disponíveis de maneira conjunta entre as matrizes e as filiais, mediante uma gestão de caixa centralizada que permitia uma circulação interna dos recursos e dos meios financeiros dos grupos e que possibilitava às corporações tirar proveito das diferenças nacionais.⁴⁷ Com o poderio financeiro alcançado a partir da gestão de caixa centralizada, as corporações puderam ampliar suas participações enquanto prestamistas nos mercados de títulos e de créditos, depositando eurodólares nos bancos europeus e adquirindo obrigações emitidas por outras empresas e governos nos mercados internacionais. Contudo, a busca das empresas por rentabilidades alternativas, no contexto recessivo e de flexibilidade cambial dos anos 1970, encontrou nas operações de arbitragem com divisas a principal fonte de valorização financeira; as grandes corporações puderam desenvolver fórmulas altamente rentáveis para realizar uma atividade cambial contínua, muito superior aos requisitos específicos de seus intercâmbios comerciais e de seus investimentos produtivos, contribuindo para que as transações financeiras internacionais fossem se tornando cada vez mais desligadas do financiamento dos fluxos comerciais. Assim, graças a seu porte e sua localização multinacional, esses grandes grupos empresariais encontraram oportunidades vantajosas para diversificar suas atividades nos países em que atuavam, dispendo de maior capacidade para gerenciar o risco de suas operações e para rentabilizar seus fundos líquidos não reinvestidos na atividade produtiva.

“Produziu-se então nos anos 1970 uma precoce e relevante irrupção das corporações internacionais nos mercados financeiros, cuja importância radicava em quatro aspectos significativos: a) a magnitude de suas operações; b) as variantes introduzidas nas formas que utilizavam e nos produtos financeiros que emitiam e/ou adquiriam; c) o caráter diretamente internacionalizador de suas atividades; e d) a profundidade das

⁴⁷ Ver Serfati, Claude. “O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 148-149.

relações internas ao grupo corporativo (matriz-filiais) de uma grande parte das atividades que realizavam. Por esses motivos, na medida em que suas pretensões se chocavam com as restrições impostas pelas regulamentações nacionais em matéria de políticas cambiais e de movimento de capitais, as grandes corporações internacionais se converteram numa das principais vozes que começaram a clamar pela eliminação desses controles e em defesa da liberalização dos movimentos financeiros internacionais. Era evidente que sem obstáculos poderiam aproveitar melhor a posição favorável que derivava da extensão de suas empresas por toda a geografia mundial, do âmbito internacional de suas atividades e da privilegiada conexão comercial e financeira que existia entre a matriz e suas empresas filiais.⁴⁸

Em outras palavras, a financeirização da economia garantia às grandes corporações empresariais a obtenção de lucros financeiros, a manutenção ou o aumento da rentabilidade e a redução da atividade produtiva, permitindo, num cenário de estagnação do crescimento econômico, o ajuste dos volumes de produção e dos mecanismos de fixação de preços a uma demanda em queda.⁴⁹ Os limites impostos ao avanço dessa financeirização pelas regulamentações estatais do fordismo passaram então a ser fortemente questionados, aliando as grandes corporações internacionais — que demandavam uma eliminação dos controles sobre os movimentos de capitais — ao setor financeiro — que pressionava pela redução ou eliminação dos controles sobre crédito e taxas de juros (favorecendo, assim, as instituições que operavam nos mercados de capitais, bem como aquelas afetadas pela desintermediação financeira) e pelo levantamento das barreiras entre as instituições financeiras especializadas (caso dos Estados Unidos).

Déficits orçamentários dos países desenvolvidos

Um outro elemento que estimulou fortemente o desenvolvimento internacional dos mercados financeiros e que contribuiu para o desmantelamento do fordismo foi a ampliação dos déficits fiscais registrados nos anos 1970 pela maioria dos governos ocidentais e a forma adotada para financiá-los. O Estado fordista havia assumido um grande número de funções econômicas durante o ciclo expansivo do pós-guerra, ampliando com rapidez seus gastos com investimento e consumo e suas despesas de tipo social (transferências, subsídios, previdência etc.), decorrentes da construção de um Estado de Bem-estar Social (*Welfare State*) — característica marcante do regime fordista. Embora algumas economias desenvolvidas já apresentassem déficits estruturais no orçamento desde os anos 1960 (caso dos Estados Unidos, Grã-Bretanha

⁴⁸ Palazuelos, op. cit., p. 24.

⁴⁹ Cf. Chesnais, "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica", loc. cit., p. 253.

e Itália), suas magnitudes eram relativamente pequenas e perfeitamente administráveis num contexto de forte crescimento econômico. A desaceleração da atividade econômica a partir dos primeiros anos da década de 1970, contudo, exerceu um importante impacto fiscal sobre as contas públicas, ampliando o déficit orçamentário em quase todos os países desenvolvidos e levando o setor público dessas economias a se endividar.

A recessão não apenas trouxe uma queda na participação das receitas públicas no PIB, como também produziu um forte incremento dos gastos.⁵⁰ O Estado fordista, em particular nos Estados Unidos, atuou ativamente no sentido de evitar uma crise econômica mais profunda e de debelar a crise financeira potencial que se configurava em meados da década de 1970, fruto da estrutura de endividamento instável formada na relação entre empresas e bancos. Por um lado, foram rapidamente ampliadas as transferências para dar cobertura social a um número crescente de trabalhadores desempregados. Por outro, o Estado aumentou significativamente seus gastos a fim de gerar maior demanda pública, que compensasse a queda do investimento e do consumo privados, sustentando a demanda agregada. Além de atuar no campo fiscal, ampliando seu déficit orçamentário, a intervenção do Estado fordista na economia se deu de forma decisiva também no campo monetário, neutralizando o surgimento de crises financeiras clássicas (corridas bancárias e falências em cadeia de instituições de crédito) mediante um comportamento ativo das autoridades monetárias nas operações de empréstimo em última instância.

A intervenção do Estado fordista ao sustentar a demanda agregada e evitar uma crise financeira teve como contrapartida a exacerbação das pressões inflacionárias. O crescimento dos déficits orçamentários num contexto inflacionário induziu os governos ocidentais a buscar formas de financiamento das contas públicas que implicassem a menor monetização possível de seus déficits, recorrendo a empréstimos externos, sobretudo no euromercado, e à emissão de títulos da dívida nos mercados internacionais. Esta última forma de financiamento dos déficits orçamentários e da dívida pública — a utilização e difusão dos títulos públicos como instrumento de endividamento, inicialmente pelos Estados Unidos⁵¹ e mais tarde pelos demais

⁵⁰ No caso dos Estados Unidos, a participação das receitas públicas no PIB caiu de 19,1% em 1970 para 16,9% em 1976. Já as despesas subiram de 19,4% para 21,0% no mesmo período, ampliando a relação déficit líquido/PIB de 0,3% para 4,2% (ver Cintra, op. cit., p. 227). No conjunto dos países da OCDE, a taxa média do déficit passou de 0,2% do PIB em 1973 para 2% em 1980, segundo dados do FMI (ver Palazuelos, op. cit., cap. 1).

⁵¹ É importante ressaltar que no caso dos Estados Unidos a utilização crescente de títulos públicos foi, muito mais do que um instrumento para financiar o déficit público, um mecanismo utilizado pela autoridade monetária para controlar uma liquidez ampliada pela criação de moedas privadas, isto é,

governos ocidentais — estimulou o desenvolvimento de um amplo e dinâmico mercado de títulos públicos, que serviu de base para uma valorização financeira dos excedentes líquidos de grandes corporações empresariais e de bancos nos mercados internacionais. A ampliação dos déficits orçamentários estruturais e o progressivo aumento dos encargos e gastos com juros na rolagem das dívidas públicas foram encurtando paulatinamente o raio de manobra das políticas fiscais dos governos ocidentais e introjetando um importante componente financeiro associado ao giro da dívida pública nos mercados de títulos públicos. A dimensão financeira que os déficits fiscais iriam assumir a partir da ampliação da circulação financeira dos títulos públicos nos mercados domésticos e internacionais seria particularmente relevante nas décadas seguintes (1980 e 1990), convertendo-se num poderoso instrumento de transferência de renda da sociedade para a esfera financeira.

2.3 Primeiros resultados da expansão financeira: as precondições para a gênese de um novo regime monetário e financeiro

O conjunto de fatores apresentados na seção anterior alterou substancialmente o panorama das relações financeiras internacionais, erodindo as bases de sustentação do fordismo e estabelecendo as precondições para uma profunda reconfiguração do regime monetário e financeiro na virada dos anos 1970 para os 1980 a partir dos Estados Unidos. Os primeiros resultados do processo de expansão das finanças na década de 1970 são apresentados a seguir.⁵²

Ampliação dos mercados financeiros internacionais

A ampliação do leque de opções à disposição dos agentes públicos e privados para o acesso ao crédito (que se expandiu de forma acelerada a partir da internacionalização dos bancos norte-americanos e do mercado de eurodólares) e/ou para a emissão de obrigações ocorreu, nos anos 1970, num contexto claramente favorável para os devedores, uma vez que as taxas de juros nominais raramente

pela criação de liquidez fora do circuito regulamentado pelo banco central (como, por exemplo, no euromercado).

⁵² A maior parte dos itens aqui abordados é baseada na discussão empreendida por Palazuelos (op. cit., pp. 25-37).

superavam as ascendentes taxas de inflação. O contexto internacional recessivo e inflacionário favorecia o endividamento das empresas com porte suficiente para ter acesso aos mercados internacionais de capitais, bem como dos governos ocidentais com problemas orçamentários e dos governos dos países periféricos com disposição para estimular o crescimento de suas economias.

O mercado de dólares depositados em bancos europeus (depósitos de *eurodólares*), que já vinha se desenvolvendo desde o final dos anos 1950, cresceu rapidamente durante a década de 1970, ganhando expressão financeira internacional sobretudo a partir da enxurrada de petrodólares depositados desde meados dessa década. Segundo dados do BIS, recolhidos por Palazuelos,⁵³ os depósitos colocados em instituições bancárias instaladas fora do país ao qual pertencia a moeda utilizada (essencialmente dólares em bancos europeus) passaram, em termos líquidos (deduzidas as duplicações de contas), de 65 bilhões de dólares em 1970 para 265 bilhões em 1975, superando os 800 bilhões em 1980.

No caso dos mercados de crédito e de valores (conhecidos como “euromercados”, uma vez que tinham lugar nas praças européias e estavam denominados em dólares), o primeiro grande impulso veio na segunda metade dos anos 1970, mesmo fenômeno observado no mercado de divisas, que apresentou forte desenvolvimento a partir de então. Segundo Palazuelos,⁵⁴ foi nesse período que começaram a se desenvolver os intercâmbios de divisas num patamar superior às necessidades de empresas e de governos para efetuar suas operações comerciais ou de investimento no exterior, bem como dos bancos centrais para melhorar a qualidade e o nível de suas reservas. À medida que se acentuava a instabilidade das taxas de câmbio, incrementavam-se as possibilidades para se levar a cabo atividades especulativas, criando-se oportunidades lucrativas que atraíam indistintamente os grandes bancos, as corporações transnacionais e as novas empresas financeiras. No final da década de 1970, as transações diárias com divisas já alcançavam 75 bilhões de dólares.⁵⁵

Os mercados internacionais de capitais, que já vinham crescendo paulatinamente desde o início dos anos 1970, tiveram também seu ritmo de expansão ampliado na segunda metade dessa década. O volume global de capitais em 1980, entre empréstimos bancários e obrigações emitidas (*foreign bonds*, *euro-bonds* e bônus especiais),⁵⁶ situou-se num patamar seis vezes superior ao observado em 1972,

⁵³ Ibidem, p. 25.

⁵⁴ Ibidem, pp. 26-27.

⁵⁵ Segundo dados do BIS (*Annual Report*), recolhidos por Palazuelos (idem, p. 27).

⁵⁶ Os *foreign bonds* são obrigações denominadas na moeda do país em que são colocadas, que é diferente daquela do país a que pertencem a empresa ou o governo emissor; os *euro-bonds* são

saltando de 20 para 120 bilhões de dólares, dois terços dos quais correspondentes à concessão de empréstimos internacionais e o restante à emissão de obrigações (ver Tabela 1). Agregando a totalidade dos fluxos internacionais de capitais na segunda metade da década, 61% dos quase meio trilhão de dólares corresponderam a empréstimos bancários (*eurocréditos*), 19% a *foreign bonds*, 18% a *euro-bonds* e 1,5% a bônus especiais.

No mercado de *eurocréditos* (créditos concedidos pelos bancos em moedas diferentes às dos países nos quais se localizam o tomador e o prestamista) observa-se uma presença bastante relevante dos países não desenvolvidos, que absorveram cerca de 38% do valor total dos empréstimos internacionais na segunda metade dos anos 1970, com destaque para México e Brasil (9,3% e 7,6% do total dos créditos obtidos, respectivamente).⁵⁷ Este mercado, que se encontrava em 1980 num patamar nove vezes superior ao observado em 1972, apresentou uma forte aceleração a partir de 1978, graças ao aumento da demanda procedente da América Latina, da Ásia e também de alguns países da OCDE. Dos quase 300 bilhões de dólares em *eurocréditos* acumulados no período 1976-80, 44% foram absorvidos pelos países desenvolvidos, cabendo aos países-membros da Opep outros 12% (Tabela 1).

Se no mercado internacional de empréstimos bancários havia uma presença importante dos países não desenvolvidos, o mesmo não ocorria no âmbito do mercado internacional de obrigações, no qual predominavam as economias desenvolvidas. Tratava-se de um mercado no qual os emissores e os investidores eram basicamente grandes empresas e governos pertencentes a um número reduzido de países desenvolvidos. As empresas emitiam esses títulos com o objetivo de obter financiamento internacional em condições mais baratas e rápidas do que as vigentes em seus mercados nacionais regulamentados, ao passo que os investidores adquiriam um ativo que lhes permitia escapar do pagamento de impostos e do controle de seus lucros, ficando protegidos pelo anonimato de títulos internacionais emitidos ao portador.⁵⁸ Dos quase 190 bilhões de dólares em títulos postos em circulação na segunda metade da década de 1970, 77% foram emitidos por empresas e governos de

obrigações denominadas em moeda diferente da do país em que são colocados, e com frequência também do país ao qual pertence o agente emissor; já os bônus especiais são emitidos por organismos internacionais e colocados por intermédio dos bancos centrais e dos governos dos países ocidentais. Ver *ibidem*, pp. 28-29.

⁵⁷ O euromercado foi o motor do crescimento da dívida externa do Terceiro Mundo. A reciclagem de petrodólares no mercado de eurodólares intensificou os fluxos internacionais de capitais em direção aos países em desenvolvimento na forma de eurocréditos, dando origem a uma dívida externa que, no contexto de um novo regime monetário e financeiro imposto pelos Estados Unidos, paralisaria as economias do Terceiro Mundo nos anos 1980.

⁵⁸ Cf. *ibidem*, p. 28.

países da OCDE (Tabela 1). A participação dos países não desenvolvidos no mercado internacional de títulos foi muito modesta nesse período, representando apenas 6,7% das emissões (ou 8,5%, se incluídos os países-membros da Opep).

Tabela 1
Evolução dos mercados internacionais de capitais
1972-80

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	Total 1976-80
Total	19,9	30,9	40,8	42,6	63,0	70,3	111,0	120,0	121,0	485,4
Empréstimos bancários	8,7	20,8	28,5	20,6	28,4	34,2	73,8	79,3	81,0	296,7
Distribuição dos tomadores										
Países da OCDE	4,6	12,4	18,3	6,1	10,3	13,4	35,7	28,9	41,8	130,1
Países não desenvolvidos	2,3	4,5	7,4	8,1	11,1	11,7	23,8	36,3	28,5	111,4
Brasil	0,6	0,8	1,6	2,1	3,3	2,3	5,2	6,4	5,3	22,5
México	0,4	1,1	1,5	2,2	2,1	2,9	6,2	10,5	5,9	27,6
Coreia do Sul	0,1	-	0,3	0,3	1,0	0,8	1,7	2,6	2,0	8,1
Países da Opep	1,2	2,8	0,9	3,2	3,6	6,1	10,2	8,8	7,0	35,7
Outros países	0,5	1,1	2,0	3,2	3,3	2,8	3,9	5,1	3,1	18,2
Agências internacionais	-	-	-	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	1,4
Obrigações emitidas	11,2	10,1	12,3	22,0	34,6	36,1	37,4	40,6	39,8	188,5
<i>Foreign-bonds</i>	4,2	4,5	5,2	11,2	18,4	16,3	20,7	20,3	17,9	93,6
<i>Euro-bonds</i>	6,9	4,2	3,4	8,7	14,7	18,7	15,0	18,7	20,3	87,4
Bônus especiais	-	1,3	3,7	2,1	1,5	1,1	1,7	1,6	1,4	7,3
Distribuição dos emissores										
Países da OCDE	7,5	6,6	7,1	16,5	27,3	27,0	26,5	32,0	32,3	145,1
Países não desenvolvidos	0,7	1,1	0,8	0,7	1,8	3,4	3,4	2,6	1,5	12,7
Países da Opep	0,1	0,2	0,1	-	0,2	0,8	1,9	0,4	0,1	3,4
Outros países	0,8	0,2	-	0,6	0,1	0,3	0,5	0,4	0,6	1,9
Agências internacionais	2,1	2,0	4,3	4,2	5,2	4,6	5,1	5,2	5,3	25,4

Fonte: OCDE. *Financial Market Trends*, apud Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madrid: Síntesis, 1998.

Manutenção do dólar como referência monetária internacional

A ruptura do sistema de paridades fixas estabelecido em Bretton Woods e a vigência de um regime de taxas de câmbio flutuantes a partir das crises monetário-cambiais de 1971 e 1973 abriram a possibilidade de que qualquer moeda forte ou cesta de moedas viesse a ocupar papel importante em âmbito internacional, como unidade de conta, meio de pagamento ou reserva de valor. Contudo, apesar da desordem monetária e cambial dos anos 1970 e da contínua desvalorização do dólar ao longo da década (perdeu 46% de seu valor em relação ao marco alemão e 25% em relação ao

iene) — fatores que determinaram um relativo enfraquecimento da demanda de dólar para transações comerciais e financeiras e como reserva —, a moeda norte-americana manteve a supremacia mundial no novo contexto monetário internacional.

“De fato, o dólar continuava sendo utilizado como meio de faturamento da metade do comércio internacional, compreendendo a quase totalidade dos intercâmbios de matérias-primas e o conjunto do comércio exterior do continente americano, além de proporções significativas do comércio de outros países da Europa, Ásia e Oceania. Constituíam também a principal unidade de reserva, já que cobria em torno de 60% dos ativos mantidos pelos bancos centrais em escala mundial. No âmbito financeiro internacional, mais de 70% dos eurocréditos eram denominados em dólares, bem como 60% dos *euro-bonds*. Assim, embora sua cotação se mostrasse instável e declinante e o setor externo da economia norte-americana mostrasse claros sintomas de debilidade por meio de sua balança em conta corrente, a ordem monetária internacional assumiu um esquema de funcionamento baseado num sucedâneo do padrão dólar. Questão esta que seguia garantindo uma evidente vantagem para a economia norte-americana, na medida em que suas autoridades ficavam eximidas da necessidade de adotar medidas corretivas frente a seus desequilíbrios externos. Deste modo, por intermédio dos déficits externos, a economia dos Estados Unidos seguia bombeando para o resto do mundo uma parte de seu excesso de liquidez monetária, amortecendo assim as tensões inflacionárias em seu interior.”⁵⁹

Dadas as evidentes vantagens econômicas e políticas proporcionadas pela manutenção e controle da principal moeda internacional, os Estados Unidos se recusaram sistematicamente, ao longo da década de 1970, a aceitar o ouro ou os Direitos Especiais de Saque emitidos pelo FMI como referências monetárias alternativas que pudessem obscurecer o papel estelar do dólar nas relações monetárias, comerciais e financeiras internacionais. O FMI — criado em 1944 para controlar o cumprimento das normas monetárias acordadas em Bretton Woods e garantir a estabilidade cambial, e que perdera seus atributos, suas funções e sua razão de ser a partir do funcionamento do sistema de taxas de câmbio flutuantes — passou a desenvolver, na segunda metade da década de 1970, um série de tentativas para implementar uma nova ordem monetária internacional sob novas formas de cooperação, que lhe permitisse respaldar os Direitos Especiais de Saque a partir de uma cesta de moedas. Essas iniciativas do FMI foram sistematicamente barradas pelos Estados Unidos e Inglaterra, além de não contarem com o apoio da Alemanha e do Japão. Contudo, as crescentes flutuações voláteis na atividade econômica mundial e a ampliação das incertezas monetárias e cambiais ao longo dos anos 1970 passaram a influenciar as posições políticas da maioria dos países capitalistas desenvolvidos, pondo em questão a hegemonia da moeda norte-americana.

⁵⁹ *Ibidem*, p. 33.

“Aos poucos, o volume do crédito interbancário e da dívida final dos tomadores do Terceiro Mundo e da área socialista começou a aumentar a sensação de ‘risco crescente’ por parte dos bancos centrais de países superavitários e deficitários. Estes haviam perdido completamente o controle de sua situação final de balanço de pagamento, graças aos movimentos bruscos de especulação em moedas. Esta situação acabou levando a maioria dos países capitalistas, com a única exceção dos Estados Unidos e da Inglaterra, a apoiar o FMI para medidas na direção de um maior controle público do sistema financeiro internacional.”⁶⁰

A resposta ao questionamento da hegemonia da moeda norte-americana, consequência imediata da flexibilização do padrão dólar a partir da derrocada do sistema de Bretton Woods, viria ao final da década de 1970, com a construção, a partir dos Estados Unidos, de um novo regime monetário e financeiro, que confirmaria a supremacia mundial do dólar e nortearia os destinos da economia capitalista mundial a partir de então.

Fortalecimento da atuação dos principais agentes financeiros internacionais

O processo de expansão e internacionalização das finanças na década de 1970 permitiu o fortalecimento dos principais agentes, novos e antigos, engajados nas atividades financeiras internacionais. As grandes corporações internacionais do setor produtivo mudaram suas estratégias e passaram a buscar abrigo na esfera financeira contra a queda na rentabilidade dos investimentos produtivos, efetuando lucrativas operações de crédito, títulos e divisas e reduzindo seus vínculos com as instituições bancárias que até então intermediavam grande parte de suas operações internacionais. Da mesma forma, os governos, grandes tomadores de empréstimos, estimularam a desintermediação bancária ao demandarem diretamente junto aos mercados externos o acesso às linhas de crédito internacionais, ao passo que os bancos centrais passaram a desempenhar papel ativo no intercâmbio de divisas.

As múltiplas oportunidades abertas nos mercados internacionais fomentaram também o surgimento e a multiplicação de empresas que competiam com os bancos e foram tomando posição como intermediários (*brokers*), que recebiam comissões por sua gestão, ou como operadores de compra e venda (*market makers*), que obtinham lucros por meio da intervenção nos mercados de divisas e de matérias-primas e que freqüentemente elevavam o risco de suas operações ante a expectativa de lucros

⁶⁰ Tavares, Maria da C. “A retomada da hegemonia norte-americana”. In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luis (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 33.

maiores. Os fundos mútuos, que viriam a desempenhar importante papel nas décadas seguintes, também foram criados e passaram a se desenvolver nos anos 1970, estimulados pelas inovações financeiras e tecnológicas surgidas com a desintermediação financeira.⁶¹

Apesar da desintermediação e do aumento das pressões competitivas entre as instituições bancárias e as novas e fortalecidas instituições financeiras não-bancárias (sobretudo nos países em que havia alguma forma de segmentação institucional, como nos Estados Unidos), e mesmo tendo perdido o monopólio sobre o sistema de pagamentos da economia, os grandes bancos ocidentais continuaram exercendo papel fundamental na estrutura financeira internacional. Além de criarem novos serviços financeiros para a colocação de emissões de títulos nos mercados internacionais, os bancos eram os grandes prestamistas do mercado de eurocréditos e os principais operadores no intercâmbio de divisas, um mercado que cresceu explosivamente a partir da disseminação do regime de taxas de câmbio flutuantes e que era eminentemente interbancário.

Surgimento de novos instrumentos e de novas atividades financeiras

A produção de inovações financeiras ganhou grande impulso a partir do esgotamento do sistema fordista, como resposta à demanda dos agentes por liquidez, agilidade e rentabilidade financeira. No âmbito do mercado de eurocréditos a principal inovação foi a criação de Certificados de Depósitos Negociáveis, que visavam superar a rigidez derivada dos prazos de vencimento dos depósitos em eurodivisas. A fim de proporcionar aos principais depositantes um maior grau de liquidez, os bancos passaram a pôr em circulação esses instrumentos bancários, que eram emitidos como recibo pelos depósitos a prazo e podiam ser negociados em mercados secundários, oferecendo liquidez a qualquer momento.

No âmbito dos mercados de obrigações (bônus) internacionais, as principais inovações (primeiramente nos Estados Unidos e depois em outros países) foram a

⁶¹ Segundo Cintra, as inovações financeiras e tecnológicas “aprofundaram a desintermediação nos anos 70 e estimularam o desenvolvimento dos fundos mútuos (*Money Market Mutual Funds*, MMMF), os quais proporcionavam taxas de retorno de mercado (acima dos tctos) para um grande número de sócios. Esses sócios depositavam seus recursos nos MMMF, que, por sua vez, investiam em instrumentos do mercado monetário. Nas palavras de Stigum, ‘um fundo mútuo é um instrumento através do qual os investidores formam um conjunto de recursos para investir em um diversificado portfólio de *securities*. O investidor que aplica em um fundo mútuo obtém participações nos retornos e transforma-se de fato em possuidor de parte (quotas) do fundo. Os fundos mútuos são gerenciados por profissionais” (Cintra, op. cit., p. 182).

criação de obrigações com taxas variáveis e o surgimento dos primeiros instrumentos de crédito securitizados. As primeiras eram títulos que buscavam melhor adequação às variações das taxas de juros e ao funcionamento das taxas de câmbio flutuantes. Já os instrumentos securitizados seguiam a experiência norte-americana com as emissões de papéis comerciais e consistiam na criação, por parte das empresas, de diversas modalidades de títulos de curto prazo a fim de obter um financiamento de médio e longo prazo com os menores custos possíveis. Do ponto de vista dos investidores, a atratividade dos novos ativos postos em circulação era tripla: alta rentabilidade oferecida pelos bônus em face de outras alternativas; cobertura para as incertezas quanto ao comportamento da inflação, dos juros e do câmbio; e possibilidade de fugir da tributação, do controle fiscal e dos controles nacionais sobre os lucros e sobre os movimentos financeiros.⁶²

Entretanto, foi a criação dos mercados de futuros, já no início dos anos 1970, a inovação financeira que apresentaria os desdobramentos mais importantes sobre o funcionamento do sistema financeiro nas décadas seguintes.

“Em 1972, a bolsa de mercadorias de Chicago abriu a primeira bolsa de futuros em divisas, na qual os compradores de produtos básicos podiam subscrever paralelamente um instrumento de cobertura frente ao risco de que a taxa de câmbio da moeda em que haviam subscrito seu contrato experimentasse variações desfavoráveis. Firmavam-se assim contratos para o intercâmbio de divisas nos quais se acordava a entrega futura de uma quantidade de moeda estrangeira em datas, preços e lugares previamente determinados; por sua vez, esse contratos podiam ser negociados em bolsa antes de seu vencimento. Anos depois, entre 1975 e 1977, o International Monetary Market, ligado à bolsa de Chicago, começou a negociar contratos futuros sobre variações de taxas de juros, associados aos certificados hipotecários do governo norte-americano, e mais tarde foi incorporando as taxas de juros dos bônus do Tesouro. Em 1980 surgiu a New York Futures Exchange, ligada a Wall Street. Nesse ano, segundo o BIS (*Annual Report*), os mercados de futuros alcançaram um valor de 80 bilhões de dólares, com destaque para os futuros de taxas de juros sobre os Bônus (36 bilhões) e sobre as ações (43 bilhões), juntamente com uma pequena quantidade de futuros sobre moedas (2,2 bilhões).”⁶³

A explosão desses mercados de futuros, porém, ocorreria nas duas décadas seguintes, completando-se com a criação e a expansão dos mercados de opções em meados dos anos 1980.

⁶² Cf. Palazuolos, op. cit., pp. 34-35.

⁶³ Ibidem, p. 35.

Crescente inter-relação de mercados, instabilidade e reprodução da incerteza

O comportamento dos mercados financeiros internacionais passou a ter importância crescente na dinâmica produtiva e comercial da economia mundial nos anos 1970. O funcionamento compartimentado e regulado dos mercados ao longo do período fordista foi rapidamente cedendo lugar a uma autêntica miscelânea financeira. Bancos, grandes corporações internacionais, novos agentes financeiros e investidores tradicionais passaram a diversificar suas carteiras e seus vínculos financeiros. As operações comerciais envolvendo *commodities* passaram a efetuar-se sob modalidades conectadas pelos mercados de crédito e de divisas. As estratégias produtivas das grandes corporações ficaram cada vez mais vinculadas à realização de operações financeiras em escala internacional. As próprias divisas se converteram em importantes ativos financeiros, ao passo que os diferenciais entre as taxas de juros e de câmbio de cada país passaram a servir de referência para as empresas que atuavam no comércio exterior. O aumento do nível de liquidez internacional ampliou as oportunidades para a colocação e a obtenção de recursos financeiros nos mercados internacionais, enquanto as transações eram realizadas cada vez mais rapidamente e com menores custos.

Contudo, o estancamento da atividade produtiva, a queda na rentabilidade das empresas e a deterioração da realidade econômica mundial nos anos 1970, fenômenos acompanhados por inflação e fortes desequilíbrios monetários internos e externos às economias capitalistas, alimentaram uma persistente instabilidade nos movimentos financeiros internacionais. A adoção do sistema de taxas de câmbio flexíveis, em particular, com crescentes flutuações voláteis das taxas de câmbio e da própria atividade econômica, foi o ponto de partida para uma instabilidade financeira crônica (muitos ativos financeiros passaram a buscar valorização no mercado de câmbio, preservando a máxima liquidez). Com as flutuações cambiais, os governos ocidentais passaram a intervir nos mercados monetários, aumentando a volatilidade e a variância internacional das taxas de juro de curto prazo e acentuando ainda mais a instabilidade macroeconômica. Essa instabilidade tornou o horizonte econômico cada vez menos previsível para empresas e governos, recrudescendo as incertezas e transformando-se numa barreira poderosa para o investimento produtivo.

“Na encruzilhada econômica da segunda metade dos anos 1970, reproduziam-se as dúvidas sobre o futuro mais ou menos imediato das taxas de câmbio das moedas, das taxas de juros dos empréstimos e das cotações dos títulos emitidos. Nesse clima, muitos investidores, grandes e pequenos, aspiravam ampliar suas margens de lucro.

Desta maneira, as expectativas de expansão dos mercados financeiros e os interesses específicos dos agentes que neles participavam tendiam a reforçar os sinais de incerteza, convertendo a esta numa característica substancial do marco financeiro e econômico internacional.”⁶⁴

A tendência à integração dos mercados, com crescimento das operações financeiras internacionais, instabilidade financeira crônica e reprodução contínua das incertezas macroeconômicas, acabou impondo limitações cada vez maiores à condução das políticas nacionais nos campos monetário e cambial.

Desarticulação do regime de finanças administradas

A estrutura reguladora da moeda, do crédito e do sistema bancário vigente durante o fordismo, em que predominava um sistema de finanças administradas pelo Estado, desarticulou-se na década de 1970 a partir dos fenômenos já analisados nesta seção e na seção anterior. Tais fenômenos contribuíram para a redução da operacionalidade dos mecanismos de controle da liquidez e da expansão financeira via instrumentos tradicionais de administração e controle das reservas bancárias (recolhimentos de compulsórios e empréstimos de liquidez), limitando a capacidade das autoridades monetárias para gerir a moeda de crédito e a liquidez da economia, enquadrar as instituições e os mercados financeiros e conduzir autonomamente as políticas monetária e cambial.

O esgotamento do ciclo fordista de crescimento e a elevação da inflação nos anos 1970 estimularam o surgimento de inovações financeiras e a proliferação de moedas privadas que afetaram o controle monetário dos bancos centrais, ampliando o volume de recursos não controlados para o crédito à produção ou à especulação, gerando mercados secundários, fortalecendo as instituições financeiras não-bancárias (não sujeitas às mesmas restrições impostas aos bancos pelas autoridades monetárias) e rompendo o monopólio das instituições bancárias sobre o sistema de pagamentos da economia. Conforme enfatizado anteriormente, a dívida pública, mediante a utilização e a difusão dos títulos públicos como instrumento de endividamento (*open market*), foi criada, em boa medida (particularmente nos Estados Unidos), para controlar uma liquidez ampliada pela criação de moedas privadas, isto é, pela criação de liquidez fora do circuito regulamentado pelo banco central (como, por exemplo, no euromercado).⁶⁵

⁶⁴ Ibidem, p. 36.

⁶⁵ Segundo Braga (op. cit., p.167), a sucessão de inovações financeiras “minou a capacidade de gestão da liquidez via redescuento e reservas compulsórias e deixou como instrumento o *open market*, isto é, o endividamento via títulos públicos, pois, comprando e vendendo-os, o banco central tenta afetar a

De forma análoga, a maior complexidade do sistema financeiro internacional, com ampliação dos mercados e crescimento das operações financeiras, surgimento e fortalecimento de novos agentes, inovações financeiras, maior liberdade de movimentação de capitais, expansão do euromercado e mudanças no sistema de pagamentos a partir da introdução de novos ativos líquidos, tornou progressivamente obsoletos os instrumentos à disposição das autoridades monetárias para o controle da moeda e do crédito, dificultou a condução das políticas monetárias nacionais e colocou pressão adicional sobre os bancos centrais nacionais como garantidores da estrutura patrimonial de empresas e bancos. Com a internacionalização, a expansão e a tendência à integração dos mercados financeiros, as grandes empresas e os grandes bancos conseguiram escapar ao circuito da liquidez interna, alavancar recursos internacionais a partir de suas reservas líquidas e participar ativamente de operações de arbitragem, instabilizando os mercados nacionais de moeda e de câmbio e desarticulando o regime de finanças administradas do fordismo.

“A maior integração entre os mercados financeiros alargou sensivelmente o horizonte dos agentes econômicos, financeiros ou não, e possibilitou buscar novas formas de captação e de aplicação que se mostrassem mais atraentes. [...] Essa maior integração entre os mercados problematizou o controle dos movimentos de capitais entre países. Enfim, ofereceu melhores condições para que os agentes burlassem os constrangimentos colocados pelos mercados e, em especial, pela atuação reguladora da autoridade monetária sobre os mercados financeiros domésticos. Pode-se concluir que, em mercados financeiros desenvolvidos e integrados, como o americano, a autoridade monetária perde grau de liberdade no controle das reservas, uma vez que os agentes são capazes de realizar movimentos migratórios para contornar as restrições impostas. Além disso, os fluxos de recursos *cross-border* ampliam a desproporção entre os ativos totais operados no sistema financeiro e o universo atingido pelos depósitos compulsórios. [...] Em síntese, as instituições bancárias, em virtude de suas peculiaridades, apresentavam-se como espaço privilegiado para a atuação da autoridade monetária no controle do nível de reservas, sobretudo quando se considera o formato do sistema financeiro americano, cujas origens remontam à década dos 30. Todavia, com as inovações financeiras, essas instituições passaram a contar com espaços alternativos para a captação de recursos, seja através de novos instrumentos, seja por meio da internacionalização dos mercados financeiros. Ademais, também se defrontaram com a concorrência de instituições não-bancárias, não sujeitas às mesmas restrições. Então, é possível afirmar que as inovações financeiras e a internacionalização dos mercados reduziram a operacionalidade dos instrumentos

oferta de crédito ao criar ou retirar reservas dos bancos”. Cintra (op. cit., p. 216) pondera que “a atuação de um banco central que opera com empréstimos de liquidez (*discount window*), descontando títulos privados, é muito diferente da atuação de um outro banco central que atua através do *open market*, com títulos públicos. Em grandes linhas, essa foi a transformação ocorrida na gestão monetária do Federal Reserve. Nos anos 50, a política monetária era executada na relação direta entre os bancos comerciais e o banco central. A partir dos anos 60, as inovações financeiras (quase-moedas) lastreadas em títulos públicos (com risco financeiro zero e elevada liquidez) invadiram os setores bancário e não-bancário. Assim, restou à autoridade monetária a possibilidade de monitorar a quantidade de títulos públicos nos portfólios dos intermediários financeiros”.

tradicionais de controle das reservas bancárias.”⁶⁶

A desintegração da estrutura fordista de regulação da moeda e do sistema bancário seria consumada nos anos 1980 sob os auspícios dos Estados Unidos, atendendo aos interesses hegemônicos norte-americanos e às pressões dos grandes capitais financeiros e industriais em favor do desmantelamento dos mecanismos de supervisão e de controle da esfera financeira.

Pressões para o desmantelamento dos mecanismos de supervisão e controle da esfera financeira

Em que pese a desarticulação progressiva do regime de finanças administradas ao longo dos anos 1970, ao final da década a estrutura institucional herdada do fordismo ainda representava um sério óbice para a livre expansão da esfera financeira. O arranjo institucional que possibilitou a estabilidade dos juros e a rentabilidade do sistema bancário, contribuindo para o longo período de crescimento econômico do pós-guerra, transformou-se, no contexto estagflacionário vigente nos anos 1970, num obstáculo para a obtenção de ganhos de origem financeira que compensassem a queda da rentabilidade na atividade produtiva. Isso suscitou o surgimento de fortes pressões, por parte dos grandes capitais financeiros e industriais, para o desmantelamento dos mecanismos de supervisão e controle da esfera financeira e para a redução ou eliminação dos controles sobre o crédito e as taxas de juros (pressões para a liberalização e a desregulamentação financeiras), de forma a favorecer as instituições que operavam nos mercados de capitais (subscrição de ações e de bônus), os bancos americanos (prejudicados pela desintermediação financeira resultante dos tetos impostos às taxas de juros pela *Regulation Q* e da estrutura segmentada dos mercados financeiros) e a captação ou aplicação direta de recursos pelas empresas não-financeiras (*commercial papers* e bônus de médio e longo prazo).

O processo inflacionário nos anos 1970 e a conseqüente deflação lenta das dívidas produziam perdas para os credores (capital financeiro),⁶⁷ ao passo que a

⁶⁶ Cintra, op. cit., pp. 214-215.

⁶⁷ Conforme visto no capítulo anterior, quando se caminha para o período de euforia de um ciclo econômico, uma rede de créditos e dívidas é criada (adianta-se capital-dinheiro criado do nada com a esperança de que a produção criada a partir dele realize seu valor mais adiante). Essa cadeia de créditos e dívidas se auto-alimenta no período de euforia, fazendo crescer uma massa de capital fictício (descolamento entre o lado real e o lado financeiro da economia) que em algum momento — dado o processo de superprodução e incapacidade de seguir realizando um capital que já não encontra meios para ser realizado, mesmo com a aceleração do processo de diminuição da vida econômica útil dos bens de equipamento (ou seja, a produtividade já não cresce como seria necessário para manter a

expansão financeira, que era do interesse não apenas dos segmentos exclusivamente ligados às finanças, mas também das corporações industriais (interessadas em obter ganhos financeiros para compensar a perda de produtividade e de lucros na atividade produtiva, num cenário de estagnação econômica), esbarrava nos limites de uma regulamentação desfavorável, herdada das reformas dos anos 1930 e do fordismo, que representava um obstáculo para a livre circulação e valorização do capital financeiro.

“Diga-se que o *establishment* financeiro americano jamais se conformou com a regulamentação imposta aos bancos e demais instituições não-bancárias pelo *Glass-Steagall Act* no início dos anos 30. Foi também grande a resistência dos *negócios do dinheiro* às propostas de Keynes e de Dexter White para a reforma do sistema monetário internacional. Na verdade, as políticas americanas de resposta às ameaças contra a hegemonia do dólar estavam associadas à recuperação do predomínio da *alta finança* na hierarquia de interesses que se digladiavam no interior do Estado plutocrático americano. É deste ponto de vista que devem ser analisadas as mudanças na política econômica americana entre os anos 70 e 80.”⁶⁸

Se, por um lado, a persistência do processo estagflacionário, as crescentes dificuldades de valorização do capital investido na produção, o fracasso das políticas de reerguimento a partir da demanda, o desenvolvimento do euromercado e o retorno das finanças especulativas permitiram um questionamento do meio institucional vigente desde o pós-guerra e fizeram as instituições financeiras e os grandes grupos industriais aumentar a pressão de forma a obter um arranjo institucional e uma política monetária mais favoráveis aos seus interesses (eliminação da repressão sobre as finanças — liberalização financeira — e redução dos controles financeiros públicos

taxa de lucro e os lucros produzidos pelo lado real da economia já não cobrem os compromissos e as dívidas contraídas durante o período de euforia do ciclo) — terá de ser desvalorizada, isto é, terá de ocorrer o “ajuste de contas” entre o lado real e o financeiro da economia. As crises financeiras bruscas cumpriam esse papel no capitalismo do padrão-ouro: as corridas bancárias aniquilavam a pirâmide de dívidas, queimavam capital fictício e, também, capital produtivo, conduzindo a processos econômicos depressivos. Com a moeda fiduciária, emitida pelo banco central, e a possibilidade das intervenções estatais de empréstimo em última instância e de ampliação dos déficits orçamentários, o processo mudou. As autoridades monetárias passaram a sancionar as apostas privadas (sustentando as estruturas de endividamento frágeis e instáveis), não mais ocorriam crises financeiras bruscas e a desvalorização da pirâmide de dívidas se dava lentamente ao longo do tempo por meio da inflação. A inflação observada nos anos 1970 — estimulada pela política monetária frouxa dos Estados Unidos e pela injeção de poder aquisitivo na economia mundial pelo governo norte-americano, que procurava manter em andamento a expansão material da economia capitalista — distribuía no tempo a necessária desvalorização das dívidas, evitando perdas reais profundas a partir de uma crise financeira madura e avassaladora. As ações de empréstimo em última instância das autoridades monetárias debelavam as crises financeiras, mas produziam inflação (socialização dos prejuízos privados e dos riscos). Contudo, se a desvalorização lenta das dívidas beneficiava os segmentos endividados da sociedade, particularmente o Estado e as empresas que assumiam posições especulativas ou Ponzi, prejudicava os segmentos credores, isto é, o capital financeiro (embora os credores fossem amplamente beneficiados pelas ações salvacionistas dos bancos centrais, que sancionavam as apostas dos bancos e evitavam suas falências), dando origem a conflitos na relação entre o capital industrial e o capital financeiro.

⁶⁸ Belluzzo, op. cit., p. 102.

sobre os mercados de crédito e de capitais — desregulamentação), por outro lado a desvalorização persistente do dólar desde o abandono do sistema de taxas fixas de câmbio, o enfraquecimento de seu papel como moeda de reserva internacional e a conseqüente crise de confiança no dólar norte-americano como moeda mundial viável permitiram uma aliança entre os Estados Unidos, interessados em preservar e fortalecer sua então questionada posição hegemônica no contexto da economia capitalista mundial, e a comunidade internacional com interesses financeiros. O desmantelamento da maioria dos mecanismos de supervisão e de controle da esfera financeira e a consolidação de um novo regime monetário e financeiro ocorreriam com as políticas de fortalecimento do dólar e de desregulamentação e liberalização financeiras, iniciadas com a guinada monetarista radical de Paul Volcker, presidente do Federal Reserve, em 1979, e sustentadas pela “revolução conservadora” de Reagan e Thatcher.

CAPÍTULO 3

A CONSTRUÇÃO E A CONSOLIDAÇÃO DO NOVO REGIME MONETÁRIO E FINANCEIRO

A construção, consolidação e difusão internacional de um novo regime monetário e financeiro nos anos 1980, a partir do modelo paradigmático hegemônico, o norte-americano, constituíram-se no marco fundamental do novo binômio “regime de acumulação/modo de regulação” que passou a conduzir e a comandar a dinâmica capitalista de acumulação e de distribuição da renda e da riqueza no final do século XX. Esse novo regime, caracterizado por uma moeda desregulamentada e crescentemente privada e por finanças de mercado (desregulamentadas), diretas (desintermediadas) e internacionalizadas (com expansão vigorosa do mercado de capitais e crescente processo de “mundialização financeira”), passou a ganhar seus contornos definitivos com a guinada liberal e monetarista da política econômica norte-americana em 1979 e o processo de liberalização e desregulamentação financeiras desencadeado desde então pelos Estados Unidos para fortalecer sua posição hegemônica no contexto do capitalismo mundial, numa aliança com o capital financeiro internacional responsável pela criação de uma nova institucionalidade monetária e financeira. A nova configuração do modelo de regime monetário e financeiro predominante nas economias capitalistas desenvolvidas a partir dos anos 1980, cujo núcleo operacional consiste na manutenção de taxas de juros reais elevadas (políticas monetárias restritivas), inflação baixa (políticas desinflacionistas), câmbio flexível (padrão-dólar auto-referenciado) e na transferência de renda para a esfera financeira pelo mecanismo do financiamento da dívida pública, estabeleceu mudanças radicais na interação entre a moeda, o crédito e a atividade econômica, produzindo uma hipertrofia financeira de dimensões inusitadas e transformando o cenário econômico mundial em benefício dos agentes credores e rentistas que operam nos mercados financeiros.

Na primeira seção deste capítulo são apresentados os passos que permitiram a construção do novo regime monetário e financeiro a partir dos Estados Unidos, bem como a extensão de sua lógica para os demais países desenvolvidos. Com base numa estratégia de resgate de sua hegemonia geoeconômica enfraquecida (a “diplomacia do dólar”), os Estados Unidos reafirmaram a centralidade de sua moeda e de sua economia no contexto mundial mediante a imposição de uma política monetária fortemente contracionista, acompanhada por reformas fiscais regressivas e por um processo de liberalização e desregulamentação que produziria um movimento de forte expansão das relações, dos produtos e dos mercados financeiros em âmbito internacional. Na seção seguinte apresentam-se as principais características que configuram o novo regime monetário e financeiro, bem como os resultados mais explícitos de sua particular arquitetura: a hipertrofia financeira, a partir da

transformação do capital financeiro e da rápida expansão do capital fictício, e a imposição de uma “ditadura dos credores” nas relações de crédito e de financiamento. Na terceira e última seção são destacados alguns aspectos da transformação operada no cenário econômico-financeiro mundial a partir da disseminação da nova regulação da moeda e das finanças: a inibição do crescimento da economia mundial, as mudanças nas relações cambiais entre as moedas, os desajustes nos balanços de pagamentos e a crise da dívida externa dos países periféricos.

3.1 A política monetária americana e sua extensão aos países desenvolvidos: a “diplomacia do dólar” e o processo de liberalização e desregulamentação

O enfraquecimento do papel do dólar como moeda de reserva internacional, dada a sua persistente desvalorização frente ao marco e ao iene ao longo da década de 1970 (conseqüência dos elevados déficits do balanço de pagamentos norte-americano, financiados por uma política monetária acomodativa), produziu uma crise de confiança na moeda americana e um movimento por parte dos países capitalistas desenvolvidos e do FMI no sentido de maior controle do sistema financeiro internacional e da implementação de um novo padrão monetário internacional, com a possível substituição do dólar por Direitos Especiais de Saque emitidos pelo FMI, lastreados em uma cesta de moedas. O fortalecimento econômico e a importância estratégica alcançados pelo Japão e pela Alemanha na ordem capitalista mundial e suas pretensões de independência econômica e de comando regional na Ásia e na Europa indicavam, ao final dos anos 1970, o acirramento da concorrência entre as principais nações desenvolvidas e o possível surgimento de uma nova ordem mundial policêntrica, com o fim da centralidade do dólar (fortalecimento do marco e do iene como moedas internacionais) e com o questionamento dos Estados Unidos como pólo hegemônico único na economia capitalista mundial. Após uma década de estagflação e de incertezas monetárias e cambiais, parecia remota a possibilidade de que os Estados Unidos conseguissem reenquadrar econômica e financeiramente seus parceiros e adversários e reafirmar a sua hegemonia.

A resposta ao questionamento da hegemonia norte-americana, contudo, viria a partir de 1979, com o encerramento de um longo período de políticas keynesianas de manutenção de taxas de juros baixas e uma forte guinada na política monetária norte-

americana em direção a uma adesão rigorosa aos princípios monetaristas e liberais da moeda forte, que reverteria as tendências a uma ordem mundial policêntrica e possibilitaria aos Estados Unidos a retomada do controle financeiro internacional e a supremacia mundial de sua moeda mediante a estratégia conhecida como “diplomacia do dólar”, bem como a construção de um novo regime monetário e financeiro que nortearia, sob o comando hegemônico dos Estados Unidos, os destinos da economia capitalista mundial a partir dos anos 1980.

“Na reunião mundial do FMI de 1979, Mr. Volcker, presidente do FED, retirou-se ostensivamente, foi para os EUA e de lá declarou ao mundo que estava contra as propostas do FMI e dos demais países-membros, que tendiam a manter o dólar desvalorizado e a implementar um novo padrão monetário internacional. Volcker aduziu que o FMI poderia propor o que desejasse, mas os EUA não permitiriam que o dólar continuasse desvalorizado tal como vinha ocorrendo desde 1971 e em particular depois de 1973 com a ruptura do Smithsonian Agreement. A partir desta reviravolta, Volcker subiu violentamente a taxa de juros interna e declarou que o dólar manteria sua situação de padrão internacional e que a hegemonia da moeda americana iria ser restaurada. Esta diplomacia do dólar forte custou aos EUA mergulhar a si mesmos e a economia mundial numa recessão contínua por três anos. Quebraram inclusive várias grandes empresas e alguns bancos americanos, além de submeterem a própria economia americana a uma violenta tensão estrutural. O início da recessão americana e a violenta elevação da taxa de juros [...] levaram à beira da bancarrota os países devedores, e forçaram os demais países capitalistas a um ajuste recessivo, sincronizado com a política americana.”¹

A política monetária severamente restritiva e desinflacionista adotada pela gestão de Paul Volcker no banco central americano e o choque de juros iniciado em setembro de 1979, destinados a centralizar novamente nos Estados Unidos o capital monetário mundial sob controle privado, provocaram uma forte e persistente valorização do dólar nos anos seguintes (1979-85) e forçaram sucessivas desvalorizações de todas as moedas internacionais relevantes em face da moeda americana. Em poucos meses, a taxa de desconto do Federal Reserve passou de 7,5% para 10,3%, subindo continuamente até atingir 14% no início de 1981. A taxa das letras do Tesouro de curto prazo se elevaram de 7% a 14%, a taxa do mercado monetário de curto prazo (empréstimos entre instituições financeiras) saltou de 7,9% para 16,4% e a *prime rate* aplicada pelos bancos em seus empréstimos de curto e médio prazos ao setor privado passou de 9% a quase 19% entre o segundo semestre de 1979 e 1981. Já a taxa de câmbio efetiva do dólar (baseada em preços relativos no atacado) entre 1979 e 1985 experimentou uma apreciação de 63% em termos nominais

¹ Tavares, Maria da C. “A retomada da hegemonia norte-americana”. In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luis (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997, pp. 33-34.

e de 56% em termos reais.² Os juros altos, bem superiores aos índices inflacionários, e a generalização de políticas de ajuste macroeconômico desinflacionistas (o IPC americano atingiu 11% no final da década de 1970, tornando-se intolerável para os credores e as finanças internacionais) deflagraram uma forte recessão mundial até 1983, abalando profundamente as economias dos países devedores (que passaram a seguir pesados programas de ajuste sob o comando do FMI) e os balanços dos bancos americanos (socorridos pela política de proteção ao sistema financeiro americano patrocinada pelo primeiro governo Reagan).

A mudança radical na orientação da política monetária dos Estados Unidos, iniciada por Volcker, indica claramente que a chamada “diplomacia do dólar” constituiu-se num movimento estratégico de reafirmação da liderança e hegemonia americana no plano geoeconômico, destinado a enquadrar os sócios, os organismos internacionais (sobretudo o FMI e o Bird) e os principais competidores no mundo capitalista, subordinando-os aos interesses norte-americanos com base na capacidade de controle do poder e do dinheiro desfrutada pela potência dominante.³ As iniciativas da “diplomacia do dólar” modificaram profundamente o funcionamento e a hierarquia das relações internacionais a partir do início dos anos 1980, particularmente ao estimular um processo de internacionalização financeira sem precedentes. O apoio e a pressão da potência hegemônica no desencadeamento de um processo de desregulamentação financeira e de liberalização dos movimentos de capital, que fazia parte de um esforço estratégico bem-sucedido de restauração da hegemonia mundial dos Estados Unidos, redundariam naquilo que ficou conhecido na literatura econômica e no senso comum como “globalização financeira”, um movimento de intensa expansão financeira mundial e de crescente integração internacional dos mercados financeiros nacionais e dos segmentos de mercado (interdependência geográfica e funcional), que passaria a beneficiar os segmentos credores e rentistas das sociedades capitalistas ocidentais e sobretudo os Estados Unidos, que se tornaram, desde o início da década de 1980, os maiores receptores de capitais do mundo, transformando o país de principal credor do pós-guerra em principal devedor internacional. O intenso endividamento internacional dos Estados Unidos modificou profundamente a distribuição dos movimentos internacionais de capitais entre as grandes regiões da economia mundial, convertendo-se no principal motor do processo de “globalização

² Cf. Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madrid: Sintesis, 1998, pp. 54 e 69.

³ Cf. Tavares, Maria da C. e Melin, Luiz Eduardo. “A reafirmação da hegemonia norte-americana”. In: Tavares e Fiori (orgs.), op. cit.

financeira”.⁴

A política monetária ortodoxa de juros reais elevados, a atitude liberalizadora e desregulamentadora na área financeira e as políticas fiscais favoráveis aos ganhos de capital, aos lucros das empresas e aos segmentos de alta renda foram os pilares básicos das políticas econômicas nas gestões republicanas de Ronald Reagan e George Bush entre 1981 e 1992, no âmbito da “diplomacia do dólar” — responsáveis pela centralização da liquidez mundial nos Estados Unidos, pelo fortalecimento do dólar, pela reversão da lógica inflacionária dos anos 1970 e por um dos mais extraordinários processos de endividamento do Estado na história do capitalismo. Essas políticas, ao expandirem as finanças de forma inusitada, promoveram transformações fundamentais na estrutura econômica dos Estados Unidos — afetando, sobretudo, as bases de seu sistema financeiro — e nas relações financeiras norte-americanas com o exterior, permitindo a extensão das políticas monetárias restritivas para os demais países desenvolvidos, com repercussões financeiras decisivas sobre toda a economia mundial. Em última análise, essas políticas promoveram a construção e a consolidação de um novo regime monetário e financeiro.

Liberalização e desregulamentação financeiras

Conforme discutido na última seção do capítulo anterior, as pressões dos grandes capitais financeiros e industriais em favor de um amplo processo de liberalização e de desregulamentação financeiras, capaz de facilitar a obtenção de lucros que compensassem a queda da rentabilidade na atividade produtiva, eram particularmente intensas ao final dos anos 1970.⁵ Com o gradativo crescimento das finanças desde meados da década de 1960, o arranjo institucional do fordismo

⁴ Segundo Braga, os Estados Unidos usaram o tamanho de sua economia e o poder de seu dinheiro e de sua “diplomacia militar” para assegurar a hegemonia mundial, que muitos, precipitadamente, davam por desaparecida há tempos (no Brasil, Maria da Conceição Tavares foi a primeira a perceber o processo, já no início dos anos 1980). A globalização financeira é um processo conduzido pelo dólar, que é a principal reserva de valor em que os títulos financeiros são denominados (Braga, José Carlos de S. “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapcsp, 1998, p. 155).

⁵ É importante lembrar que os fatores responsáveis pelo início do processo de internacionalização financeira nos anos 1970, analisados no capítulo anterior, permaneciam operando ao final da década e no início dos anos 1980, e em alguns casos até com maior intensidade. O exemplo mais claro é dado pelo petróleo, cujo segundo choque de preços, em 1979, produziu um novo transbordamento maciço de petrodólares nos mercados financeiros internacionais. Esse transbordamento “teve menor duração que o anterior, apenas três anos, mas foi de maior magnitude na quantia de petrodólares reciclados para os países ocidentais” (Palazuelos, op. cit., p. 41).

revelava-se um obstáculo para a livre expansão da esfera financeira, contrariando os interesses e inibindo os ganhos das grandes corporações industriais e da alta finança norte-americana e internacional. A liberalização dos fluxos financeiros e a desregulamentação da moeda de crédito do fordismo, com a eliminação de barreiras, controles públicos e regulamentações nacionais sobre os movimentos de capitais e os sistemas financeiros (mercados monetário e de capitais), eram a aposta que interessava aos grandes poderes empresariais e financeiros, e acabariam contando com a aquiescência e o incentivo do governo norte-americano (interessado em fortalecer a hegemonia do país no cenário capitalista mundial) e, paulatinamente, dos demais governos capitalistas ocidentais (por ideologia ou por pragmatismo) e das grandes instituições econômicas multilaterais (particularmente o FMI e a OCDE) ao longo das décadas de 1980 e 1990.

As teorias liberais condenavam a política fordista de controle dos juros e do crédito. Por um lado, entendiam que a manutenção das taxas de juros em patamares baixos desestimulava a poupança e conduzia a uma inconveniente alocação de recursos, permitindo o financiamento de investimentos de baixa rentabilidade; por outro lado, o controle administrativo do crédito representaria uma fonte de rigidez e de desperdício, favorecendo projetos públicos e de empresas pouco competitivas. Havia-se chegado, segundo as teses desenvolvidas por McKinnon e Shaw,⁶ a uma situação de “repressão financeira” (baixa relação ativos financeiros/PIB), na qual a poupança e o investimento foram desestimulados por sistemas financeiros administrados e pouco competitivos.

“Segundo essa concepção, a liberalização financeira deveria estimular a poupança e o investimento, permitindo uma alta das taxas de juros. A poupança é tida como uma função crescente da taxa de juros; quanto maior a taxa de juros, mais os agentes econômicos admitem renunciar ao gasto imediato e optar em favor de um consumo futuro, cujo nível será aumentado pela alta dos rendimentos financeiros. Por outro lado, a alta da taxa de juros deve conduzir a uma melhor alocação do capital, já que os projetos de investimento menos rentáveis são eliminados.”⁷

Salama complementa o raciocínio:

“De acordo com a tese desenvolvida por McKinnon e Shaw, a alta das taxas de juros deveria permitir um aumento do investimento, da eficácia do capital, da taxa de

⁶ McKinnon, R. *Money and capital in economic development*. Washington D.C.: The Brooking Institution, 1973; Shaw, E. S. *Financial deepening in economic development*. Oxford: Oxford University Press, 1973).

⁷ Plihon, Dominique. “Descquilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 120.

crescimento da economia e da poupança, uma inserção mais importante das empresas no mercado de capitais e, finalmente, uma alocação mais otimizada dos fatores de produção. A alta da taxa de juros deveria, então, diminuir a repressão financeira, sob a condição, entretanto, de que ela fosse acompanhada de uma liberalização dos mercados.”⁸

Foram a política de recuperação hegemônica dos Estados Unidos (fundada no discurso liberal e no monetarismo) e as pressões do setor financeiro por maior mobilidade e flexibilidade dos capitais (aliança entre os Estados Unidos e as altas finanças privadas, segundo Arrighi)⁹ os fatores que viabilizaram e desencadearam o processo de liberalização monetária e financeira nos Estados Unidos e de desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, criando instrumentos e removendo barreiras e controles para a livre expansão da esfera financeira em âmbito mundial.¹⁰

Embora o fim do regime cambial de taxas fixas de Bretton Woods e a liberalização do câmbio no início dos anos 1970 sejam marcos decisivos do movimento desregulador das décadas seguintes, pode-se afirmar que o processo de

⁸ Salama, Pierre. “A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas”. In: Chcsnais (org.), op. cit., p. 213. Como enfatiza Salama na seqüência do trecho citado, a aplicação dessa tese não deu os resultados previstos, tanto nos países desenvolvidos quanto nos subdesenvolvidos: as décadas de 1980 e 1990, marcadas por juros reais positivos e por um processo contínuo de liberalização e desregulamentação, registraram declínio das taxas de poupança e de investimento e baixo crescimento econômico (mas testemunharam um crescimento sem precedentes da esfera financeira), conforme se observará neste capítulo e nos seguintes.

⁹ Ver Arrighi, Giovanni. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contraponto/Ed. da Unesp, 1996, cap. 4.

¹⁰ Os conceitos “liberalização” e “desregulamentação” financeiras se confundiram e se tornaram intercambiáveis na literatura econômica, estando ambos associados à idéia de eliminação de barreiras, controles e regulamentos para a livre movimentação de capitais financeiros. Alguns autores se esforçam em colocar as definições em seu lugar, procurando não confundir os termos, mas as dificuldades são evidentes. Ferreira, Freitas e Schwartz afirmam que “a liberalização pode ou não incluir, com intensidade variada, o que se entende por desregulamentação. Toda desregulamentação é uma liberalização, mas o contrário nem sempre é verdadeiro” (Ferreira, Carlos K. L., Freitas, Maria Cristina P. de e Schwartz, Gilson. “Formato institucional do sistema monetário e financeiro. um estudo comparado”. In: Cintra e Freitas (orgs.), op. cit., p. 87). A liberalização seria um fenômeno histórico, inerente ao processo de “globalização”, que coloca a regulamentação dos sistemas financeiros diante de novos desafios e dilemas práticos e conceituais (como a re-regulamentação). Já a desregulamentação extrema seria uma bandeira ideológica do liberalismo, de resultados catastróficos. Contudo, os autores acabam utilizando a expressão “liberalização” quase como um sinônimo de “integração” (integração econômico-financeira, como uma etapa do processo de internacionalização do capital, processo que já vem de mais de quinhentos anos). Talvez seja uma definição correta, mas é muito difícil, no atual contexto, dissociar “liberalização” de “políticas liberais” ou de “liberalismo” (é um termo por demais contaminado ideologicamente). Não parece haver incompatibilidade entre “integração” e “regulamentação”, mas o mesmo não pode ser dito de “liberalização” e “regulamentação”. A esta altura do debate, “liberalização” e “desregulamentação” se tornaram gêmeos siameses (o conceito “liberalização” está por demais associado à idéia de eliminação de controles e regulamentos), sendo inviável resgatar, no sentido dado por esses autores, um termo como “liberalização” (é preferível utilizar o termo “integração”).

liberalização e desregulamentação do setor financeiro nos Estados Unidos iniciou-se, *grosso modo*, já em 1974, logo após o primeiro choque do petróleo, quando o governo americano, buscando atrair os amplos excedentes comerciais detidos pelos exportadores árabes do produto, reduziu os controles existentes sobre os movimentos do capital estrangeiro. Em 1975 foram adotadas medidas no sentido de desonerar as operações nas bolsas e aumentar a flexibilidade da atividade financeira interna. Contudo, a demolição da legislação e do conjunto de regulamentações do *New Deal* de Roosevelt, que vigorou durante quase meio século, ocorreria sobretudo com as medidas de Volcker no Federal Reserve (1979-81) — em especial a liberalização das taxas de juros — e durante o primeiro mandato de Reagan, num processo contínuo de desregulamentação e de construção de um sistema de finanças liberalizadas que se prolongaria nos anos subseqüentes aos demais países capitalistas desenvolvidos e, na década seguinte, aos países da periferia do capitalismo.

“Em 1980 foi aprovada a *Depositary institutions desregulation and monetary control Act*, que reduziu os níveis de reservas obrigatórias a serem mantidos pelos bancos e propôs a paulatina eliminação da cláusula Q, que estabelecia tetos sobre os rendimentos (taxas de juros) dos depósitos nos bancos — tetos que seriam abolidos definitivamente em 1983 —, desaparecendo também as normas que estabeleciam critérios restritivos para a realização de determinadas operações de crédito por parte dos bancos comerciais. Logo depois, a *Garn-St. Germain Act* procedeu do mesmo modo com relação às normas que limitavam as operações de empréstimo das *saving & loans* que implicassem certos riscos. A justificativa para essas desregulamentações era dotar o setor bancário de uma maior concorrência, que permitisse uma maior eficiência na sua atuação.”¹¹

Mais do que a eliminação de travas legais por iniciativa do governo, o processo de liberalização e de desregulamentação monetária e financeira consistiu numa atitude prática e ativa das grandes forças atuantes no mercado financeiro, as quais pressionaram e desenvolveram suas operações financeiras até o limite permitido —ou além dele, em muitos casos — a fim de criar um espaço econômico sem qualquer interferência do setor público. Já no início dos anos 1980, várias instituições não-bancárias promoveram inovações financeiras que garantiam alta rentabilidade e liquidez, embora violassem as normas vigentes quanto aos limites sobre os juros e à especialização que deveria existir entre as instituições bancárias e não-bancárias. Processo semelhante ocorreu nos mercados de obrigações e de ações: ante a evidência de que as inovações introduzidas burlavam os controles nacionais, sobretudo no que se refere às operações entre estrangeiros e empresas norte-americanas, as autoridades passaram a remover os limites legais existentes e os controles sobre os movimentos de

¹¹ Palazuelos, *op. cit.*, p. 85.

capitais com o exterior (entradas e saídas), legitimando um processo já em curso, liberalizando o sistema financeiro nacional e permitindo uma grande expansão das operações financeiras efetuadas pelas empresas e os grandes grupos internacionalizados.¹²

A dinâmica liberalizadora também se manifestou, segundo Palazuelos, na supressão das restrições à atuação de bancos comerciais e investidores institucionais (como fundos de pensão e companhias de seguro) nos mercados de valores, bem como na eliminação de garantias sobre a emissão de títulos por parte das empresas. O panorama financeiro foi sofrendo uma profunda alteração com o surgimento de novas empresas financeiras, novas formas de emissão de obrigações e novos contratos, instrumentos e operações, além do desenvolvimento dos mercados de futuros e, mais tarde, dos mercados de opções e de um interminável número de inovações financeiras produzidas pelo conjunto do setor financeiro. Essa ampliação vertiginosa das atividades financeiras a partir da liberalização e da desregulamentação produziria uma série de abalos e de crises em diversos mercados nos anos 1980 e 1990 (sobretudo nas bolsas e nos mercados imobiliário, de *commodities*, de câmbio e de capitais), que implicaram a intervenção das autoridades na concessão de recursos públicos e na socialização de prejuízos.¹³

O processo de liberalização e de desregulamentação no âmbito financeiro entrelaçou-se, ao longo das décadas de 1980 e 1990, com medidas liberalizantes também em setores da economia até então controlados pelo setor público, como as telecomunicações, os transportes e os produtos energéticos (petróleo e gás natural). A política liberalizadora nesses setores abalou alguns monopólios ou oligopólios, eliminou normas que definiam a fixação de preços e proporcionou a realização de importantes operações financeiras, como a fusão ou aquisição de empresas, grandes

¹² Uma das primeiras conseqüências desse movimento de liberalização e desregulamentação, no início dos anos 1980, foi a rápida expansão dos mercados de bônus interligados internacionalmente, sobretudo os mercados de bônus públicos. "A formação dos mercados de bônus liberalizados veio responder às necessidades, ou atender aos interesses, de dois grupos de atores importantes: os governos e os grandes grupos que centralizavam poupança. Atendeu, em primeiro lugar, às necessidades de financiamento dos déficits orçamentários dos governos dos países industrializados. A implantação de um mercado de bônus, bastante aberto aos investidores financeiros externos (ou, no caso dos Estados Unidos, a extensão desse mercado, mediante a criação de mercados secundários e de sua abertura para o exterior), permitiu o financiamento dos déficits orçamentários, através da colocação de bônus do Tesouro e outros títulos da dívida nos mercados financeiros" (Chesnais, François. "Introdução geral". In: Chesnais (org.), op. cit., p. 26). A abertura e a desregulamentação dos mercados acionários, contudo, viriam com atraso em relação às dos mercados de bônus (apenas com o chamado "*big bang*" na City londrina, em 1986, o qual forçou todas as demais praças a acelerar seus processos de liberalização).

¹³ Cf. Palazuelos, op. cit., p. 86. As crises e os abalos dos anos 1980 e 1990, bem como o aumento do risco sistêmico, serão objeto de seção específica do Capítulo 5.

ampliações de capital, ou penetração de capitais provenientes de outras atividades econômicas.

O intenso processo de desregulamentação nos Estados Unidos e também na Inglaterra de Thatcher (que em muitos aspectos se antecipou àquele) acabou determinando um movimento de liberalização e desregulamentação nos demais países desenvolvidos, convencidos pela tese de que era necessário evitar que suas empresas e suas instituições financeiras ficassem em desvantagem perante os mercados anglo-saxões. O caminho da desregulamentação passou a ser trilhado pela maioria dos governos ocidentais, bem como por alguns governos asiáticos, que passaram a promover uma forte concorrência entre si cujo objetivo era levar o mais longe possível a eliminação das restrições, normas e obstáculos legais sobre as operações do sistema financeiro (concessão de empréstimos, emissão de títulos, operações em bolsa, garantias dos produtos financeiros, sistemas de arbitragem, entrada e saída de capitais, controles cambiais, tributação sobre as rendas do capital etc.), permitindo uma ampla liberdade de movimentação aos capitais, em escala internacional. Os mecanismos de controle administrativo das taxas de juros, do crédito e dos movimentos de capitais foram progressivamente abolidos pelo processo de liberalização e desregulamentação, permitindo o desenvolvimento de um regime de finanças de mercado. Embora os efeitos da desregulamentação tenham variado bastante de um país para o outro, o desmantelamento das regulamentações e dos controles públicos acabou produzindo uma crescente uniformização dos mercados financeiros nacionais, maior capilaridade entre eles e crescente permeabilidade entre os produtos financeiros (títulos, divisas, operações de crédito e derivativos). Esse processo permitiu uma crescente internacionalização dos mercados domésticos, uma rápida expansão dos mercados internacionais, maior dinamismo financeiro e a fuga de empresas e de instituições financeiras dos controles nacionais e das cargas fiscais.

O processo de liberalização em setores econômicos estratégicos (telecomunicações, eletricidade, gás, petróleo, transporte aéreo, indústrias, bancos e distribuição comercial), iniciado na Grã-Bretanha e nos Estados Unidos, também foi desencadeado, nos anos 1980, nos países europeus desenvolvidos e no Japão, estendendo-se para países latino-americanos, asiáticos e do Leste Europeu na década de 1990. Esse processo, juntamente com os programas de privatização de grandes empresas públicas (tanto em países desenvolvidos como na América Latina), criou novas oportunidades para a expansão do espaço econômico de atuação dos negócios privados e para a realização de grandes operações financeiras domésticas e internacionais mediante investimentos diretos, investimentos em carteira ou emissões

internacionais de bônus e ações.¹⁴

Efervescência financeira e mudanças estruturais na economia norte-americana

A política monetária de fortalecimento do dólar (“diplomacia do dólar”) e de combate à inflação, implementada pelo FED sob o comando de Volcker, as vigorosas reformas fiscais regressivas do início dos anos 1980 (redução de impostos para impulsionar o setor privado da economia, no âmbito da “doutrina econômica de Reagan”, ou “*reaganomics*”) e o processo de liberalização e desregulamentação financeiras, desencadeado pelos Estados Unidos e Grã-Bretanha, produziram uma efervescência financeira inusitada na economia norte-americana, que envolveu todos os agentes econômicos. Governo federal, empresas do setor produtivo, bancos comerciais, instituições financeiras não-bancárias, investidores institucionais e segmentos das classes de média e de alta renda da população participaram ativamente da forte expansão do mercado financeiro interno norte-americano, cujos ativos multiplicaram o seu valor em 250% entre 1980 e 1994.¹⁵

Um dos principais motores da expansão financeira, se não o principal, foi o financiamento da dívida pública. A política fiscal implementada durante os anos 1980, com redução da carga tributária sobre os segmentos sociais de renda mais alta, sobre os ganhos financeiros e os lucros das empresas, diminuiu a capacidade de arrecadação do Estado (as receitas federais caíram de 20% do PIB para 18% a 19% em média ao longo da década). Os crescentes déficits orçamentários do governo norte-americano — decorrentes da queda da arrecadação e, sobretudo, dos vultosos gastos militares realizados durante o governo Reagan (dada a estratégia de confronto com a União Soviética no âmbito da Guerra Fria), que aumentaram significativamente o déficit fiscal (4% a 5% em meados dos anos 1980), não obstante a ortodoxia liberal e monetarista do discurso oficial do governo — ampliaram de forma fulminante o estoque da dívida federal, que saltou de 800 bilhões de dólares em 1980 (34% do PIB) para 1,8 trilhão de dólares em 1985 (46% do PIB), atingido 5 trilhões em 1995 (mais de 60% do PIB).¹⁶ Os altos rendimentos oferecidos (juros reais elevados) pelas

¹⁴ Cf. Palazuelos, *op. cit.*, pp. 87-91.

¹⁵ Os dados desta seção foram recolhidos do trabalho de Palazuelos (*op. cit.*, cap. 2), que utiliza como fontes o *Statistical Abstract* do Escritório do Censo do Departamento de Comércio dos Estados Unidos e o *Economic Report of the President*, do Conselho de Assessoras Econômicas do Presidente dos Estados Unidos.

¹⁶ Na verdade, observa-se um forte descompasso entre a doutrina apregoada e as políticas levadas a

sucessivas emissões de letras e bônus do Tesouro norte-americano para financiar essa dívida em veloz expansão (juros que, por sua vez, alimentavam ainda mais os déficits orçamentários) atraíram investidores nacionais e estrangeiros de todos os matizes (os investidores estrangeiros adquiriram 20% de toda a dívida posta em circulação entre 1980 e 1995). O financiamento da dívida pública dos Estados Unidos, sobretudo com a política de fortalecimento do dólar na primeira metade dos anos 1980 e com o processo de “mercadorização” dos títulos públicos (“securitização” da dívida), atraiu os investidores estrangeiros e funcionou como um verdadeiro motor de sucção dos capitais internacionais, afetando profundamente a economia mundial.

“A ‘mercadorização’ dos títulos públicos marcou a entrada da economia mundial na era das taxas de juros reais positivas. Ela pôs nas mãos dos investidores financeiros a capacidade de determinar o nível de ‘remuneração’ dos empréstimos, isto é, das taxas de juros a longo prazo. [...] A ‘securitização’ da dívida pública provocou a explosão da dívida federal americana, cujo montante cresceu nos anos 80 de forma ainda mais rápida que nas décadas anteriores. Apesar de todas as proclamações reaganianas sobre a ortodoxia monetária e orçamentária, a recuperação da economia armamentista e o financiamento do imenso programa ‘Guerra nas Estrelas’ foram feitos com o crescimento da dívida federal. [...] Em relação ao orçamento federal, o serviço da dívida passou de 12,7% em 1980 para 20,1% em 1990. [...] Segundo dados do FMI (1994), só a dívida pública norte-americana representa 39% do total da dívida pública dos países da OCDE.”¹⁷

No caso das empresas do setor produtivo, a liberalização e a desregulamentação das práticas financeiras e a forte redução da carga fiscal sobre os lucros patrocinada pelo governo Reagan estimularam fortemente as emissões de títulos e obrigações e a aplicação vantajosa dos excedentes monetários nos mercados financeiros, e não no reinvestimento produtivo.¹⁸ O significativo crescimento da parcela dos lucros não reinvestida e distribuída na forma de dividendos para os acionistas (de 40% para 60% do total entre o início e o final da década de 1980) contribuiu para estimular uma persistente valorização do mercado acionário. O índice Dow Jones, calculado sobre os trinta principais valores industriais negociados em Wall Street, saltou de 891 pontos em 1980 para 2.276 em 1987 (valorização de 155%), permanecendo em sua rota de crescimento, após o impasse do *crash* de 1987, até atingir 4.500 pontos em 1995

cabo em alguns países capitalistas desenvolvidos. O grande exemplo é dado pelos Estados Unidos, um dos berços da doutrina liberal da não-intervenção do Estado, onde as autoridades praticaram, nos anos 1980, uma política orçamentária fortemente expansionista (reduções fiscais e despesas militares), aumentando consideravelmente o déficit público americano.

¹⁷ Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., pp. 26-27.

¹⁸ Nota-se que a redução da pressão fiscal beneficia a esfera financeira de duas maneiras: por um lado, os recursos excedentes (não tributados) nas mãos de empresas, famílias de alta renda e investidores (especuladores) são canalizados para os atrativos mercados financeiros; por outro, a redução das receitas aumenta o déficit público, financiado vantajosamente pelo mercado financeiro.

(valorização de 405% frente a 1980, contra um crescimento acumulado do PIB de menos de 41% no mesmo período) e superar 11.000 pontos no início do ano 2000 (valorização de 1.135% em vinte anos, ou pouco mais de 13% ao ano).

“Naquele clima de euforia financeira, apesar do aumento dos lucros e do apogeu dos mercados financeiros, apenas alguns núcleos reduzidos do tecido industrial efetuaram grandes programas de investimento e de renovação tecnológica com o fim de aumentar suas capacidades produtivas. Ao contrário, a estratégia levada a cabo pela maioria das empresas não contemplou uma ampliação notável dos investimentos em equipamentos e estruturas, de forma que boa parte das operações financeiras realizadas em bolsa e em outros mercados não foi destinada à capitalização real da base produtiva, mas à revalorização dos títulos já existentes. As grandes operações de fusão e/ou aquisição de empresas industriais ou comerciais, que se multiplicaram nos anos 80, tiveram um conteúdo mais financeiro do que produtivo, efetuando-se mediante labirínticas modalidades financeiras que, com demasiada freqüência, não implicavam aportes efetivos de maiores recursos disponíveis para a produção.”¹⁹

O grande protagonismo dos Estados Unidos no novo cenário financeiro dos anos 1980 foi alcançado, contudo, pelas instituições financeiras não-bancárias: bancos de investimento, sociedades financeiras, sociedades hipotecárias, companhias de seguro e outros intermediários e investidores institucionais, com particular destaque para os fundos de pensão e para os fundos mútuos. Esse conjunto de instituições, que em 1994 já respondia por quase 30% do total de ativos financeiros dos Estados Unidos e que era amplamente beneficiado por uma política fiscal que desgravava os recursos sob sua responsabilidade, foi adquirindo presença expressiva nos principais mercados, desde a compra de títulos da dívida pública (40% do mercado em 1994), ações e obrigações de empresas até a participação nos mercados de futuros e de opções, no mercado imobiliário e no mercado de empréstimos, competindo com as instituições de depósitos.

“Entre essas instituições, tem relevância particular a posição financeira alcançada pelos fundos de pensão (públicos e privados), que elevaram seu ativo de menos de 900 bilhões de dólares em 1980 para 4,7 trilhões em 1994, e pelos fundos mútuos, que incrementaram seu ativo de 600 bilhões para 5,4 trilhões. Assim, instituições cujo conteúdo inicial tem um caráter de proteção, que em boa medida substitui a ausência de coberturas sociais suficientes por parte dos poderes públicos, vêm desenvolvendo um viés cada vez mais financeiro em suas atividades, convertendo-se em potentes organizações que dispõem de uma grande capacidade de intervenção nos mercados de obrigações e nas bolsas.”²⁰

Já os bancos comerciais sofreram mais diretamente os efeitos das mutações no

¹⁹ Palazuelos, op. cit., p. 45.

²⁰ Ibidem, p. 46. Uma discussão mais detalhada da atuação destas instituições nos mercados financeiros internacionais será empreendida no Capítulo 4.

ambiente financeiro norte-americano. Além da desintermediação financeira provocada pela conexão direta estabelecida pelas grandes empresas e os poderes públicos com os mercados financeiros domésticos e internacionais, os bancos tiveram de suportar a concorrência cada vez mais intensa das instituições financeiras não-bancárias. A liberalização financeira, com o fim dos controles sobre juros e outros preços, levou os bancos norte-americanos a uma concorrência mais ativa para atrair fundos, remunerando mais os depósitos. Com o encarecimento de suas fontes de recursos, passaram a investir em ativos mais rentáveis e mais arriscados, a fim de garantir as margens de lucro. A partir daí os bancos enfrentaram grandes dificuldades nos anos 1980: enormes prejuízos com créditos duvidosos sobre empréstimos às incorporadoras imobiliárias, aos agricultores, aos países em desenvolvimento, aos grupos financeiros para aquisição de empresas, aos especialistas em títulos de alto risco (*junk bonds*) e especuladores de títulos públicos.²¹ Em particular, receberam, a partir de 1982, o forte impacto da crise da dívida externa dos países latino-americanos, dos quais eram os principais credores. A conjugação desses fenômenos acabou desencadeando uma grande crise bancária entre a segunda metade da década de 1980 e os primeiros anos da década de 1990, que provocou o desaparecimento de mais de mil bancos comerciais e grandes dificuldades financeiras para os principais bancos do país. A queda na participação dos ativos bancários no total de ativos do setor financeiro (de 58,4% para 37,6% entre 1980 e 1994, considerados os ativos dos bancos comerciais e das associações de poupança),²² bem como o retrocesso dos bancos na participação no total de empréstimos a empresas e ao consumo, atestam o enfraquecimento relativo da posição dos bancos comerciais no sistema financeiro. A superação da crise bancária exigiu a mobilização de um grande volume de recursos públicos federais (extensão dos mecanismos de socorro e de empréstimo em última instância), além da implementação de um conjunto de medidas liberalizadoras, reivindicadas pelos bancos para poderem enfrentar em condições favoráveis a concorrência interna e externa (fim da restrição à atuação no *underwriting*, autorização para constituir corretoras de valores, autorização para bancos *holdings* subscreverem bônus etc.), e de amplos programas de recapitalização e de reestruturação organizacional, que redundaram numa intensificação da concentração empresarial mediante grandes operações de fusão e aquisição e numa ampliação da projeção externa dos bancos comerciais americanos nos mercados internacionais.

²¹ Cf. Guttman, Robert. "As mutações do capital financeiro". In: Chesnais (org.), op. cit., p. 72.

²² Cf. Cintra, Marcos Antonio M. "A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos". In: Cintra e Freitas (orgs.), op. cit., p. 191.

Por fim, o setor doméstico, incluindo os indivíduos e as famílias com renda médias e altas²³ e as instituições sem fins lucrativos, também mergulhou decididamente na efervescência financeira desencadeada pela política monetária americana dos anos 1980 e pelo processo de liberalização e desregulamentação. Em meados dos anos 1990 o setor doméstico detinha aproximadamente 40% dos ativos financeiros da economia americana. Por um lado, a busca de cobertura frente à perda de poder aquisitivo representado pelos altos níveis inflacionários observados no início da década de 1980 induziu as famílias a transferir seus recursos dos depósitos bancários para ativos financeiros rentáveis, sobretudo nos mercados de capitais e nas bolsas, que absorveram a maior parte dessa poupança doméstica. Por outro lado, as deficiências no sistema público de proteção social estimularam amplos segmentos sociais a buscar cobertura, colocando parte de suas poupanças nos fundos de pensão e nas companhias seguradoras. Na composição dos ativos financeiros das famílias americanas em meados dos anos 1990, segundo Palazuelos, um terço correspondia a ações de empresas, uma proporção ligeiramente inferior estava colocada em fundos de pensão, uma quinta parte estava depositada em contas de poupança e a quarta parte restante era composta por ativos relacionados com linhas de crédito securitizadas e outros valores.²⁴

Entretanto, o viés monetário da política econômica, as reformas fiscais (redução de impostos) e o processo de liberalização e desregulamentação não apenas provocaram uma brutal expansão do capital financeiro e um déficit público crescente, como também ocasionaram importantes mudanças estruturais na economia norte-americana. A atividade industrial perdeu participação na economia do país em favor do setor terciário, que saltou de 66% do PIB nos anos 1970 para 75% nas décadas seguintes, com crescimento expressivo da participação do sistema financeiro (18% do PIB, mais do que a produção industrial), segmento que passou a absorver uma parcela crescente dos lucros não reinvestidos. A participação do investimento na demanda agregada sofreu uma redução de mais de três pontos (de 19% a 20% no início dos anos 1980 para 16% a 17% em meados dos anos 1990), os investimentos públicos em infraestrutura também caíram significativamente e, em contrapartida, a participação do consumo privado saltou de 61% a 63% nos anos 1970 para 68% a 69% em média nas duas décadas seguintes, com excesso de importações e aumento do déficit comercial.

²³ Os dados do Conselho de Assessores Econômicos do Presidente dos Estados Unidos, de 1994, levantados por Palazuelos (op. cit.), revelam que a distribuição da renda nos Estados Unidos é muito mais assimétrica do que normalmente se pensa: os segmentos sociais que representam os 20% da população americana com maior nível de renda concentram nada menos do que 46% da renda total.

²⁴ Cf. Palazuelos, op. cit., p. 48.

A estrutura industrial sofreu uma profunda transformação, acentuando-se o diferencial tecnológico e produtivo entre as empresas e linhas produtivas dos setores de ponta da economia e a maior parte da indústria, envolvida nos segmentos tradicionais. O mercado de trabalho sofreu grave desestruturação, com flexibilização e precarização de contratos, da remuneração e das relações de trabalho. Como consequência de todo esse quadro, a distribuição da renda acentuou sua assimetria, com aumento da participação dos lucros frente aos salários na renda total, aumento da participação das empresas financeiras nos lucros e crescimento das categorias profissionais com maior qualificação na distribuição da massa de salários.

As consequências financeiras externas e a extensão das políticas monetárias restritivas aos países desenvolvidos

As mudanças operadas na política econômica norte-americana a partir de 1979 tiveram importantes repercussões sobre as condições financeiras externas. A forte elevação das taxas de juros e os elevados rendimentos e segurança oferecidos pelos títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro norte-americano promoveram um colossal movimento de capitais em direção aos Estados Unidos e permitiram um rápido fortalecimento do dólar, alterando drasticamente a estrutura de preços relativos entre a moeda americana e as demais divisas e acentuando a instabilidade no mercado cambial, já convulsionado desde o fim do padrão-dólar e da adoção de taxas de câmbio flutuantes.

A vigorosa atração de capitais externos possibilitada pela política de juros reais elevados permitiu à economia americana financiar sua balança em conta corrente, crescentemente deficitária a partir de 1982.²⁵ Após atingir seu valor mais expressivo em 1987 (167 bilhões de dólares, ou 3,5% do PIB), o déficit externo recuou até 1991,

²⁵ Contudo, a elevação dos juros pelo Banco Central dos Estados Unidos não deve ser entendida como consequência natural de uma suposta necessidade inexorável de se financiar os déficits públicos americanos com recursos externos, como afirmam muitos economistas, mesmo porque o saldo em conta corrente dos Estados Unidos era positivo em 1980-81 (ver Tabela 8), não se justificando um aumento brutal de juros para tornar positivo o saldo da balança de capital (isto é, não havia necessidade de atrair capitais externos para financiar a conta de transações correntes). Ademais, soa falacioso o argumento de que havia "necessidade de financiamento externo" no caso americano, uma vez que os Estados Unidos possuem a moeda internacional (senhoriagem), embora enfraquecida e questionada àquela altura. O que se pretendia com a elevação dos juros era recentralizar nos Estados Unidos o capital circulante mundial (atrair rapidamente a liquidez mundial), valorizar e firmar a supremacia do dólar, garantir a hegemonia norte-americana, eliminar a inflação, alimentar a expansão do capital financeiro e beneficiar os agentes que atuam na esfera financeira (credores, grandes grupos industriais e instituições financeiras).

voltando a crescer de forma expressiva a partir de então.²⁶ Esse desequilíbrio nas contas correntes foi financiado por uma balança de capitais fortemente positiva, que registrou a entrada, apenas na década de 1980, de 950 bilhões de dólares (correspondente a quase 5% do PIB americano na década), número que expressa de maneira contundente a magnitude do impacto exercido pelo desequilíbrio externo da economia americana sobre os fluxos internacionais de capitais de empréstimo e de investimento.

“Pelo lado dos investimentos diretos, a tradicional saída líquida registrada pela economia dos Estados Unidos durante várias décadas se converteu em uma entrada líquida de grande magnitude. Assim, frente a um saldo acumulado de saídas líquidas próximas aos 80 bilhões de dólares durante a década de 1970, na década posterior se produziu um saldo acumulado de entradas líquidas de 200 bilhões de dólares, segundo a OCDE. O mercado norte-americano se converteu no principal pólo de atração de investimentos diretos em nível mundial [...]. Pelo lado dos investimentos em carteira sucedeu algo similar. A saída líquida registrada até o final dos anos 1970 se converteu em um saldo positivo [...] até totalizar uma entrada líquida próxima de 280 bilhões durante a década de 1980. Esses investimentos experimentaram a forte atração produzida pela elevação dos índices das bolsas, no caso da compra de ações, e pelos altos rendimentos que ofereciam as obrigações emitidas pelas empresas e pela dívida pública americana. O investimento imobiliário e outras modalidades de investimento externo mantiveram um comportamento parecido, acumulando ao longo da década um saldo líquido próximo a 200 bilhões de dólares. Para completar o saldo global registrado pela balança de capital durante os anos 1980, é preciso acrescentar 300 bilhões de dólares relativos a entradas líquidas de empréstimos, incluindo créditos externos e a emissão de títulos internacionais por meio de diversos instrumentos financeiros.”²⁷

Essas cifras apontadas por Palazuelos ilustram de forma clara a dimensão dos capitais “removidos” do cenário financeiro internacional e direcionados para a economia norte-americana, revelando a estreita relação existente entre a estratégia adotada pelos Estados Unidos para resgatar sua hegemonia mundial (política monetária restritiva, fortalecimento do dólar e expansão do capital financeiro) e as mudanças econômicas que ocorreriam em escala mundial a partir dos anos 1980, quando as políticas monetárias de caráter restritivo e desinflacionista seriam estendidas para a maioria dos países desenvolvidos. Se é verdade que a elevação das taxas de juros e o controle estrito da inflação eram objetivos que atendiam aos interesses econômicos internos de segmentos dominantes dos países capitalistas desenvolvidos, não parece haver dúvida de que a generalização monetarista a partir dos anos 1980 e a amplificação em escala internacional da expansão da esfera financeira foram

²⁶ Ver Tabela 8, adiante.

²⁷ Palazuelos, op. cit., pp. 50-51.

determinadas, sobretudo, pela política econômica da nação hegemônica, na esteira da “diplomacia do dólar”.

O fluxo intenso de capitais em direção ao território norte-americano levou os governos dos países ocidentais desenvolvidos, preocupados com as conseqüências econômicas nacionais de uma saída maciça de capitais, a uma resposta mimética de endurecimento das políticas monetárias: elevação das taxas de juros, combate à inflação, defesa de suas moedas e estímulo à expansão de seus mercados financeiros nacionais, com medidas de liberalização e de desregulamentação financeiras.²⁸ O abandono da arbitragem fordista entre pleno emprego e estabilidade de preços — com prioridade ao combate à inflação e sacrifício da relação trabalho fordista — e o conteúdo monetário-financeiro e liberalizador dos programas de estabilização macroeconômica adotados pelos países desenvolvidos para combater seus desequilíbrios internos e externos atendiam a interesses socioeconômicos semelhantes aos que se impuseram nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha de Thatcher.

O monetarismo e o liberalismo tornaram-se princípios fundamentais na condução das políticas econômicas: a eficácia da política orçamentária e a intervenção do Estado na gestão econômica passaram a ser fortemente contestadas, a estabilidade monetária tornou-se o objetivo prioritário, e a política monetária, mediante a manutenção de taxas de juros reais positivas, o principal instrumento de regulação macroeconômica de quase todos os países capitalistas desenvolvidos, modificando as condições de financiamento, interno e externo, das economias nacionais.

As taxas nominais de juros se elevaram nos primeiros anos da década de 1980 e passaram a apresentar um ritmo descendente a partir de 1985, mas com o movimento mais intenso de queda da inflação as taxas de juros reais se mantiveram elevadas durante as décadas de 1980 e 1990 nos países do G-7 (Tabelas 1 e 2), revelando a homogeneidade e a continuidade de políticas monetárias restritivas nos países desenvolvidos ao longo do período, mesmo após haver-se alcançado um considerável sucesso na redução das taxas de inflação (que era um dos grandes motes para justificar a disseminação mundial de políticas monetárias duras). De uma média de 2% a 3% nos anos 1960, chegando a valores negativos nos anos 1970, as taxas reais de juros

²⁸ Os países desenvolvidos não aderiram às políticas monetárias restritivas e ao processo de liberalização e desregulamentação unicamente por uma necessidade interna de financiar seus déficits públicos, mas também para acompanhar a política da nação hegemônica e tentar minimizar a sangria de capitais direcionados aos Estados Unidos, resultante da elevação dos juros norte-americanos e da política de fortalecimento do dólar. Na medida em que há uma forte hierarquização nas relações econômicas mundiais, com inegável supremacia dos Estados Unidos, a resposta dos governos dos países desenvolvidos às mudanças na política econômica norte-americana tende a ser mais *subordinada* do que propriamente *mimética*.

Tabela 1
Taxas de juros nominais e reais
Países do G-7
1980-99

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taxa nominal das letras do Tesouro a curto prazo (% ao final do ano)																				
Estados Unidos	11,6	14,1	10,7	8,6	9,6	7,5	6,0	5,8	6,7	8,1	7,5	5,4	3,5	3,0	4,3	5,5	5,0	5,1	4,8	4,7
Canadá	12,8	17,7	13,7	9,3	11,1	9,4	9,0	8,2	9,5	12,1	12,8	8,7	6,6	4,8	5,5	6,9	4,2	3,3	4,7	4,7
Grã-Bretanha	15,1	13,0	11,4	9,6	9,3	11,5	10,3	9,3	9,9	13,3	14,1	10,9	8,9	5,2	5,1	6,3	5,8	6,5	6,8	5,0
Alemanha	7,9	10,4	8,3	5,6	5,7	5,0	3,9	3,3	3,6	6,3	8,1	8,3	8,3	6,2	5,1	4,4	3,3	3,3	3,4	2,9
França	12,2	15,3	14,7	12,6	11,9	10,1	7,8	8,2	7,8	10,2	10,2	9,7	10,5	8,4	5,8	6,6	3,8	3,4	3,5	2,7
Itália	15,9	19,7	19,4	17,9	15,4	13,7	11,4	10,7	11,1	12,6	12,4	12,5	14,3	10,6	9,2	10,9	8,5	6,3	4,6	3,0
Japão (*)	10,9	7,4	6,9	6,4	6,1	6,5	4,8	3,5	3,6	4,9	7,2	7,5	4,6	3,1	2,2	1,2	0,5	0,5	0,4	0,1
Taxa nominal dos empréstimos bancários ao setor privado a curto e médio prazo (% ao final do ano)																				
Estados Unidos	15,3	18,9	14,9	10,8	12,0	9,9	8,4	8,2	9,3	10,9	10,0	8,5	6,3	6,0	7,1	8,8	8,3	8,4	8,4	8,0
Canadá	14,3	19,3	15,8	11,2	12,1	10,6	10,5	9,5	10,4	13,3	14,1	9,9	7,5	5,9	6,9	8,7	6,1	5,0	6,6	6,4
Grã-Bretanha	16,2	13,3	11,8	9,9	9,8	12,3	10,8	9,6	10,3	13,9	14,8	11,5	9,4	5,9	5,5	6,7	6,0	6,6	7,2	5,3
Alemanha	12,0	14,7	13,5	10,1	9,8	9,5	8,8	8,4	8,3	9,9	11,6	12,5	13,6	12,9	11,5	10,9	10,0	9,1	9,0	8,8
França	12,5	14,3	13,6	12,3	12,2	11,1	9,9	9,6	9,4	10,0	10,5	10,2	10,0	8,9	7,9	8,1	6,8	6,3	6,6	6,4
Itália	19,0	18,4	17,4	22,3	22,0	18,1	15,9	13,6	14,2	14,1	13,9	13,9	15,8	13,9	11,2	12,5	12,1	9,8	7,9	5,6
Japão	8,4	7,9	7,3	7,1	6,8	6,6	6,0	5,2	5,0	5,3	7,0	7,5	6,2	4,4	4,1	3,4	2,7	2,5	2,3	2,2
Rendimento das letras do Tesouro a curto prazo (taxa real %)																				
Estados Unidos	2,1	4,1	5,4	4,3	5,0	3,7	3,2	2,9	3,2	3,1	2,7	1,4	0,8	0,3	2,1	3,0	3,0	2,7	3,1	2,5
Canadá	2,7	3,9	1,6	5,0	7,1	6,9	6,1	4,1	6,5	7,7	8,7	4,8	6,2	3,0	6,7	4,3	2,0	1,7	3,7	2,9
Grã-Bretanha	-4,4	1,6	3,8	4,4	4,7	5,8	7,0	4,3	3,9	6,2	7,7	4,4	5,3	2,1	3,5	3,7	3,0	3,2	3,3	3,4
Alemanha	3	6,2	3,9	2,3	3,6	2,9	0,7	1,4	2,1	3,9	4,8	4,6	2,8	2,4	2,8	2,2	2,3	1,4	2,4	2,3
França	-1,2	1,8	2,4	2,9	3,9	4,1	5,1	5,2	5,0	6,4	7,1	6,4	8,4	5,9	4,3	5,1	2,7	2,2	2,8	2,1
Itália	-5,0	0,6	2,5	3,4	3,8	4,7	3,6	4,6	4,3	6,3	4,8	4,8	9,6	6,2	5,7	5,9	3,4	4,2	2,6	1,3
Japão (*)	2,9	2,4	4,0	4,4	3,8	4,4	4,1	3,4	2,8	2,6	4,0	4,1	2,8	1,8	1,5	1,3	0,4	-1,2	-0,3	0,4
Taxa real dos empréstimos bancários (%)																				
Estados Unidos	5,8	8,9	8,6	6,5	7,4	6,1	5,6	5,3	5,8	5,9	5,2	4,5	3,6	3,3	4,9	6,3	6,3	5,9	6,7	5,7
Canadá	3,7	8,5	7,1	6,2	9,0	8,0	8,1	4,9	5,7	8,5	11,0	7,0	6,3	4,9	6,2	7,2	4,8	3,4	5,6	4,6
Grã-Bretanha	-3,3	1,9	4,2	4,7	5,2	6,6	7,5	4,6	4,3	6,8	8,4	5,0	4,8	2,7	3,8	3,1	2,2	3,3	3,7	3,7
Alemanha	7,1	10,5	9,1	6,8	7,7	7,4	5,6	6,3	6,8	7,5	8,3	8,8	8,1	9,1	9,2	8,7	9,0	7,1	8,0	8,2
França	1,1	2,9	1,9	2,6	4,7	5,3	4,7	6,6	6,8	7,0	7,4	6,9	7,9	6,4	6,4	6,5	5,6	5,1	5,9	5,8
Itália	-1,9	-0,7	0,5	7,8	10,4	9,1	8,1	7,5	6,8	7,9	6,5	6,2	11,1	9,5	7,7	7,5	7,0	7,6	5,8	3,9
Japão	3,8	4,2	5,6	5,7	4,5	5,0	4,0	5,0	4,3	3,2	4,4	4,8	4,5	3,8	3,9	4,0	2,7	0,8	1,6	2,5

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales*; Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madrid: Síntesis, 1998.

(*) Dados relativos à taxa do mercado monetário.

saltaram para médias anuais de 5% a 8% nas duas décadas seguintes nos países do G-7 (com exceção do Japão), registrando-se um movimento de redução dos diferenciais entre esses países e uma certa convergência entre as taxas, salvo alguns evidentes desvios quanto ao nível das mesmas ou à seqüência temporal.²⁹

Tabela 2
Evolução do Índice de Preços ao Consumidor (IPC)
Países do G-7
1979-1999

Em porcentagem

	Estados Unidos	Canadá	Grã-Bretanha	Alemanha	França	Itália	Japão	Média do G-7
1979	11,2	9,7	20,5	5,6	12,1	20,2	11,9	12,2
1980	13,5	10,2	18,0	5,4	13,5	21,3	7,8	13,2
1981	10,3	12,5	11,9	6,3	13,3	17,8	4,9	10,4
1982	6,2	10,8	8,6	5,3	12,0	16,4	2,7	7,4
1983	3,2	5,8	4,6	3,3	9,5	14,6	1,9	4,6
1984	4,3	4,3	5,0	2,4	7,7	10,9	2,3	4,6
1985	3,6	4,0	6,1	2,2	5,8	9,2	2,0	3,9
1986	1,9	4,2	3,4	-0,1	2,5	5,8	0,6	2,0
1987	3,7	4,4	4,2	0,2	3,3	4,7	0,1	2,7
1988	4,0	4,0	4,9	1,3	2,7	5,1	0,7	3,0
1989	4,8	5,0	7,8	2,8	3,5	6,2	2,3	4,3
1980-89 ¹	5,6	6,5	7,5	2,9	7,4	11,2	2,5	5,6
1990	5,4	4,8	9,5	2,7	3,4	6,5	3,1	4,8
1991	4,2	5,6	5,9	3,5	3,2	6,3	3,3	4,2
1992	3,0	1,5	3,7	5,1	2,4	5,3	1,7	3,0
1993	3,0	1,8	1,6	4,4	2,1	4,6	1,2	2,7
1994	2,6	0,2	2,5	2,7	1,7	4,1	0,7	2,1
1995	2,8	2,2	3,4	1,8	1,8	5,2	-0,1	2,0
1996	2,9	1,6	2,4	1,4	2,1	3,9	0,1	2,0
1997	2,3	1,4	3,2	1,9	1,3	2,0	1,7	2,1
1998	1,6	1,0	3,4	1,0	0,7	2,0	0,6	1,4
1999	2,1	1,7	1,6	0,6	0,6	1,7	-0,3	1,3
1990-99 ¹	3,0	2,2	3,7	2,5	1,9	4,2	1,2	2,6

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales*; Palazuelos, op. cit.

(1) Taxa média anual.

A União Européia é o exemplo mais nítido de como os critérios monetários e financeiros se converteram na pedra angular do funcionamento das economias

²⁹ Ver quadro sobre o trabalho de Orr et alii ("Les déterminants des taux d'intérêt réels à long terme mondiaux". *Reveu économique de l'OCDE*. Paris, n° 25, 1995) em Palazuelos, op. cit., p. 56.

capitalistas. Por um lado, o processo para a unificação monetária europeia, consubstanciado nos critérios estabelecidos pelo Tratado de Maastricht, contribuiu decisivamente para a institucionalização e a perenização das políticas monetárias de cunho restritivo na Europa, mantendo as taxas reais de juros permanentemente elevadas (Tabela 1), apesar da queda substantiva alcançada na evolução do índice de preços ao consumidor (Tabela 2). Por outro lado, os países europeus complementaram essas medidas monetárias com estratégias econômicas calcadas em políticas de liberalização e desregulamentação — desmantelando os controles públicos do decadente Estado fordista, renunciando a uma fiscalização efetiva sobre os movimentos de capitais e privatizando as empresas estatais — e em políticas fiscais desoneradoras das empresas e dos movimentos de capitais, reduzindo também os níveis dos gastos públicos com custeio e investimento. Tais estratégias — cópia fiel do receituário prescrito pela nação hegemônica — deterioraram as finanças públicas dos países da União Europeia e de outros grandes países industrializados (aumento do déficit e do peso da dívida pública) e estimularam e fortaleceram a expansão doméstica e internacional dos mercados financeiros. O fortalecimento da esfera financeira, resultante do viés monetarista das políticas econômicas adotadas, acabaria, com o tempo, por condicionar e submeter aos interesses dos agentes financeiros a dinâmica do processo de produção e de distribuição de renda na economia capitalista. Em outras palavras, o novo regime monetário e financeiro desenhado a partir dos Estados Unidos seria a tradução mais explícita do novo regime de acumulação que sucederia o fordismo, um regime sob dominância financeira, articulado a um modo de regulação rentista de mercado.

3.2 A configuração do novo regime monetário e financeiro

As transformações da política econômica interna e externa dos Estados Unidos a partir de 1979 — componentes essenciais de um quadro histórico denominado por Mello como “contra-revolução liberal-conservadora”³⁰ — desenharam e consolidaram um novo regime monetário e financeiro e promoveram uma importante reestruturação da economia capitalista mundial, instituindo um novo regime de acumulação e um novo modo de regulação. Uma vez mais, a exemplo do que ocorrera na constituição do sistema fordista, foi o regime monetário e financeiro articulado e moldado pelos

³⁰ Mello, João Manuel C. de. “Prólogo: A contra-revolução liberal-conservadora e a tradição crítica latino-americana”. In: Tavares e Fiori (orgs.), op. cit.

Estados Unidos aquele que predominou e comandou a lógica do novo binômio, exportada sucessivamente para as nações capitalistas industrializadas e periféricas, a partir da década de 1980.

Esse novo regime monetário e financeiro apresenta as seguintes características principais: taxas de juros reais elevadas e inflação baixa (política monetária orientada para garantir uma remuneração elevada ao dinheiro); padrão-dólar auto-referenciado, taxas de câmbio flexíveis e livre movimentação de capitais; sistema monetário baseado na moeda de crédito desregulamentada, na regulação de mercado (isto é, abandono da regulamentação estatal dos preços da moeda — juros e câmbio — pelos bancos centrais e desregulamentação em todos os mercados) e na supremacia da moeda privada; nova estrutura de financiamento da economia, baseada num sistema de finanças diretas (sem intermediação) e desregulamentadas e no desenvolvimento e expansão do mercado de capitais (com redução relativa e transformação do sistema de crédito, a partir do processo de securitização das dívidas); e subordinação da política monetária aos interesses da esfera financeira, com transferência de renda da sociedade para o setor financeiro, via orçamento e dívida pública do Estado (redução do déficit público primário e elevação do déficit financeiro).

Taxas de juros reais elevadas e inflação baixa

A liberalização das taxas de juros em 1979-80 e o concomitante processo de desregulamentação financeira permitiram que, após uma década de inflação e de perdas para os detentores de ativos financeiros, estes passassem a exigir, de forma constante, a preservação de suas remunerações e de suas riquezas mediante prêmios contra o risco e contra a inflação mais elevados do que aqueles vigentes quando o preço da moeda estava sob controle estatal (juros limitados por tetos), ocorrendo, assim, uma transferência de poder nas relações financeiras em favor dos credores. A elevação das taxas de juros reais desencadeada pelo endurecimento das políticas monetárias no início dos anos 1980 (Tabela 1) permitiu uma redistribuição de renda em favor do capital financeiro (redistribuição em favor dos juros e em detrimento dos lucros e dos salários), ao passo que a manutenção dessas taxas em níveis elevados (mesmo após a queda da inflação lograda pelas políticas monetárias desinflacionistas — Tabela 2),³¹ graças ao processo de liberalização e de desregulamentação das

³¹ Contudo, convém destacar que, após debelar a inflação com uma pesada dose de contenção monetária no início dos anos 1980, a política monetária norte-americana adquiriu nuanças mais variadas. Segundo Guttman, a política de juros altos é utilizada para controle de tendências inflacionárias, mas quando a

finanças e à imposição da estabilidade monetária pelos credores, transformou o sistema financeiro internacional e converteu-se na viga-mestra do novo regime monetário e financeiro.

“O nível persistentemente elevado das taxas de juros reais é um fenômeno novo que corresponde à emergência de um novo modo de regulação financeira internacional. De um lado, passou-se de um regime dentro do qual as tensões macroeconômicas eram reabsorvidas em escala nacional pela emissão monetária e inflação para um regime em que os ajustes passam, de preferência, pelas taxas de juros, cujo nível e oscilação, a partir de então, aumentaram. Por outro lado, a nova ordem financeira internacional consagra o domínio do credor sobre o devedor. A alta das taxas de juros traduz a relação de forças doravante favoráveis aos detentores do capital financeiro.”³²

A lógica do novo regime monetário e financeiro obedece, assim, a preceitos monetaristas, que dão prioridade à estabilização da moeda (inflação muito baixa ou nula) e às políticas monetárias orientadas no sentido de garantir uma remuneração elevada ao dinheiro (juros altos, garantidos, no plano institucional, por bancos centrais independentes). Essa lógica, que instituiu as novas normas das finanças internacionais (remuneração elevada e inflação baixa), transformou o processo de produção e de distribuição da renda e da riqueza, inibindo uma acumulação produtiva mais intensa. Por um lado, ao garantir a manutenção de níveis elevados de taxas de juros reais, contribuiu para a perpetuação de déficits públicos elevados (dada a ampliação do componente financeiro desses déficits) e para um aumento contínuo do estoque das dívidas públicas nos países industrializados (Tabela 3), perenizando-se assim um círculo vicioso retroalimentado entre juros e dívida que passou a permitir a transferência de renda da sociedade para a esfera financeira, via orçamento e dívida pública (isto é, captação de recursos da sociedade via impostos diretos e indiretos, que são transferidos para a esfera financeira a título de pagamento de juros sobre a dívida pública). Por outro lado, a elevação das taxas de juros liberalizadas, que se impôs como novo mecanismo de regulação em âmbito mundial, passou a direcionar a alocação do capital e os processos de reestruturação industrial. O alto nível das taxas de juros provocou o encurtamento do horizonte dos agentes econômicos, privilegiando os investimentos de curto prazo (investimentos financeiros, sobretudo sob a forma de compra de títulos), em detrimento dos projetos de investimento de prazo mais longo, e

economia cntra em desaccleração (como durante a queda dos mercados mundiais de *commodities* em 1985 e no período posterior ao *crash* da Bolsa de Nova York em 1987), ou quando há riscos sistêmicos agudos para o setor bancário, com perigo de espirais de deflação de dívidas (como durante a recessão financeira de 1990-91), o FED solta as rédcas e reduz as taxas de juros. Entretanto, mesmo nessas situações as taxas reais de juros sempre permaneceram positivas. Ver Guttmann, op. cit., pp. 93-96.

³² Plihon, op. cit., p. 102.

Tabela 3
Déficit público e dívida pública líquida
Países do G-7
1979-99

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Estados Unidos																					
Déficit público	-1,1	-2,5	-2,4	-4,5	-5,7	-5,0	-5,2	-4,7	-3,6	-2,8	-2,8	-4,1	-3,2	-4,3	-3,4	-3,8	-3,3	-2,4	-1,2	-0,1	0,5
Dívida pública líquida	25,7	26,5	26,5	30,5	33,4	35,2	38,2	41,0	41,6	41,5	41,3	44,4	49,8	53,8	56,5	60,1	59,6	59,2	57,3	54,0	50,6
Canadá																					
Déficit público	-3,8	-3,5	-2,4	-5,6	-6,2	-6,5	-6,0	-4,0	-2,5	-2,2	-2,5	-3,1	-6,6	-7,1	-7,1	-5,6	-4,3	-1,8	0,8	0,9	2,8
Dívida pública líquida	26,9	27,8	26,8	31,3	36,0	39,8	43,0	45,7	45,9	45,7	45,5	...	49,8	57,1	62,0	68,7	70,2	69,8	65,5	62,3	56,7
Grã-Bretanha																					
Déficit público	-5,6	-4,6	-4,8	-3,4	-4,4	-3,2	-2,9	-2,4	-0,7	1,5	1,5	0,7	-2,6	-6,1	-7,8	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,2	0,3
Dívida pública líquida	45,0	46,1	43,6	44,2	45,7	46,9	46,6	46,8	45,3	43,0	37,3	33,7	32,9	34,0	32,5	33,0	39,1	41,6	43,3	44,6	41,1
Alemanha																					
Déficit público	-2,0	-1,8	-2,4	-2,0	-2,0	-1,8	-1,1	-0,9	-1,1	-1,7	-0,2	-1,6	-3,2	-2,6	-3,3	-2,5	-3,2	-3,4	-2,6	-1,7	-1,1
Dívida pública líquida	14,8	16,0	18,1	19,8	20,8	21,4	21,9	21,9	22,4	23,0	22,4	24,7	21,4	27,7	35,1	40,6	49,4	51,1	52,2	52,0	52,4
França																					
Déficit público	-1,5	-0,1	-2,3	-3,4	-3,5	-2,7	-2,7	-3,4	-1,2	-2,3	-1,9	-2,1	-2,2	-3,9	-5,8	-5,5	-5,5	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8
Dívida pública líquida	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	22,0*	27,2	30,2	34,3	40,5	45,9	48,1	49,4	49,6	49,0
Itália																					
Déficit público	-9,8	-9,5	-11,5	-13,4	-14,0	-13,0	-14,7	-12,0	-11,3	-11,2	-10,8	-10,6	-10,2	-9,5	-9,5	-9,1	-7,6	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9
Dívida pública líquida	56,6	54,8	57,7	62,7	68,4	72,1	79,3	83,5	87,9	90,6	93,7	96,1	96,2	103,0	111,2	117,2	116,6	115,7	113,4	110,1	108,8
Japão																					
Déficit público	-7,4	-7,0	-6,5	-6,5	-6,7	-5,8	-4,9	-4,8	-3,5	-2,6	-2,9	-1,6	3,0	1,5	-1,4	-2,3	-3,6	-4,2	-3,4	-4,3	-7,1
Dívida pública líquida	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	20,9*	5,3	4,4	4,8	7,7	13,0	16,4	17,9	30,4	37,7

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales e World Economic Outlook*.

(*) Média no período 1981-90.

conduzindo à supremacia do capital financeiro sobre o produtivo.³³

Padrão dólar auto-referenciado, taxas de câmbio flexíveis e livre movimentação de capitais

Conforme discutido no capítulo anterior, a ruptura do sistema monetário de Bretton Woods, com o fim do padrão dólar-ouro, e a adoção de um sistema de taxas de câmbio flexíveis entre as divisas fortes, no qual as moedas não têm vinculação direta a uma paridade oficial ou padrão comum — tendo seus valores determinados pelas relações entre as políticas monetárias nacionais e pela arbitragem feita pelos mercados financeiros —, permitiram uma expansão contínua dos mercados internacionais de divisas e de capitais, rompendo sucessivamente as limitações impostas pelo modo de regulação fordista à internacionalização das finanças. Com o processo de liberalização e desregulamentação dos anos 1980, as barreiras ainda remanescentes à livre movimentação de capitais foram removidas, abrindo espaço para o desenvolvimento de poderosos mercados financeiros interdependentes, isto é, para a “mundialização financeira”. Os mercados de divisas, em especial, transformaram-se progressivamente no centro das atenções de grupos multinacionais e de instituições financeiras e no epicentro desse sistema financeiro “mundializado”, uma vez que a transformação da moeda em ativo financeiro (submetido a um novo regime financeiro fundamentado em remuneração elevada e inflação baixa) e a instabilidade e volatilidade das taxas de câmbio no regime de taxas flutuantes (em oposição à relativa estabilidade do regime de taxas fixas de Bretton Woods) fizeram com que cada transação de bens e serviços fosse fechada numa cadeia de transações de créditos cuja amplitude aumenta constantemente, ao ritmo das inovações financeiras sucessivas e da utilização de meios de comunicação e gestão cada vez mais velozes. Em outras palavras, a volatilidade das cotações cambiais — resultante dos movimentos especulativos inerentes à livre circulação de capitais, e cuja amplitude das variações não reflete realidades econômicas, isto é, não corresponde a mudanças de igual magnitude nas principais variáveis macroeconômicas (juros, preços, taxas de crescimento etc.) — foi acompanhada por um considerável incremento no volume das transações cambiais,

³³ “Para usar a expressão de Hicks, passa-se de uma ‘economia de endividamento’ (*overdraft economy*), orientada para os investimentos produtivos financiados pelo endividamento junto aos bancos, a uma ‘economia de fundos próprios’ (*autoeconomy*), em que as empresas buscam maximizar lucros pelas políticas de desendividamento e de aplicações financeiras” (ibidem, p. 123).

muito superior ao aumento das transações comerciais e dos investimentos externos diretos.³⁴

O padrão dólar-ouro não foi oficialmente substituído por nenhum acordo internacional, nem por uma paridade oficial entre as principais moedas no topo da hierarquia monetária, o que deu margem ao questionamento do dólar como referência monetária internacional ao longo dos anos 1970, dada a sua desvalorização contínua. Contudo, com a reafirmação da centralidade do dólar como divisa crucial — resultado das novas normas instituídas pelos Estados Unidos para as finanças internacionais (combinação de choque de juros e remuneração elevada para o dinheiro, políticas monetárias desinflacionistas e desregulamentação financeira) a partir da contra-revolução liberal conservadora iniciada em 1979 e da estratégia da “diplomacia do dólar” (que restabeleceu um compromisso hierárquico em torno do qual o dólar permaneceu no topo da pirâmide das moedas) —, o sistema monetário e financeiro internacional passou a ser comandado por um padrão dólar auto-referenciado (ou padrão dólar flexível, segundo alguns autores),³⁵ isto é, um padrão em que o dólar é a unidade contábil de referência para as demais moedas mas não está atrelado a nenhuma outra referência (monetária ou não-monetária) a não ser às conveniências da economia norte-americana. Uma vez reforçada a hegemonia dos Estados Unidos na primeira metade dos anos 1980 e garantida a senhoriagem do Estado norte-americano sobre a emissão da moeda que cumpre o papel de moeda internacional, o banco central dos Estados Unidos passou a praticar uma “diplomacia do dólar” que mudava de ênfase ou de direção conforme os interesses da economia hegemônica, sem com isso provocar novos questionamentos sobre o papel estelar do dólar no contexto mundial. Assim, após uma política de forte valorização do dólar entre 1979 e 1985, o FED passou a praticar, na década seguinte (1985-95), já com a inflação sob controle, uma política de desvalorização da moeda³⁶ altamente benéfica para a economia norte-americana (a queda do dólar teve efeito protecionista para o comércio exterior dos Estados Unidos), sustentada, até 1989, na coordenação de políticas macroeconômicas do G-7, imposta hierarquicamente pelos Estados Unidos nos acordos do Plaza (1985) e do Louvre (1987), sem que se registrasse qualquer movimento de fuga em relação ao dólar.³⁷

³⁴ Cf. Brunhoff, Suzanne. “A instabilidade financeira internacional”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 36-37.

³⁵ Ver Medeiros, Carlos A. e Serrano, Franklin. “Padrões monetários internacionais e crescimento”. In: Fiori, José Luis (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

³⁶ A taxa de câmbio real efetiva do dólar caiu mais de 35% entre 1985 e 1995, com algumas oscilações ao longo do tempo.

³⁷ Após 1989 os Estados Unidos abandonaram a coordenação formal pactuada das políticas

“Nessa nova desvalorização do dólar, as pressões especulativas e inflacionárias que marcaram a desvalorização dos anos 70 são eliminadas. Em parte porque os EUA conseguem, através da cooperação forçada dos demais países centrais, que a queda do dólar se dê simultaneamente com uma política de redução gradual dos níveis nominais das taxas de juros americanas (de forma a não acender novamente os mercados de *commodities*), o que foi possível pela manutenção entre os países desenvolvidos de taxas de juros altas o suficiente para viabilizar a desvalorização do dólar.”³⁸

A posição privilegiada dos Estados Unidos no novo regime monetário e financeiro é sintetizada por Brunhoff:

“Parece que os Estados Unidos são o único país que pode aplicar uma política monetária nacional em função de seus objetivos internos — nível de emprego, desdobramentos no comércio exterior —, independentemente das flutuações da taxa de câmbio do dólar. Isto porque o dólar continua sendo a principal moeda contábil internacional. Em 1993, dois terços do comércio mundial e três quartos dos créditos bancários internacionais eram representados por transações em dólar. No mercado cambial, onde cerca de 80% das transações são feitas entre bancos, a moeda norte-americana continua sendo o centro das transações internacionais. [...] Sua queda tendencial em relação ao marco e ao iene, desde 1985, não impediu que a dívida externa norte-americana continuasse a ser financiada mediante empréstimos japoneses e alemães; tampouco reduziu as aplicações externas dos grandes fundos de pensão e outras instituições financeiras norte-americanas. E teve considerável efeito protecionista para o comércio exterior dos Estados Unidos. A manutenção do papel do dólar, no topo da pirâmide das moedas, decorre basicamente do poderio financeiro dos Estados Unidos, cujos mercados financeiros e grande bancos multinacionais são os primeiros do mundo.”³⁹

A partir de 1995 observou-se uma nova inversão na política cambial norte-americana, com um movimento de valorização do dólar em relação às moedas européias e ao iene (transformando a tendência de baixa inflação internacional em tendência de deflação aberta, sobretudo quanto aos preços em dólar das *commodities*), sempre acompanhando as vicissitudes do processo hegemônico da moeda e da economia dos Estados Unidos. O padrão dólar auto-referenciado (ou flexível) garantiu um crescimento moderado e sustentado aos Estados Unidos, sobretudo na década de 1990, com taxas de inflação bastante reduzidas e desemprego cadente, mas contribuiu para um crescimento medíocre nos demais países avançados, que amargaram forte crescimento nas taxas de desemprego nas décadas de 1980 e 1990.

macroeconômicas do G-7, mas seguiram praticando uma política de manutenção do dólar desvalorizado em relação ao iene e ao marco — agora sob uma coordenação hegemônica informal do FED, à margem da atuação das agências multilaterais.

³⁸ Medeiros e Serrano, *op. cit.*, p. 139.

³⁹ Brunhoff, *op. cit.*, p. 52.

Moeda de crédito desregulamentada, regulação de mercado e supremacia da moeda privada

A guinada liberal e monetarista da política econômica norte-americana em 1979 e o processo de liberalização e desregulamentação dos anos 1980 representaram a eliminação gradativa de todas as formas de controle administrativo das taxas de juros, do crédito e dos movimentos de capitais, conferindo ao mercado um crescente poder sobre a regulação monetária da economia e permitindo o desenvolvimento de um sistema de finanças de mercado (desregulamentado e mundializado), que substituiria o sistema de finanças administradas do fordismo. Em outras palavras, abandonou-se a regulamentação estatal dos preços da moeda pelos bancos centrais, de modo que as taxas de juros e de câmbio, dois preços estratégicos da moeda, passaram a uma regulação de mercado. Governos e instituições internacionais, em nome do liberalismo, renunciaram a exercer uma verdadeira fiscalização sobre os movimentos de capitais. A desregulamentação da moeda de crédito, cuja gestão e regulamentação estatal caracterizavam o regime monetário e financeiro do fordismo, significou o abandono dos mecanismos que permitiam às autoridades monetárias controlar os aspectos contraditórios da moeda (simultaneamente bem público e mercadoria privada), sob a perspectiva de promover o desenvolvimento. Desde então, segundo Guttman,⁴⁰ verificaram-se mudanças radicais na interação entre a moeda, o crédito e a atividade econômica, em detrimento dos níveis de emprego e desenvolvimento.

O processo de desregulamentação e expansão internacional das finanças, aliado ao alto nível das taxas de juros e ao encurtamento do horizonte dos agentes econômicos (que passaram a privilegiar os investimentos financeiros de curto prazo), permitiu uma verdadeira revolução no papel da moeda na economia, com uma proliferação anárquica dos centros privados de emissão monetária (os quais as autoridades monetárias têm grande dificuldade em controlar) e a criação explosiva de novas formas de moedas “privadas” (emanadas sobretudo de bancos privados), que passaram a afetar substancialmente a eficácia das políticas monetárias e o controle público das atividades bancárias, dificultando a gestão monetária pelo Estado.⁴¹ A

⁴⁰ Cf. Guttman, op. cit., p. 69.

⁴¹ “O constante processo de mudanças nos mercados financeiros, provocado pela introdução de novos instrumentos, torna cada vez mais complexas a definição e a própria auferição dos agregados monetários. Novos instrumentos que rendem juros e, simultaneamente, apresentam-se como moeda de transação são cada vez mais frequentes nos mercados financeiros americanos. Mesmo os instrumentos financeiros de prazos mais longos (*commercial papers*, bônus, notas etc.) apresentam-se cada vez mais líquidos, visto que os mercados secundários estão mais organizados. Ademais, a maior volatilidade dos diferentes instrumentos ocasiona grandes movimentos entre os agregados monetários. [...] Esses movimentos entre instrumentos financeiros trazem sérios problemas para o controle sobre os estoques

transformação das moedas nacionais em simples ativos financeiros, graças às intervenções dos grupos industriais, dos bancos e dos investidores institucionais, e a proliferação de formas de moedas, de serviços de pagamento e de circuitos financeiros relativamente pouco regulamentados permitiram o fortalecimento da dimensão da moeda como mercadoria privada, em detrimento de sua dimensão como bem público, rompendo o equilíbrio entre essas características contraditórias da moeda. Essa privatização crescente da moeda foi beneficiada pelo progresso tecnológico nas áreas de informática e de telecomunicações, que baratearam os serviços financeiros⁴² e produziram uma expansão dos sistemas privados de pagamento, além de permitirem uma evolução das características da moeda, dotando-a de maior diversidade e complexidade ao possibilitarem o surgimento de novas formas de dinheiro, como o *cybercash*, ou dinheiro eletrônico pela Internet — provavelmente um novo estágio na evolução da moeda, implicando um grande salto da forma de moeda de caráter fiduciário, regulamentada, para operações de informática não regulamentadas.⁴³

“[...] os investidores passaram a manter ativos que rendem juros, em vez de papel-moeda e depósitos à vista. Nesse movimento, proliferaram novas formas de dinheiro — cartões de crédito, *smart cards*, *cybercash* — que transferem poder de compra eletronicamente de uma conta para outra, fora do controle da autoridade monetária. É nesse sentido que Guttman [...] sugere a gestação de um novo regime monetário-financeiro: diante da incerteza predominante, o encurtamento dos horizontes dos agentes determinou a concentração dos portfólios em ativos de liquidez imediata, quase-moeda e/ou títulos (*securities*) com mercados secundários ativos e com baixo custo de transação. Está-se no meio de uma transformação gradual a um novo regime monetário, baseado em moedas eletrônicas. ‘Na transição para um novo regime monetário, ocorre uma competição entre as formas de dinheiro, erosão do sistema regulatório anterior, inovações financeiras, criação de novos instrumentos de crédito e de circuitos financeiros. Ademais, a especulação tornou-se uma atividade permanente e profundamente relacionada com a estrutura da economia, após 1982’.”⁴⁴

Essa regulação de mercado do novo regime monetário e financeiro, que instituiu um processo de crescente subordinação do capital produtivo aos interesses do capital financeiro, apresenta um caráter fortemente rentista e “curto-prazista”, responsável

de moeda. [...] Trata-se, nas palavras de Aglietta e Orléan, do ‘caos monetário americano, na época da proliferação anárquica dos centros privados de emissão monetária’” (Cintra, op. cit., p. 212; a citação refere-se a Aglietta, Michel e Orléan, André. *A violência da moeda*. São Paulo: Brasiliense, 1990, p. 30).

⁴² Contudo, a moeda bancária privada tornou-se muito mais cara após a desregulamentação (taxas de juros elevadas e variáveis), com transferência aos tomadores de empréstimo (industriais e consumidores) de grande parte dos riscos ligados aos preços.

⁴³ Cf. Guttman, op. cit., p. 71.

⁴⁴ Cintra, op. cit., p. 209 (a passagem citada é de Guttman, Robert. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system*. Nova York: M. E. Sharpe, 1994, p. 301).

pelo rompimento da relação sinérgica entre os capitais industriais e financeiros que caracterizava a regulação fordista. Segundo Farnetti, a difusão internacional dos princípios do *corporate governance* (ou “governo de empresa”, no qual a prioridade é a defesa dos direitos e dos lucros dos acionistas, com estratégias de gestão empresarial que privilegiam a rentabilidade no curto prazo), impulsionada pelos novos protagonistas da esfera financeira mundial, os investidores institucionais anglo-saxões, contribuiu para a internacionalização de uma regulação de mercado rentista e mundializada, na qual os principais países-fonte do capital-dinheiro concentrado são colocados no centro de uma vasta rede, que se nutre de uma parte crescente do valor produzido no mundo inteiro. O coração da regulação rentista e de mercado é ocupado pelos investidores institucionais, centro da nova configuração rentista. A nova camada de gestores (camada social ligada mais diretamente à gestão dos investimentos de grupos empresariais, fundos ou seguradoras — ultraminoritária numericamente) é o símbolo da principal forma contemporânea do capital rentista. O *corporate governance* aparece como a sistematização gestora de uma prática em que o capital-dinheiro concentrado conseguiu subordinar a seu proveito (e a seus interesses de curto prazo) facções cada vez mais importantes do aparelho produtivo (indústria e serviços), em escala nacional e internacional.⁴⁵

Nova estrutura de financiamento da economia: sistema de finanças diretas e desregulamentadas e desenvolvimento dos mercados de capitais

A estrutura de financiamento das economias capitalistas sofreu substancial transformação com a eliminação gradativa dos controles administrativos sobre as taxas de juros, o crédito e os movimentos de capitais, a partir do processo de liberalização e desregulamentação desencadeado nos anos 1980. Num contexto de desregulamentação monetária, isto é, de desregulamentação da moeda de crédito do fordismo (ou da moeda fiduciária a descoberto de reservas, na definição de Marx), em que as altas taxas de juros tornaram-se o novo mecanismo de regulação das finanças internacionais e das atividades de investimento, houve uma mudança estrutural no sistema de crédito, responsável por transformações profundas na interação entre a moeda, o crédito e a atividade econômica. A estrutura de financiamento centrada no crédito bancário e nas finanças regulamentadas pelo Estado — típica do fordismo e altamente funcional para a expansão da atividade produtiva — cedeu lugar a uma estrutura de financiamento

⁴⁵ Cf. Farnetti, Richard. “O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 205-206.

baseada no predomínio das finanças diretas (desintermediadas) e de mercado (desregulamentadas) e na supremacia dos mercados de capitais sobre o mercado de crédito tradicional (bancário).

A flexibilização dos controles dos fluxos de capital, a liberalização nos mercados financeiros domésticos, o fortalecimento das instituições financeiras não-bancárias e o ritmo intenso de produção de inovações financeiras originaram novas fontes de financiamento doméstico, alternativas ao crédito bancário convencional, e ampliaram as possibilidades de acesso ao mercado internacional de capitais. Os empréstimos bancários foram gradativamente perdendo importância na estrutura de financiamento da economia, quando comparados a outros canais de crédito menos regulamentados. As transações com bônus e outros títulos ganharam espaço, com redução do papel dos bancos comerciais como canalizadores dos fluxos de capitais. Houve, assim, um processo acelerado de “securitização” das fontes de financiamento e das transações financeiras. A existência de novas fontes de financiamento (via de regra “securitizadas”), que não o crédito bancário tradicional, é uma das modificações institucionais mais importantes no regime monetário e financeiro após a crise do fordismo. Com a reorientação dos fluxos financeiros internacionais nos anos 1980 (financiamento da dívida e dos crescentes déficits orçamentários e externos norte-americanos, além da crise da dívida externa dos países não desenvolvidos a partir de 1982) e a difusão mundial do processo de liberalização e desregulamentação das finanças, os financiamentos e as aplicações internacionais passaram a prescindir dos bancos (desintermediação e fim da primazia dos bancos e das operações convencionais de empréstimos como formas dominantes de institucionalidade financeira), impondo-se uma lógica de finanças diretas (sem intermediário) e mundializada.

A ampliação das fontes de financiamento, entretanto, não repercutiu significativamente sobre a esfera produtiva, já que a imensa e crescente massa de recursos e de instrumentos criados permaneceu circunscrita numa estrutura de valorização semifechada, os mercados financeiros. Ao contrário do que ocorria no fordismo, o novo regime monetário e financeiro não garantiu o surgimento de uma estrutura de financiamento funcional para uma expansão acelerada da capacidade produtiva das economias capitalistas. Nas empresas e nos grupos do setor produtivo, o excesso de fontes e de recursos de financiamento teve grande importância, não por originar novos investimentos produtivos, mas por permitir uma ampliação da alavancagem financeira e a apropriação de lucros financeiros. No novo regime monetário e financeiro transformaram-se a natureza e a finalidade da dívida empresarial (empréstimos ou fundos levantados nos diversos mercados), destinada não

tanto para financiar a produção de novos ativos, como tradicionalmente, mas antes para acrescentar rentabilidade aos ativos existentes. Desde o início dos anos 1980 a fixação do nível de recursos mobilizados pelas empresas junto aos mercados é menos motivada pelas necessidades de financiamento da atividade produtiva do que pelas aplicações financeiras. A “lógica financeira” que tende a se impor às empresas chega mesmo a levar algumas delas a sobrefinanciar sua necessidade de exploração, isto é, a endividar-se e utilizar o produto desses empréstimos para adquirir ativos financeiros.⁴⁶

As “economias de endividamento”, em vigor até os anos 1970, cederam lugar, portanto, a uma estrutura de financiamento que comporta um grande desenvolvimento dos mercados de capitais a partir da década de 1980. Modificou-se o papel dos bancos e cresceu a importância dos intermediários financeiros não-bancários nos processos de gestão da riqueza, de criação de crédito e de monitoramento dos meios de pagamento, permitindo um avanço crescente dos mercados de capitais, à margem da ação direta dos bancos centrais e da regulamentação bancária. Por um lado, houve um aumento da participação dos investidores institucionais (sobretudo fundos de pensão, companhias seguradoras e fundos de investimento) na captação de recursos antes destinados às instituições de depósitos, uma vez que os detentores de poupanças financeiras, no novo contexto de elevada remuneração do dinheiro e de expansão e internacionalização da esfera financeira, deslocaram-se para os mercados de títulos e para os sistemas de poupança programada. Também na aplicação de recursos foram os grandes investidores institucionais que passaram a alimentar a crescente demanda por ativos emitidos nos mercados de capitais domésticos e internacionais. Por outro lado, e simultaneamente a essa “institucionalização das poupanças”, ocorreu uma intensa flexibilização dos ativos das instituições bancárias — os quais, como reação à crescente instabilidade e ao risco de crédito associado aos ativos de médio e longo prazo, num ambiente financeiro marcado por uma lógica “curto-prazista”, foram transformados em instrumentos negociáveis a qualquer momento em mercados secundários, freqüentemente protegidos por instrumentos de cobertura (*hedge*) em face de riscos de variações de preços (os chamados “derivativos”). Esse processo ficou conhecido como “securitização das dívidas”.

“A securitização é, portanto, o resultado de um duplo movimento: de um lado, os credores líquidos procuram evitar os passivos bancários; de outro lado, os devedores buscam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e de capitalização. Como resultado, os bancos transformam ativos não-negociáveis em títulos negociáveis no mercado. [...] O pleno desenvolvimento da securitização só foi

⁴⁶ Cf. Serfati, Claude. “O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 167-168.

possível pelo desenvolvimento paralelo dos mercados e dos mecanismos de proteção de riscos contra as variações de preços dos ativos. Essa proteção era uma demanda tanto dos aplicadores em títulos, como dos tomadores de recursos, pois o *hedge* fornecia maior segurança ao investidor. Porém, o próprio mecanismo de *hedge*, ao ampliar a segurança do aplicador, também facilita o processo especulativo, aumentando a volatilidade dos mercados de ativos. Assim, a conjunção do processo de securitização com os mecanismos de transferência de risco passou a determinar a dinâmica dos mercados financeiros [sobretudo] dos Estados Unidos, caracterizados por uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração e de prazos.⁴⁷

Portanto, os anos 1980 trouxeram, mais do que desintermediação financeira, uma mercantilização da intermediação, com o emprego de recursos que comportam riscos de capital. Se no passado vigorava uma intermediação financeira cujas operações eram denominadas em valores nominais, na nova intermediação são introduzidos os riscos de capital, uma vez que a securitização das dívidas instaura contratos negociáveis a todo momento.⁴⁸ A securitização substituiu o sistema de crédito tradicional, convertendo o crédito em títulos (*securities*), tornando-o negociável e dotando-o de uma capacidade de circulação, retroalimentação e expansão muito mais rápidas, isto é, conferindo um caráter de curto prazo a operações que eram de longo prazo.⁴⁹ A dinâmica dos mercados de capitais está associada efetivamente a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente o encurtamento do prazo e a cobertura de riscos, aproximando-se cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários, com elevado teor especulativo. Os próprios bancos comerciais, diante da rápida diminuição dos empréstimos concedidos às empresas, juntaram-se ao movimento especulativo por meio da securitização do crédito, transformando suas fontes de renda. A securitização do crédito, isto é, a transformação de empréstimos em títulos, tem a dupla vantagem de fazer com que outros participem do risco e de acelerar a rotatividade dos recursos bancários para empréstimos.⁵⁰

⁴⁷ Cintra, op. cit., pp. 185-188. O desenvolvimento dos mercados e dos mecanismos de proteção de risco será analisado no próximo capítulo.

⁴⁸ Cf. Ferreira, Freitas e Schwartz, op. cit., p. 82.

⁴⁹ Segundo Cintra, é preciso não incorrer no equívoco de identificar na expansão do mercado de capitais e no predomínio das finanças diretas uma completa perda de importância da intermediação financeira. "Os intermediários financeiros continuam a desempenhar importante papel no processo de crescimento dos mercados de capitais, pois respondem pela transferência dos excedentes entre os agentes superavitários e deficitários. O que se alterou foi o tipo de ativo financeiro que servia de veículo para essa transferência. No ativo, os empréstimos não-negociáveis cederam lugar aos vários formatos de títulos negociáveis. No passivo, os depósitos bancários e de poupança perderam importância para as quotas de fundos mútuos de investimento e para os contratos de pensão e de pecúlio. Essa mudança foi fundamental, pelos seus impactos sobre o *funding* do investimento de longo prazo" (Cintra, op. cit., 1998, p. 188).

⁵⁰ Cf. Guttmann, "As mutações do capital financeiro", loc. cit., p. 80. É preciso deixar claro que o

As instituições financeiras não-bancárias, que passaram gradativamente a comandar o processo de acumulação financeira (sobretudo os investidores institucionais), e os mercados de capitais desenvolvidos e inovadores (securitização, mercantilização da intermediação, financiamento de longo prazo transformado em contratos de curto prazo repactuados etc.) são, assim, os eixos do arcabouço institucional do novo regime monetário e financeiro.⁵¹ A lógica especulativa e rentista do novo regime monetário e financeiro é a lógica dos mercados de capitais e dos agentes que neles atuam: “curto-prazista”, refratária aos riscos (busca cobertura nos instrumentos derivativos) e especulativa.

Política monetária e dívida pública: subordinação aos interesses da esfera financeira

As transformações no regime monetário e financeiro tiveram efeitos diretos sobre as políticas monetárias adotadas pelas nações capitalistas, embora o próprio desenho da política monetária (no caso, a da nação hegemônica, os Estados Unidos) faça parte dessas mudanças, como um dos componentes fundamentais da transformação estrutural sofrida por essa forma institucional. Ao remover instrumentos de controle público sobre a moeda e as finanças, a liberalização financeira concedeu um poder exorbitante aos mercados e reduziu progressivamente o papel das políticas monetárias, dada a ineficácia de suas ferramentas tradicionais⁵² e das prescrições keynesianas (juros baixos) e monetaristas (oferta monetária estável) numa era dominada por uma moeda de crédito desregulamentada, mundializada e, em sua maior

processo de securitização tem um sentido bastante amplo, referindo-se à utilização crescente de formas variadas de títulos nas transações econômicas, e não apenas à utilização de linhas de crédito securitizadas pelas instituições bancárias.

⁵¹ Os mercados financeiros e os atores que neles atuam — componentes do arcabouço institucional do novo regime monetário e financeiro — serão objeto de análise do próximo capítulo.

⁵² Segundo Guttman, as ferramentas de política monetária perderam sua eficácia, “particularmente nos casos das reservas compulsórias sob controle do Banco Central, que estão em queda livre, do uso de empréstimos de liquidez por instituições não-bancárias, das dificuldades com a esterilização de fluxos nos mercados de câmbio, e da importância cada vez menor do empréstimo bancário em comparação com outros canais de crédito menos regulamentados” (ibidem, p. 94). Segundo Ferreira, Freitas e Schwartz (op. cit., p. 45), nos anos 1980 a ênfase na execução da política monetária passou, em muitos países, do controle quantitativo do crédito para a intervenção nos mercados financeiros (operações de mercado aberto) — casos de França, Itália e Japão. Com a flexibilização dos controles dos fluxos de capital (desregulamentação) e a liberalização nos mercados financeiros domésticos dos principais países industrializados, originaram-se novas fontes de financiamento doméstico (alternativas ao crédito bancário convencional) e ampliaram-se as possibilidades de acesso ao mercado internacional de capital. Como resultado, houve uma expressiva redução no crédito fornecido pelas instituições financeiras, o que tornou ineficiente o sistema de controle monetário baseado no limite quantitativo do crédito.

parte, privada. As dificuldades na gestão da política monetária são consequência direta da proliferação de centros privados de emissão de uma moeda cada vez mais sofisticada. Segundo Guttman, a disseminação de uma nova forma de moeda, o dinheiro eletrônico (de que o *cybercash* é o exemplo mais bem acabado), ameaça ainda mais o controle dos bancos centrais sobre os sistemas de pagamentos, crucial para a administração da moeda.⁵³ Contudo, as limitações da política monetária passam sobretudo pela necessidade de satisfazer as novas normas das finanças internacionais, impostas pelo regime monetário e financeiro hegemônico.

“É certo que o Estado continua gerindo o sistema de pagamentos interno: papel do banco central para ‘empréstimos em última instância’, socorro aos grandes bancos *too big to fail*, garantia dos depósitos bancários, ao mesmo tempo que o banco central influencia o custo do crédito interno, mediante a variação de suas taxas de intervenção. Mas o nível dessas taxas depende também da sustentação da moeda nacional no mercado cambial e das novas normas das finanças internacionais — remuneração elevada, inflação baixa.”⁵⁴

A sustentação dos princípios do novo regime monetário e financeiro impede, portanto, a adoção de políticas monetárias independentes, o que dá razão ao “postulado da incompatibilidade” (ou “armadilha da trindade impossível”) defendido por muitos economistas, que afirma não ser possível obter simultaneamente a estabilidade monetária, a mobilidade de capitais e a autonomia da política monetária (ou, em outra versão, um livre mercado de capitais, uma taxa de câmbio fixa e uma política monetária autônoma). Somente duas dessas situações são compatíveis entre si. Se são aceitos os princípios da liberalização das finanças, é necessário garantir a estabilidade monetária e assegurar a livre circulação dos capitais internacionais. Logo, não há independência da política monetária, que passa a ser ditada pelos interesses dos investidores (capital financeiro) nos mercados financeiros internacionais.

A política monetária administra as taxas de juros da economia e, portanto, o processo de valorização/desvalorização da riqueza capitalista. No novo regime monetário e financeiro, a política monetária, num contexto de mundialização financeira e de crescente complexidade dos agregados monetários (graças aos novos instrumentos, à maior liquidez, à organização de mercados secundários, aos movimentos entre instrumentos e ao desenvolvimento tecnológico), é não apenas estimuladora da liquidez especulativa, como também responsável pela transferência de

⁵³ Cf. Guttman, “As mutações do capital financeiro”, loc. cit., p. 94. Segundo este autor, a ausência de um controle efetivo que ultrapasse as fronteiras e os sistemas computadorizados de transferências de fundos contribui decisivamente para o enfraquecimento crescente das políticas monetárias dos bancos centrais e de suas intervenções enquanto prestamistas de última instância.

⁵⁴ Brunhoff, op. cit., p. 51.

renda da sociedade para a esfera financeira, por intermédio da dívida pública, agora amplamente securitizada. Com o desenvolvimento de mercados de títulos públicos interligados (e de mercados secundários, espaço em que esses títulos de dívida pública são negociados a todo momento), nos quais o título estatal seguro, líquido e rentável passa a ocupar papel de referência no mercado financeiro,⁵⁵ a política monetária perde o caráter de mecanismo creditício, como no regime fordista, e se transforma num instrumento pelo qual as autoridades monetárias se limitam a tentar influenciar o preço do dinheiro. A política monetária passa a ser realizada mediante a utilização de títulos públicos no controle da liquidez dos mercados monetários (operações de *open market* e monetização da dívida pública). Entretanto, os títulos públicos no mercado aberto sofrem concorrência das inovações financeiras privadas, isto é, de novos instrumentos financeiros de curto prazo (que ampliam continuamente a liquidez), com aumento da participação de títulos privados nas carteiras dos investidores, sobretudo com a proliferação dos instrumentos de cobertura contra riscos, os derivativos. Essa concorrência, somada à internacionalização dos mercados financeiros (com diversificação internacional dos portfólios e dos movimentos de capitais e multiplicação de instrumentos financeiros de elevada liquidez), coloca entraves à manipulação desse único instrumento de política monetária. No novo paradigma que se generaliza mundialmente, o banco central “independente” tenta em vão controlar a liquidez da economia por meio da emissão de títulos públicos com remuneração atrativa, isto é, por meio do endividamento crescente do país (há um processo de securitização da dívida pública, em que esta adquire um componente financeiro que cresce endogenamente, sem vinculação com os déficits primários). Conforme enfatizado anteriormente, a atuação de um banco central que opera com empréstimos de liquidez, descontando títulos primários, é muito diferente da de outro que atua por intermédio do *open market* com títulos públicos.⁵⁶ A política monetária fundada nas operações de *open market* se transforma numa política de definição dos preços dos

⁵⁵ Segundo Belluzzo, “a ampliação dos mercados de dívida pública constituiu a base sobre a qual se assentou o desenvolvimento do processo de securitização. Isto não apenas porque cresceu a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países, mas também porque os papéis dos Estados Unidos são os produtos mais nobres e seguros dos mercados integrados” (Belluzzo, Luiz G. M. “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados ‘organizados’”. *Economia e Sociedade*. Campinas: IE/Unicamp, nº 4, 1995, p. 16).

⁵⁶ “Em grandes linhas, essa foi a transformação ocorrida na gestão monetária do Federal Reserve. Nos anos 1950, a política monetária era executada na relação direta entre os bancos comerciais e o banco central. A partir dos anos 1960, as inovações financeiras (quase-moedas) lastreadas em títulos públicos (com risco financeiro zero e elevada liquidez) invadiram os setores bancário e não-bancário. Assim, restou à autoridade monetária a possibilidade de monitorar a quantidade de títulos públicos nos portfólios dos intermediários financeiros” (Cintra, op. cit., p. 216).

títulos e, assim, fica inevitavelmente dependente das expectativas do setor privado.⁵⁷ Em outras palavras, a política monetária foi subjugada pelos interesses da esfera financeira no novo regime monetário e financeiro, traduzindo uma adesão dos bancos centrais (ou “rendição”, nas palavras de Braga) aos ditames do mercado.

Desta forma, a política monetária no novo regime monetário e financeiro serviu, sobretudo, para endividar o setor público das economias capitalistas (juros elevados e emissão de dívida pública para controlar a liquidez da economia) e transferir renda, via serviço da dívida e orçamento (redução do déficit público primário — ou superávit — e elevação do déficit financeiro),⁵⁸ para a esfera financeira. Ao contrário do que afirma a teoria econômica dominante, os déficits públicos são menos causa do que consequência do nível elevado das taxas de juros. Tais taxas têm origem essencialmente financeira, sendo resultado direto do endurecimento das políticas monetárias e da liberalização financeira, que atribuiu peso importante aos rentistas e à especulação. Assim, a política monetária da nação hegemônica não apenas foi a base para a constituição do novo regime monetário e financeiro, como converteu-se no seu principal mecanismo de regulação (é ela, afinal, que determina as taxas de juros que servem de referência para a economia mundial).

“A importância da política monetária americana decorre do efeito combinado dos fatores de hierarquização próprios ao período de ‘mundialização do capital’, da interligação dos mercados de títulos e da posição ocupada pelos déficits públicos. A hierarquização se dá simultaneamente em dois níveis. Na cúpula do sistema estão as finanças e os mercados financeiros; são os ‘*commanding heights*’ (‘os altos postos de comando’, para utilizarmos uma expressão dos anos 60) e são os que ‘dão o tom’ para o capital que se dedica à produção ou alta comercialização. Esse caráter de unidade diferenciada e hierarquizada vale para toda a economia mundial, entendida como conjunto de relações de rivalidade, de dominação e dependência políticas entre vários países. A pretensão do capital financeiro, de dominar a movimentação do capital em sua totalidade, foi acompanhada pela reafirmação da centralidade dos Estados Unidos. Esse país acabou reafirmando seu peso, não apenas pelo desmoronamento da ex-União Soviética e por sua posição militar incontestável, mas também em função do próprio processo de financeirização. Nesse nível, que por enquanto assume um grau decisivo, a importância dos Estados Unidos decorre da posição peculiar que o dólar ainda mantém, e também das incomparáveis dimensão e sofisticação de seus mercados financeiros. A regulação com base na política monetária norte-americana resulta, ao mesmo tempo, do nível que os déficits públicos atingiram em vários países da OCDE, desde fins da década de 70, da liberalização financeira da qual os Estados Unidos tomaram a iniciativa, e da mudança que assim provocaram no modo de financiamento dos déficits. O fato de a ‘mercadorização’ dos bens públicos ter sido acompanhada, nos Estados

⁵⁷ Cf. *ibidem*; Braga, *op. cit.*

⁵⁸ No caso norte-americano, conforme destacado anteriormente, o serviço da dívida pública passou de 12,7% do orçamento federal em 1980 para 20,1% em 1990. Ver Chesnais, “Introdução geral”, *loc. cit.*, p. 27.

Unidos, por uma política monetária instaurando, de forma transitória, taxas elevadas para o dólar e, de forma prolongada, um regime de taxas positivas de juros reais (que chegaram a atingir e ultrapassar 10% por vários anos consecutivos) contribuiu muito para garantir a difusão internacional das medidas de liberalização e desregulamentação financeiras, bem como a adoção, por ampla maioria dos países da OCDE, do mesmo modelo de financiamento de déficits.”⁵⁹

A partir dessa nova configuração do regime monetário e financeiro hegemônico em âmbito mundial, uma norma de elevada rentabilidade financeira foi imposta universalmente ao setor produtivo pelos mercados financeiros, com variações locais, dependendo da influência das arbitragens financeiras privadas sobre as políticas monetárias nacionais. A “trindade” que comanda o novo regime monetário e financeiro e que possibilitou um crescimento sem precedentes dos sistemas financeiros e da liquidez monetária é composta por taxas de inflação baixas, taxas de juros reais elevadas e taxas de câmbio flexíveis; os diferenciais nacionais e o jogo de expectativas em torno da relação triangular entre essas variáveis é que promoveram o grande desenvolvimento nos volumes de transações nos diversos mercados (divisas, mercados de capitais e investimentos diretos e em carteira). Os mecanismos de determinação das taxas de juros e de câmbio, por sua vez, passaram a obedecer a fundamentos de caráter rentista, sempre orientados pela máxima rentabilidade no prazo mais curto possível. Uma das conseqüências imediatas dessa nova configuração do regime monetário e financeiro foi a mudança na correlação de forças nas relações econômicas capitalistas, a partir da expansão acelerada do capital fictício (descolamento entre a acumulação produtiva e a financeira) e, conseqüentemente, da transformação, expansão e fortalecimento do capital financeiro, que resultaram num processo de hipertrofia financeira e na imposição de uma “ditadura dos credores” nas relações de crédito e de financiamento.

Transformação do capital financeiro, expansão do capital fictício, hipertrofia financeira e “ditadura dos credores”

O capital financeiro, mediante os processos de desregulamentação, mundialização e informatização, transformou-se, no novo regime monetário e financeiro, numa entidade tecnologicamente sofisticada, orientada pelo mercado, mundialmente integrada, altamente volátil e remodeladora da economia mundial, afetando o perfil e a dinâmica do processo de acumulação produtiva e levando ao

⁵⁹ Chesnais, François. “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 259-260.

limite as contradições entre uma moeda desregulamentada e privada e uma estrutura regulatória de papel-moeda já obsoleta e ineficaz perante as inovações financeiras (como a moeda eletrônica emergente). A prioridade para o capital financeiro é a remuneração elevada do dinheiro, isto é, altas taxas de juros e inflação zero, num horizonte temporal de curtíssimo prazo. Tais orientações, que compõem a lógica do novo regime monetário e financeiro, passaram a ditar o comportamento das empresas e dos centros de decisão capitalistas, estimulando o encurtamento do horizonte de atuação dos agentes econômicos, em detrimento dos projetos de investimento de longo prazo e da expansão da capacidade produtiva da economia. Assim, as atividades financeiras, a partir do triunfo do capital-dinheiro consolidado na configuração do novo regime monetário e financeiro, passaram de suportes (as “finanças industrializantes” do regime fordista) a parasitas do crescimento (já que inibidoras da acumulação produtiva). Contudo, o período atual não pode ser encarado como uma mera etapa de fuga especulativa a partir da crise do fordismo: tem uma lógica própria, em que — embora talvez não de forma inédita,⁶⁰ mas provavelmente com uma intensidade sem precedentes — o capital financeiro subordina plenamente o capital produtivo, reorganizando-o e mudando a lógica de acumulação capitalista, uma vez que os agentes que comandam a acumulação produtiva deixam de ser os protagonistas e os condutores principais do processo. Mesmo na esfera financeira há uma mudança institucional no comando do processo, com a substituição do grande banco, hegemônico até a crise do fordismo, pelas instituições financeiras não-bancárias, sobretudo os investidores institucionais (fundos e seguradoras).

O dinamismo financeiro (que se verifica apesar da queda na taxa de investimento das economias capitalistas), resultante de certas transformações institucionais decisivas, como a manutenção de taxas de juros reais elevadas como mecanismo de regulação, a liberalização dos fluxos internacionais de capital e as inovações financeiras nas várias praças, conduziu a uma hipertrofia sem precedentes da esfera financeira (que passou a crescer muito mais do que o investimento, o PIB ou o comércio exterior das nações capitalistas),⁶¹ inaugurando um período de supremacia

⁶⁰ Marx analisa tendência similar na segunda metade do século XIX e Keynes faz o mesmo em relação ao período entre-guerras no século XX. Já Arrighi defende a recorrência desses processos de dominação das finanças sobre o capital produtivo ao longo da história do capitalismo (ver seção 1.1 da Parte 1).

⁶¹ Segundo dados recolhidos por Chesnais junto à OCDE, enquanto o estoque de ativos financeiros crescia, entre 1980 e 1992, a uma taxa média anual de 6%, a formação bruta de capital fixo do setor privado dos países da OCDE, que é um importante índice de investimento, crescia apenas 2,3% (Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 14). Outro bom exemplo da hipertrofia financeira: 80% dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos nas décadas de 1980 e 1990 foram para a circulação financeira.

do chamado “capital fictício”.⁶² A volatilidade inerente das taxas de juros e das taxas de câmbio, determinadas por um mercado desregulamentado, suscitou um salto qualitativo no aumento do capital fictício gerado pela maciça especulação com ativos financeiros (acumulação financeira descolada da acumulação real), tendência alimentada pela securitização do crédito e pela transformação das divisas em mercadoria.⁶³ Nesse contexto, os derivativos são a grande expressão do capital fictício no capitalismo do final do século XX. Esses instrumentos de cobertura a riscos de mercado são procedimentos que se adaptam à demanda de agentes envolvidos numa gestão da riqueza na qual são privilegiados a mobilidade acelerada, a alta liquidez, o manejo do risco, a rentabilidade tão breve quanto possível, a agilidade e a ampliação dos ganhos de arbitragem. Em outras palavras, trata-se de uma gestão da riqueza (real e fictícia) dominada pela lógica financeira, rentista e curto-prazista. Essa dinâmica financeira é desproporcional às necessidades de intermediação de recursos para fins de circulação produtiva. Expõe-se, portanto, como auto-referida, tornando-se independente do movimento real da economia em bens e serviços, fortemente condicionada pela flexibilização dos ativos financeiros e pelos movimentos de arbitragem. Desta forma, os principais beneficiários dos desenvolvimentos nos mercados financeiros são os próprios agentes desses mercados.⁶⁴

A hipertrofia financeira, conseqüência da intensa expansão do capital fictício e do fortalecimento dos agentes que atuam na esfera financeira, não é um aspecto

⁶² Marx foi o primeiro a utilizar o conceito de “capital fictício”, que ele opunha ao de “capital emprestado” (para produzir) e associava aos títulos financeiros cuja valorização assumia um caráter autônomo e especulativo em relação à acumulação real, isto é, títulos cujos valores não tinham contrapartida no âmbito do capital produtivo (acumulação financeira descolada da acumulação real). Guttman resume o argumento de Marx: “Já faz um século, Marx (1894) estabeleceu uma distinção entre dois tipos de capital financeiro: os empréstimos a médio ou longo prazo, com juros, e o que ele chamava de ‘capital fictício’. Segundo Marx, este abrangia créditos envolvendo compromissos de caixa futuros (títulos), cujo valor é determinado unicamente pela capitalização do rendimento previsto, sem contrapartida direta em capital produtivo. Como fontes principais de capital fictício, Marx identificou os fundos próprios (ações) cotados na bolsa, os títulos da dívida pública e a moeda de crédito propriamente dita. Atualmente, essas três formas tornaram-se mais importantes do que na época. Desde então, a maioria das grandes empresas tornaram-se sociedades anônimas, e o mercado das bolsas tornou-se um dispositivo crucial para a expansão de empresas e a reestruturação industrial. O mercado de títulos estatais — cujo aumento espetacular deveu-se ao contínuo aumento dos déficits orçamentários da maioria dos países industriais, ao longo de cerca de meio século — oferece hoje aos investidores um instrumento de alta liquidez e relativamente sem risco, para aplicação dos recursos líquidos disponíveis. E enquanto a alusão de Marx à moeda de crédito como capital fictício referia-se unicamente à moeda fiduciária a descoberto de reservas de ouro, hoje opera-se unicamente com moeda sob essa forma” (Guttman, “As mutações do capital financeiro”, loc. cit., p. 77). Sobre capital fictício, ver: Marx, Karl. *O capital* (Livro III, Tomo 2). São Paulo: Abril Cultural, 1985, cap. XXIX; Brunhoff, Suzanne. *A moeda em Marx: teoria marxista da moeda*. Porto: Edições Rés, 1975, Segunda Parte, II-A.

⁶³ Cf. Guttman, “As mutações do capital financeiro”, loc. cit., p. 85.

⁶⁴ Cf. Braga, op. cit., p. 155; Cintra, op. cit., pp. 204-205.

superficial do novo contexto econômico vivido pelo capitalismo, passível de ser eliminado com pequenas reformas. Não é, segundo Chesnais, um abcesso cancerígeno no corpo de um capitalismo que, sem ele, seria sadio. Pelo contrário, a hipertrofia financeira é uma característica fundamental da emergência de um *regime de acumulação mundial sob dominância financeira*.

“Saído dos impasses em que desembocou o processo de acumulação de longo prazo dos ‘trinta anos gloriosos’ e da crise da ‘regulação fordista’, esse regime [tem o] seu funcionamento ordenado, em grande medida, pelas operações e opções do capital financeiro, mais concentrado e centralizado do que em qualquer período anterior do capitalismo. A configuração interna desse capital financeiro modificou-se, em benefício das instituições financeiras não-bancárias (a começar pelos fundos de investimento), que se dedicam a fazer frutificar os fundos que têm para cuidar, mantendo-os na forma monetária ou forma-dinheiro (Marx) e exercendo forte ‘preferência pela liquidez’, comandada pelo ‘motivo de especulação’ (Keynes). Esse capital privilegia as operações de aplicação a curto prazo. Move-se de modo absolutamente clássico nos mercados acionários, que voltaram a ter grandes dimensões, mas é particularmente afeiçoado aos novos mercados de bônus, sejam privados ou, sobretudo, públicos (compra de bônus do Tesouro e outros títulos da dívida pública). As formas de valorização exigidas por esse capital têm de atender à liquidez e segurança do investimento. São ‘especulativas’, no sentido de N. Kaldor, que define especulação como uma transação com uma mercadoria, ‘quando o que a motiva [...] é a previsão de mudança nos preços existentes, e não alguma vantagem ligada ao uso daquele bem, a uma transformação do mesmo ou à transferência de um mercado para outro’. Trata-se de operações que não têm outra finalidade a não ser as mais-valias que geram, e que se traduzem, essencialmente, em posicionamentos fundamentalmente motivados pela expectativa de alteração no preço do ativo.”⁶⁵

A configuração do novo regime monetário e financeiro e a hipertrofia financeira resultante estabeleceram uma nova correlação de forças nas relações econômicas capitalistas, constituindo aquilo que alguns autores definem como um sistema de “ditadura dos credores” ou de “tirania dos mercados”, com transferência de poder para os “rentistas” nas relações de crédito a partir da liberalização das taxas de juros e da desregulamentação das finanças.⁶⁶ Contudo, é preciso ter claro que a proliferação das formas de capital-dinheiro (múltiplos instrumentos financeiros), facilitada pela abertura e desregulamentação dos mercados financeiros (a mundialização ou “globalização” financeira), não significou simplesmente uma autonomização do processo de expansão do capital fictício, com efeitos nocivos sobre a acumulação do

⁶⁵ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 258-259.

⁶⁶ Segundo Guttman (“As mutações do capital financeiro”, loc. cit., p. 74), para os dois principais teóricos da moda, Marx e Keynes, “as taxas de juros, e portanto a repartição dos ganhos entre rendimentos de juros e de lucros, dependem da correlação de forças entre as duas partes do sistema de crédito”. A imposição de taxas de juros reais elevadas no novo regime monetário e financeiro estabeleceu, assim, a supremacia dos credores sobre os devedores no novo binômio.

capital produtivo mas estéril do ponto de vista de transferência de renda: a hipertrofia financeira não apenas afetou (negativamente) a acumulação produtiva, como também modificou a correlação de forças na distribuição da renda socialmente gerada. Por muito que se expanda no circuito semifechado da esfera financeira, a frutificação do capital-dinheiro (mediante dividendos, juros e variedades “híbridas” de rendimento) se baseia, em última análise, no valor criado na esfera da produção de bens, isto é, embora a acumulação financeira possa descolar-se substancialmente da acumulação real, esta é o limite daquela. A “tirania dos mercados”, segundo Serfati, não significa nada mais que o direito dos que centralizam esse capital-dinheiro, depois de o terem criado e multiplicado, de arrogar para si uma parte desmesurada das riquezas criadas no processo de produção.⁶⁷ Desta forma, o formato do novo regime monetário e financeiro colaborou decisivamente para um intenso processo de transferência de renda em favor das camadas sociais “rentistas”.

“As exigências de remuneração do capital ‘rentista’, nos últimos quinze anos, atingiram um grau tão importante que as taxas de juros se situam em níveis historicamente elevados e ocasionam uma mudança considerável da relação de forças em favor do capital de empréstimo, em detrimento do capital produtivo. [...] os rendimentos ‘reais’ obtidos pelo capital de empréstimo desde os anos 80 até hoje [...] são resultado dos efeitos conjugados do triunfo do sistema de taxas de câmbio flutuantes, no qual o valor antecipado das moedas, instantaneamente transformadas em ativos financeiros, é cada vez mais regido pelos níveis de rendimento que se espera delas, das enormes necessidades de financiamento das dívidas públicas (em primeiro lugar, a dos Estados Unidos), e, por fim, das políticas monetárias abertamente voltadas para a satisfação dos interesses econômicos e sociais dos credores.”⁶⁸

O novo regime monetário e financeiro e a nova organização das finanças, configurados para permitir maior liberdade de ganhos de capital, responderam, portanto, à demanda e aos interesses dos agentes dominantes do jogo financeiro: bancos comerciais, investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimentos), outras instituições financeiras privadas e empresas e grupos industriais com atuação internacional (multinacionais). Contudo, além de beneficiar os agentes que atuam diretamente nos mercados financeiros, o formato institucional do novo regime, com suas opções por altas taxas de juros reais, baixa inflação e desregulamentação em todos os mercados, vem contando com o apoio crescente de instituições e setores sociais de grande influência política: bancos centrais independentes que, juntamente com as administrações financeiras de empresas industriais, detêm importantes carteiras de títulos e de divisas; os tesouros públicos

⁶⁷ Cf. Serfati, *op. cit.*, pp. 145-146.

⁶⁸ *Ibidem*, pp. 170-171.

nacionais, interessados no financiamento não-inflacionário dos déficits públicos (por convicção de seus gestores ou por imposição do poder político); participantes de sistemas de aposentadoria por capitalização; e setores da classe média-alta, detentores de poupança, que lucram com a liberalização ao ter acesso a formas de aplicação antes não disponíveis.⁶⁹

Em contrapartida, a maior parte dos segmentos sociais das nações capitalistas, desenvolvidas ou não, vem perdendo com a difusão mundial do novo regime, uma vez que a política de moeda forte vem afetando desfavoravelmente as condições de acumulação do capital industrial e o crescimento econômico, ao passo que a transferência de renda para a esfera financeira, via financiamento da dívida pública (com pressões para a redução ou a eliminação de déficits orçamentários primários), vem patrocinando o desmonte da seguridade social pública, isto é, do *Welfare State* montado durante o fordismo.⁷⁰

“[...] quando algum governo empreende uma política de fortalecimento da moeda, baseada em altas taxas de juros e austeridade orçamentária, estará afetando, desfavoravelmente, as condições de acumulação do capital industrial. Esse tipo de política implica enormes pressões deflacionárias nos mercados de produtos e insumos, e pode provocar uma acelerada reestruturação industrial, mas ao preço de um alto índice de desemprego estrutural e da estagnação dos rendimentos não-financeiros. Tais efeitos negativos vão se tornando ainda mais pesados com o passar do tempo, quando os governos começam a desmantelar o filão de seguridade social do pós-guerra, em resposta às pressões dos mercados financeiros, exigindo redução dos déficits orçamentários estruturais. Esse mesmo tipo de política de moeda forte também dificulta a busca de investimentos de longo prazo, afetando a formação de mão-de-obra, a organização produtiva, a pesquisa tecnológica e o surgimento de novas situações

⁶⁹ Segundo Guttman (“As mutações do capital financeiro”, loc. cit., p. 86), esse componente de apoio social, que forma uma poderosa coalizão, sobretudo nos Estados Unidos, “tem aumentado rapidamente, em função das mudanças estruturais que houve no mercado de trabalho, com crescente participação dos ‘colarinhos brancos’ na mão-de-obra (executivos, consultores e empregados de escritório), que em vinte anos passaram de 19,7%, em 1973, para 27,4% (34 milhões). Hoje em dia, mais de 40 milhões de norte-americanos detêm alguma participação em fundos mútuos, oito vezes o número de aplicadores registrado em 1977. Quase 40 milhões participam de planos privados de aposentadoria, dos quais vários milhões em regime de opção acionária (*stock options*). Quase 17 milhões de famílias norte-americanas declararam rendimentos de origem financeira, em 1992, o triplo das famílias registradas em 1960. Mais de 40% desses investidores pertencem à classe média-alta, que ganha entre 30 mil e 75 mil dólares por ano”. Considerando o crescimento ininterrupto da economia norte-americana no período 1992-2000, esses números apontados por Guttman devem ter sofrido um crescimento substancial.

⁷⁰ A pressão dos mercados financeiros pela redução dos gastos do Estado com investimentos e com seguridade social — *Welfare State* — reflete a opção dos financistas pela utilização do orçamento público em benefício próprio: exige-se uma mudança na maneira como o Estado direciona seus recursos e dívidas, tolerando-se os déficits orçamentários, desde que de natureza exclusivamente financeira (pagamento de juros e amortizações da dívida pública, que é a forma de transferir renda da sociedade — recursos orçamentários — para a esfera financeira).

industriais, todos elementos essenciais para um desenvolvimento sustentado.”⁷¹

A forma como foi estruturado e difundido o novo regime monetário e financeiro pela economia hegemônica, os Estados Unidos — que são o epicentro do capital financeiro de características rentistas e o principal beneficiário da transformação e expansão das finanças e da acelerada formação de um espaço financeiro global (mundialização financeira) —, teve importantes desdobramentos sobre as relações financeiras internacionais, convulsionando e modificando substancialmente o cenário econômico mundial nas duas últimas décadas do século XX.

3.3 Modificações no cenário econômico-financeiro mundial com a nova regulação da moeda e das finanças

A nova regulação da moeda e das finanças instituída pelos Estados Unidos e sua difusão mundial a partir da extensão da política monetária norte-americana para a maioria dos países capitalistas desenvolvidos impulsionaram a expansão dos mercados, a sofisticação das relações financeiras e a internacionalização dos capitais financeiros. O processo de liberalização e desregulamentação das atividades financeiras removeu os obstáculos da estrutura institucional fordista e promoveu o desenvolvimento da engrenagem financeira em âmbito mundial e a consolidação do paradigma monetário e financeiro norte-americano. Além de alicerçar e estimular os processos de expansão dos mercados, de financeirização da economia mundial e de endogenização da instabilidade financeira, que se estenderiam pelas duas décadas seguintes (temas que serão analisados com maior detalhe nos dois próximos capítulos), a difusão mundial do novo regime monetário e financeiro afetou sensivelmente as bases do cenário econômico-financeiro internacional, exercendo impacto em várias frentes. Cabe destacar, dentre outros,⁷² os seguintes efeitos imediatos da implantação da nova lógica monetária e financeira sobre o cenário internacional: inibição do investimento e do crescimento da economia mundial; alteração das relações cambiais entre as moedas e os desajustes nos balanços de pagamentos (fatores que tiveram grande importância no comportamento dos mercados financeiros internacionais); e a crise da dívida externa

⁷¹ Guttman, “As mutações do capital financeiro”, loc. cit., pp. 86-87.

⁷² A mudança na correlação de forças nas relações econômicas capitalistas, com o desenvolvimento de um processo de hipertrofia financeira e a imposição de uma “ditadura dos credores” nas relações de crédito e de financiamento, já foi abordada na seção anterior e será aprofundada nos próximos capítulos.

dos países da periferia do capitalismo nos anos 1980 e o posterior surgimento dos mercados “emergentes” nos anos 1990.

Inibição do crescimento da economia mundial no novo regime monetário e financeiro

A manutenção de juros elevados e as políticas desinflacionistas praticadas a partir do início da década de 1980 passaram a afetar negativamente a demanda agregada das economias capitalistas desenvolvidas, inibindo o crescimento econômico (redução do investimento produtivo privado e do gasto público com investimentos e políticas sociais — recursos orçamentários desviados para a esfera financeira, via serviço da dívida pública — e transformação do consumo, afetado pela queda das rendas salariais, desemprego e concentração de renda). Considerando-se a evolução dos países do G-7, a taxa média de crescimento anual, que fora de 3,6% na década de 1970, caiu para 2,7% nos anos 1980 e para 2,2% nos anos 1990 (Tabela 4). À exceção do Japão, cujo PIB cresceu a uma taxa média anual de 4,1% entre 1980 e 1991, todos os demais países do G-7 sofreram intervalos recessivos ou depressivos no início das décadas de 1980 e de 1990, com recuperações nos anos seguintes. O crescimento médio do PIB no G-7 foi inferior a 1% entre 1980 e 1982, sendo mais dura a fase depressiva para as economias anglo-saxãs. Entre 1983 e 1989 houve uma recuperação generalizada, com crescimento médio anual de 3,4%, seguida de novo período recessivo entre 1990 e 1993 (menos de 1,5% de crescimento médio anual) e de nova recuperação entre 1994 e 1999 (2,6%). O grande destaque dos anos 1990 foram os Estados Unidos, que apresentaram um crescimento médio anual de 3,2% entre 1992 e 1999 (taxas sensivelmente mais elevadas do que as apresentadas pelas demais potências mundiais).

Tabela 4
Crescimento do PIB (taxas de variação anual)
Países do G-7
1970-1990

	Em porcentagem							
	Estados Unidos	Canadá	Grã-Bretanha	Alemanha ²	França	Itália	Japão	Média do G-7
1970-79 ¹	3,2	5,4	2,4	...	3,6	3,7	5,1	3,6
1980	-0,5	1,5	-2,2	1,0	1,6	3,5	3,6	1,5
1981	1,8	3,7	-1,3	0,1	1,2	0,5	3,6	1,4
1982	-2,2	-3,2	1,7	-1,0	2,5	0,5	3,2	-0,3
1983	3,9	3,2	3,7	1,7	0,7	1,2	2,7	2,8
1984	6,2	6,3	2,3	2,8	1,3	2,6	4,3	4,5
1985	3,2	4,8	3,8	2,3	1,9	2,8	5,0	3,3
1986	2,9	3,3	4,3	2,3	2,5	2,8	2,6	2,8
1987	3,1	4,3	4,8	1,4	2,3	3,1	4,1	3,2
1988	3,9	4,9	5,0	3,6	4,5	3,9	6,2	4,3
1989	2,5	2,4	2,2	3,7	4,3	2,9	4,7	3,2
1980-89 ¹	2,5	3,1	2,4	1,8	2,3	2,4	4,0	2,7
1990	0,8	-0,2	0,4	5,7	2,5	2,2	4,8	2,1
1991	-0,9	-1,9	-1,5	5,0	0,8	1,4	3,8	0,8
1992	2,7	0,9	0,1	2,2	1,2	0,8	1,0	1,8
1993	2,3	2,3	2,3	-1,1	-1,3	-0,9	0,3	1,1
1994	3,5	4,7	4,4	2,3	2,8	2,2	0,6	2,8
1995	2,3	2,8	2,8	1,7	2,1	2,9	1,5	2,2
1996	3,4	1,7	2,6	0,8	1,6	0,9	5,0	3,0
1997	3,9	4,0	3,5	1,8	2,3	1,5	1,4	2,9
1998	3,9	3,1	2,2	2,3	3,2	1,3	-2,8	2,2
1999	3,7	3,6	1,1	1,4	2,5	1,2	1,0	2,6
1990-99 ¹	2,6	2,1	1,8	2,2	1,8	1,4	1,7	2,2

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales e World Economic Outlook*; Palazuelos, op. cit.

(1) Taxa média de crescimento anual.

(2) Inclui apenas a Alemanha Ocidental.

Entretanto, desde 1979 as taxas reais de juros de longo prazo superam as taxas de crescimento do G-7 (Tabela 5) — exceto no caso do Japão nos anos 1980 —, com implicações diretas sobre as finanças públicas das nações capitalistas (crescimento acentuado da dívida pública, sobretudo nos países da União Européia) e sobre o funcionamento expansivo dos mercados financeiros (redistribuição da renda em favor do capital portador de juros).⁷³

⁷³ Para que a razão dívida pública/PIB se estabilize, é preciso que a taxa de crescimento do PIB seja ao menos igual à taxa de juros sobre a dívida. Como as políticas econômicas seguidas pelos principais países industrializados a partir da década de 1980 orientaram-se no sentido de uma elevação brutal das taxas de juros, estas tornaram-se maiores do que as taxas de crescimento econômico desses países, aumentando continuamente os respectivos estoques da dívida pública — cujo financiamento se converteu num verdadeiro motor para o processo de mundialização financeira. “O crescimento econômico tornou-se insuficiente para ‘reembolsar’ os encargos de juros sobre as dívidas públicas; os

Tabela 5
Taxa de crescimento do PIB menos taxa de juros de longo prazo¹
Países do G-7
1980-99

	Em porcentagem						
	Estados Unidos	Canadá	Grã-Bretanha	Alemanha	França	Itália	Japão
1980	-2,47	-0,91	3,29	-2,57	2,10	8,33	2,28
1981	-2,13	1,99	-4,46	-6,08	-1,03	-0,82	0,02
1982	-9,79	-5,30	-3,48	-5,52	-0,76	-3,29	-1,91
1983	-2,81	-4,19	-1,85	-2,82	-3,13	-2,31	-2,68
1984	-1,60	-2,39	-3,73	-2,84	-3,20	-0,80	-0,18
1985	-3,51	-3,70	-1,16	-2,43	-2,97	-1,26	0,71
1986	-1,94	-3,31	-2,28	-0,36	-3,41	0,02	-1,67
1987	-2,31	-1,48	0,34	-2,49	-4,10	-0,54	0,00
1988	-1,38	-2,30	1,61	-0,96	-1,73	0,48	2,70
1989	-0,98	-3,21	-0,51	-0,97	-1,51	-1,63	1,92
1980-89 ²	-2,89	-2,48	-1,23	-2,71	-1,97	-0,18	0,12
1990	-2,90	-7,02	-4,45	0,14	-4,37	-1,77	0,66
1991	-4,67	-7,72	-4,98	0,08	-4,97	-4,03	0,67
1992	-1,52	-7,46	-5,41	-0,28	-5,34	-7,81	-2,14
1993	-0,79	-3,70	-2,38	-3,58	-5,74	-7,78	-2,12
1994	-1,32	-5,17	-2,01	-2,04	-3,03	-4,82	-2,38
1995	-1,75	-2,85	-2,80	-2,56	-3,98	-4,25	-1,13
1996	-1,01	-3,53	-2,64	-3,81	-3,66	-3,36	2,87
1997	-0,03	-0,77	-0,24	-1,35	-2,10	-3,24	1,41
1998	0,31	-1,36	0,23	-1,09	-0,81	-1,56	-3,21
1999	0,28	-0,30	-1,99	-2,26	-1,59	-1,82	-0,49
1990-99 ²	-1,34	-3,99	-2,67	-1,67	-3,56	-4,04	-0,59

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales e World Economic Outlook*; Palazuelos, op. cit.

(1) A taxa de juros corresponde à remuneração dos títulos do Estado de longo prazo.

(2) Taxa média de crescimento anual.

No contexto de estagnação do crescimento mundial, uma das características mais marcantes da nova realidade econômica vivida pelo capitalismo nas duas últimas décadas do século XX é a redução da taxa de investimento (e também da poupança) dos países desenvolvidos, embora existam diferenças notáveis entre os países (Tabela 6). A economia do Japão ostenta uma posição singular no G-7, mantendo uma taxa média de investimento de 30% do PIB, sensivelmente superior à observada nos demais países, embora igualmente descendente. Todas as principais economias capitalistas vêm apresentando tendência de queda na capacidade de investimento nas décadas de 1980 e 1990, em alguns casos de maneira significativa, como nos Estados Unidos,

déficits e as dívidas públicas começaram a crescer mais depressa do que o PIB. Assim se explica a alta quase contínua das relações de déficit e de endividamento públicos no decorrer do período recente" (Plihon, op. cit., p. 106).

Canadá, França e Itália. Esse movimento cadente da capacidade de investimento em relação ao PIB, que minimiza o crescimento econômico da economia mundial, é o preço pago pela manutenção de políticas monetárias restritivas e pelo viés financeiro assumido pela atividade econômica dos países desenvolvidos.

Tabela 6
Taxas de poupança e de investimento e balança em conta corrente
Países do G-7
1970-99

	% sobre o PIB (médias anuais)				
	1970-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99 ¹
Estados Unidos					
Poupança	19,8	18,3	15,4	14,7	16,9
Investimento	19,1	19,1	18,3	16,0	18,3
Balança conta corrente	0,7	-0,8	-2,9	-1,3	-1,4
Canadá					
Poupança	...	20,7	18,6	14,9	17,3
Investimento	23,9	21,3	21,6	19,0	18,2
Balança conta corrente	...	-0,6	-3,0	-4,1	-0,9
Grã-Bretanha					
Poupança	17,9	17,7	17,0	14,5	15,7
Investimento	19,2	16,2	18,7	16,2	15,9
Balança conta corrente	-1,3	1,4	-1,7	-1,7	-0,2
Alemanha					
Poupança	24,4	23,2	26,5	22,7	22,3
Investimento	22,6	23,1	22,2	23,0	22,5
Balança conta corrente	1,8	0,2	4,3	-0,3	-0,3
França					
Poupança	25,9	20,2	20,1	19,9	19,4
Investimento	24,1	21,3	20,5	19,8	17,4
Balança conta corrente	1,8	-1,2	-0,4	0,2	2,0
Itália					
Poupança	26,0	22,7	20,9	18,2	19,9
Investimento	24,0	24,1	21,5	19,1	17,6
Balança conta corrente	2,0	-1,4	-0,7	-0,8	2,3
Japão					
Poupança	35,3	30,8	32,5	33,2	30,3
Investimento	33,1	29,9	29,2	30,7	27,9
Balança conta corrente	2,2	0,9	3,3	2,4	2,4

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales*; Palazuelos, op. cit.

(1) Somente para Estados e Japão: para os demais países, até 1997.

Há uma intrincada relação entre as características do novo regime monetário e financeiro, as políticas econômicas das nações desenvolvidas, o funcionamento expansivo dos mercados financeiros e o comportamento do investimento e do

crescimento econômico. As medidas monetárias restritivas, eixos principais do novo regime monetário e financeiro, foram implementadas e defendidas por diversos governos sob a argumentação de que a elevação e a manutenção de taxas de juros elevadas eram necessárias para conter o crescimento da oferta monetária e, conseqüentemente, ajustar o nível de liquidez existente na economia à sua capacidade produtiva, limitando o movimento dos preços. A correlação observada entre as políticas de restrição monetária e a queda da taxa de inflação nos anos 1980 referendaria empiricamente essa tese. Contudo, a realidade econômica das décadas de 1980 e 1990 contrasta profundamente com tal argumentação, pois o que se observou nessas duas décadas foi, de fato, um enorme incremento da liquidez monetária, graças às inovações financeiras e à multiplicação dos centros privados de emissão monetária. A compatibilidade entre a maior liquidez monetária, num contexto de baixo crescimento econômico, e a efetiva queda da inflação nos países desenvolvidos nos anos 1980 se deve ao fato de que essa base monetária extraordinariamente ampliada foi direcionada para o setor financeiro no novo regime, retroalimentando-se e transferindo-se de um mercado a outro dentro dos circuitos financeiros sem que houvesse um “derramamento” para a demanda de consumo e de investimento em bens e serviços, com pressão sobre os preços.

“Na medida em que se ampliam sem cessar e se integram uns com os outros, os mercados de divisas, empréstimos, ações, obrigações, linhas de crédito securitizadas, produtos derivativos etc. atuam como isolantes da parte da liquidez monetária que se direciona para a demanda interna de bens e serviços. O acréscimo de liquidez, aparentemente sem limites, supera com folga os mecanismos tradicionais à disposição dos governos para controlar a base monetária, de maneira que os agregados monetários internos perdem utilidade e confiabilidade como indicadores macroeconômicos. O manejo das taxas de juros e outras medidas de política monetária têm uma influência cada vez menor sobre a oferta monetária realmente criada nas economias desenvolvidas, embora incidam de modo complexo no comportamento dos mercados financeiros. Desta forma, enquanto o funcionamento desses mercados for capaz de absorver a maior parte da liquidez criada pela multiplicidade de agentes e de operações, o contínuo intercâmbio de títulos, créditos, moedas etc. se converte no principal mecanismo de que dispõem as economias desenvolvidas para controlar a inflação.”⁷⁴

Assim, ao se auto-reproduzir a lógica expansiva dos mercados financeiros, favorecida por medidas monetárias restritivas, a estratégia predominante das políticas macroeconômicas dos países desenvolvidos desde a década de 1980 passou a ser o controle sobre a demanda interna de bens e serviços, com políticas de contenção de salários, restrições aos gastos públicos e, dada a manutenção de juros reais elevados,

⁷⁴ Palazuelos, op. cit., p. 59.

desestímulos ao investimento produtivo. Tal estratégia, desenhada para garantir os princípios do novo regime monetário e financeiro (em especial a rentabilidade do capital financeiro e a manutenção de patamares mínimos para a inflação) e para evitar o “derramamento” da liquidez monetária ampliada para a demanda de bens e serviços, passou a impor notáveis restrições ao crescimento econômico, que vem evoluindo de forma muito lenta em âmbito mundial desde o fim do fordismo, com a notável exceção da economia norte-americana (particularmente nos anos 1990), graças, sobretudo, à hegemonia de sua moeda e de suas finanças.

Mudanças nas relações cambiais entre as moedas e desajustes nos balanços de pagamentos

Além de inibir o investimento e o crescimento econômico, a política monetária implementada sucessivamente pela maioria dos países ocidentais desenvolvidos, desde sua concepção e aplicação inicial nos Estados Unidos em 1979, teve dois impactos básicos sobre o cenário financeiro internacional: a alteração das relações cambiais entre as moedas, com importantes convulsões cambiais, e os desajustes nos balanços de pagamentos, com alterações significativas nos movimentos internacionais de capitais. Ambos tiveram grande importância no comportamento dos mercados financeiros internacionais.

A política de valorização do dólar empreendida pelos Estados Unidos no período 1979-85, elevando as taxas de juros e atraindo grande volume de capitais externos para a economia norte-americana, ativou o potencial desestabilizador do regime de taxas de câmbio flutuantes vigente desde o início dos anos 1970, engendrando um processo de desvalorização acentuada das moedas das principais nações desenvolvidas e uma intensa desestabilização e volatilidade nas relações cambiais entre as divisas fortes,⁷⁵ fatores que despertaram a atuação de grandes forças especulativas e agitaram o mercado de divisas mundial, incrementando o volume de transações cambiais (que, com a transformação da divisa em ativo financeiro e a intensificação da arbitragem das taxas de câmbio feita pelos mercados financeiros, alcançaram dimensões muito superiores ao aumento das transações comerciais e dos

⁷⁵ Segundo Brunhoff (“A instabilidade financeira internacional”, loc. cit., p. 36), “a volatilidade das cotações cambiais, constatada em regime de câmbio flutuante, refere-se a variações importantes, até mais ou menos 15% do preço relativo, tal como as cotações do dólar em marcos alemães, medidas por trimestre, entre 1975 e 1990”.

investimentos externos diretos) e acentuando o clima de incerteza vivido pelos agentes econômicos atuantes nesse mercado.

“Umás empresas utilizavam as divisas para efetuar suas operações de comércio e investimento internacional. Outras empresas, governos e bancos recorriam aos mercados externos para obter financiamento e se viam afetadas pelas modificações cambiais. Os bancos centrais compravam e vendiam divisas para melhorar suas dotações de reservas. Outras empresas, bancos e estabelecimentos financeiros utilizavam o intercâmbio de divisas com propósito finalista, isto é, como simples atividade especulativa. Para todos eles, a volatilidade das taxas de câmbio das principais moedas se converteu num jogo de expectativas estabelecido em torno da incerteza derivada do comportamento dispar das taxas de inflação, das taxas de juros e dos saldos em conta corrente em cada economia.”⁷⁶

Com exceção da libra esterlina, que já houvera sofrido forte desvalorização (33%) no período 1978-80, e do iene japonês, que interrompeu o processo de depreciação em 1982, todas as demais moedas dos países do G-7 entraram numa dinâmica de desvalorização nominal frente ao dólar que se estendeu até 1985 (Tabela 7). No que diz respeito à taxa de câmbio real efetiva, isto é, à cotação multilateral de cada moeda com relação a um conjunto-padrão de moedas internacionais, descontada a inflação de cada país, a perda relativa frente ao dólar entre 1980 e 1985 ficou próxima a 40% no caso do marco alemão, superou 42% para o franco francês, ficou entre 32% e 35% para as moedas japonesa, inglesa e italiana e superou 28% no caso do dólar canadense (Tabela 7).

Com a mudança de direção na “diplomacia do dólar” a partir de 1985 e a adoção de uma política de desvalorização paulatina do dólar pelo FED, atendendo aos interesses econômicos e hegemônicos dos Estados Unidos, as demais moedas das principais economias capitalistas, sobretudo o iene e o marco, passaram a empreender um movimento inverso, embora com diferentes flutuações. As moedas européias, em especial, sofreram momentos de grande instabilidade na primeira metade dos anos 1990, a partir do endurecimento da política monetária alemã em 1989 (reunificação da Alemanha) e da conseqüente valorização do marco e das divisas a ele vinculadas. Entre 1992 e 1993, várias moedas da Comunidade Européia (sobretudo a libra e o franco) foram objeto de ataques especulativos, desencadeados por diversos operadores financeiros em momentos de incerteza quanto à viabilidade do projeto de união monetária acordado em Maastricht — ataques que fortaleceram ainda mais o marco. Em termos nominais, o marco atingiu, já em 1989, a mesma cotação que registrava em relação ao dólar em 1980, alcançando uma apreciação de mais de 20% sobre essa base

⁷⁶ *Ibidem*, p. 67.

prévia em 1995; o mesmo não ocorreu com o franco, cuja cotação de 1980 somente foi recuperada em 1997, e com a lira, que jamais recuperou a cotação de 1980 (Tabela 7). Já o iene recuperou rapidamente seu nível prévio, valorizando-se fortemente ao longo do período 1985-95. A libra, embora tenha apresentado forte apreciação em relação ao dólar em 1980-86 e em 1992-95, registrava em meados dos anos 1990 uma cotação apenas 10% superior à observada em 1977, quando sofreu sua queda inicial, voltando a situar-se num patamar inferior ao dos anos 1970 em 1997. Já no que diz respeito à taxa de câmbio real efetiva, o dólar sofreu uma desvalorização próxima a 35% entre 1985 e 1995; entre 1994 e 1995 a moeda norte-americana foi submetida a grande instabilidade e houve uma nova inversão na política cambial, com movimento de valorização do dólar em relação ao iene e às moedas européias nos dois anos seguintes. O iene sofreu um forte processo de apreciação em 1985-95, valorizando-se pouco menos de 50%, e recuou fortemente no biênio 1996-97 (19%), ao passo que o marco apreciou-se pouco mais de 16% no período 1985-97.

No que se refere aos balanços de pagamentos dos países desenvolvidos, a política monetária norte-americana e a consolidação do novo regime monetário e financeiro provocaram importantes desajustes, com alterações significativas nos movimentos internacionais de capitais — capitais cada vez mais liberalizados e gozando de livre circulação no espaço financeiro mundial. Sabe-se que as diferenças entre as taxas de investimento e de poupança de cada economia são ajustadas por intermédio da balança em conta corrente (Tabela 6), cujo saldo se reflete nas variações experimentadas pela balança de capital e pelas reservas de divisas — ou seja, o saldo é compensado por fluxos de capitais e troca de reservas —, traduzindo a inserção financeira de cada país no exterior (países importadores ou exportadores de capitais). O grande destaque das transformações ocorridas nos balanços de pagamento (Tabela 8) fica para a economia dos Estados Unidos, que, graças a sua política de preservação da hegemonia do dólar no contexto mundial, passou a manter um saldo crescentemente negativo em sua balança em conta corrente a partir de 1982, financiado por uma balança de capital fortemente positiva, isto é, por grandes entradas de capital na forma de empréstimos e de investimentos (diretos e em carteira) externos. O crescente endividamento internacional dos Estados Unidos modificou profundamente a distribuição dos movimentos internacionais de capitais entre as grandes regiões da economia mundial, assistindo-se, a partir desse momento, à emergência do processo de mundialização financeira. De uma situação de equilíbrio ao início da década, o saldo em conta corrente dos Estados Unidos tornou-se negativo em todo o período subsequente, atingindo um pico de 3,5% do PIB no biênio 1986-87. O saldo negativo

Tabela 7
Taxas de câmbio das moedas
Países do G-7

1980-99

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	Taxa de câmbio em relação ao dólar dos EUA (média no período, em unidades da moeda nacional)																			
Canadá	1,17	1,20	1,23	1,23	1,30	1,37	1,39	1,33	1,23	1,18	1,17	1,15	1,21	1,29	1,37	1,37	1,36	1,38	1,48	1,49
Grã-Bretanha	0,43	0,50	0,57	0,66	0,75	0,77	0,68	0,61	0,56	0,61	0,56	0,56	0,56	0,67	0,65	0,63	0,64	0,61	0,60	0,62
Alemanha	1,82	2,26	2,43	2,55	2,85	2,94	2,17	1,80	1,76	1,88	1,61	1,66	1,56	1,65	1,62	1,43	1,50	1,73	1,76	1,06*
França	4,23	5,45	6,58	7,62	8,74	8,98	6,93	6,01	5,96	6,38	5,44	5,65	5,29	5,67	5,55	4,99	5,12	5,84	5,90	1,06*
Itália	856	1138	1354	1519	1756	1909	1491	1297	1302	1372	1198	1241	1232	1573	1612	1629	1543	1703	1736	1,06*
Japão	227	221	249	238	238	239	168	145	128	138	145,0	135	127	111	102	94,1	109	121,0	131	114
	Taxa de câmbio real efetiva: índice 100=1980 (baseado nos preços por atacado)																			
Estados Unidos	100,0	111,5	119,3	121,2	128,0	129,7	105,5	95,7	91,2	96,7	93,4	91,5	89,1	92,1	90,3	84,6	90,9	97,7	...	...
Canadá	100,0	100,8	103,1	106,4	104,0	100,9	97,6	100,3	107,3	110,1	107,2	107,6	102,0	98,4	96,4	98,8	99,0	99,6	...	...
Grã-Bretanha	100,0	103,2	100,5	96,2	93,2	95,8	89,9	90,9	97,3	95,0	96,2	101,4	99,9	94,3	96,0	92,2	95,8	124,6	...	...
Alemanha	100,0	93,6	96,9	97,6	94,1	92,9	99,8	102,0	99,7	97,6	100,4	101,0	104,6	107,2	106,4	110,1	105,7	108,0	...	...
França	100,0	94,4	90,6	88,9	88,5	91,3	96,9	98,6	97,3	95,7	98,0	96,0	97,5	98,9	98,7	99,7	97,3	101,7	...	...
Itália	100,0	97,1	96,7	99,0	99,3	97,7	99,3	101,5	100,3	103,6	110,4	104,7	102,6	90,2	88,5	85,9	97,3	94,7	...	...
Japão	100,0	102,9	92,5	96,9	98,3	96,9	116,5	120,5	128,2	120,3	107,0	114,8	118,0	135,6	141,4	142,7	121,8	115,7	...	...

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales*; Council of Economic Advisors. *Economic Report of the President* (in: Palazuelos, op. cit).
(*) Em euros por dólar.

acumulado entre 1982 e 1990 atingiu 924 bilhões de dólares, financiado, em sua maior parte, pela absorção de capitais do Japão e da Alemanha, que apresentaram, no mesmo período, superávits em conta corrente de 458 e de 280 bilhões de dólares, respectivamente, exportando capitais num montante de 409 e de 256 bilhões (Tabela 8).⁷⁷ Grã-Bretanha, França, Itália e Canadá também apresentaram saldos negativos nesse período, cabendo a economias superavitárias como Bélgica, Holanda, Suíça, África do Sul, Taiwan, Hong Kong, Cingapura, Kuwait e outros países da Opep prover a maior parte dos recursos para financiar as economias deficitárias.

Na década de 1990, a única mudança significativa de tendência ocorreu nas economias européias. Enquanto as economias anglo-saxãs mantinham uma evolução negativa em suas transações correntes e o Japão ampliava seu desempenho superavitário, acumulando entre 1991 e 1996 um saldo de 620 bilhões de dólares, similar ao déficit norte-americano no período (Tabela 8), o endurecimento da política monetária alemã e os problemas comerciais surgidos com a unificação, em 1989, fizeram com que o saldo externo alemão se tornasse negativo a partir de 1991, modificando a posição externa de outras economias européias, como França e Itália, que passaram a apresentar posições superavitárias e a exportar capitais. Pela dimensão de sua economia e por sua liderança no contexto europeu, o impacto da política econômica da Alemanha sobre as condições econômicas das demais economias do continente acabou impondo limitações às nações européias similares àquelas que a política monetária restritiva dos Estados Unidos impôs sobre o conjunto da economia mundial dez anos antes.

Os desajustes nas balanças em conta corrente, contudo, exercem impactos distintos na dinâmica interna da economia de cada país, uma vez que estes apresentam graus muito diferentes de inserção externa. Segundo Palazuelos, o caso mais singular corresponde aos Estados Unidos, cujos coeficientes de exportações (relação exportações/PIB) e de importações (importações/PIB) seguem sendo relativamente reduzidos. Embora a mudança de orientação na política econômica norte-americana a partir de 1979 tenha provocado uma forte convulsão mundial, graças à dimensão de sua economia, os Estados Unidos não podem ser considerados um país com grande exposição ao exterior: o coeficiente de exportações era de 7% a 8% no final dos anos 1970, diminuiu nos anos 1980 e elevou-se a 10%/11% na década de 1990; já o coeficiente de importações aumentou lentamente, passando de 9%/10% a 11%/12%. Logo, a totalidade dos intercâmbios de bens e serviços da economia norte-americana

⁷⁷ Os Estados Unidos, grande devedor mundial a partir dos anos 1980, absorveram recursos externos da ordem de 954 bilhões de dólares entre 1982 e 1990.

com o resto do mundo (importações e exportações), que girava em torno de 17%/18% no final do anos 1970, não alcançou sequer um quarto do PIB nos anos 1990 (21%/23%).⁷⁸ Da mesma forma, a economia japonesa, que apresentou os maiores excedentes externos nas últimas duas décadas, possui uma inserção externa apenas modesta e decrescente: as exportações, que correspondiam a 14%/15% do PIB no final dos anos 1970, caíram para 10%/11% em meados da década de 1990, ao passo que o coeficiente de importações caiu drasticamente no período, de 14% para 7%/9%, totalizando uma inserção externa inferior a 20%. A Alemanha, em contrapartida, apresenta inserção externa mais significativa, embora se encontre igualmente em queda (de 60% para 50%). Canadá (70%), Grã-Bretanha (60%) e França (45%) também apresentam graus de inserção externa mais elevados.

A crise da dívida externa dos países periféricos nos anos 1980 e a ascensão dos mercados “emergentes” nos anos 1990

A mudança no regime monetário e financeiro ao final da década de 1970 afetou sensivelmente os países da periferia capitalista, cujas economias se viram rapidamente estranguladas pela impossibilidade de administrar seus endividamentos externos a partir da mudança da política econômica norte-americana. O acesso facilitado ao crédito externo e as condições favoráveis de contratação de empréstimos junto ao euromercado e aos bancos norte-americanos ao longo do anos 1970, que permitiram a um conjunto de países da América Latina, da Ásia e do Leste Europeu contrair dívidas em dólares e a taxas de juros variáveis quando estas eram baixas e a moeda norte-americana se desvalorizava continuamente, garantiram um forte ritmo de crescimento econômico a um grupo significativo de países em desenvolvimento, em que pesem vários casos de má gestão dos recursos. Entre 1974 e 1980, economias como as da Coreia do Sul, Taiwan e Tailândia cresceram a taxas médias anuais de 9%, enquanto Brasil, Indonésia e Malásia cresceram acima de 7% anuais, México, Venezuela e Equador acima de 6% e muitos outros países a taxas superiores a 4%/5%.⁷⁹ Com a guinada na política monetária dos Estados Unidos em 1979, esses países passaram a conviver com uma elevação considerável dos juros a pagar sobre suas dívidas e com uma rápida apreciação do dólar frente a suas moedas.⁸⁰

⁷⁸ Cf. Palazuelos, op. cit., p. 71, com base em dados do FMI (*Estadísticas Financieras Internacionales*).

⁷⁹ *Ibidem*, p. 74.

⁸⁰ Segundo dados levantados por Palazuelos (*idem*), a Libor (*London Interbank Offered Markets*), que é a taxa de juros padrão utilizada na contratação dos empréstimos internacionais, passou de 8% em 1979

Tabela 8
Saldos do balanço de pagamentos
Países do G-7
1980-99

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Estados Unidos																				
B. comercial	-25	-28	-37	-67	-112	-122	-145	-160	-127	-115	-109	-74	-96	-131	-164	-172	-189	-195	-245	-345
B. conta corrente	2	5	-12	-44	-99	-125	-151	-167	-128	-104	-94	-9	-61	-85	-122	-114	-129	-144	-221	-339
B. capital	5	-1	17	45	102	128	150	157	131	130	94	4	57	84	125	147	187	287	217	369
Canadá																				
B. comercial	8	7	15	15	16	13	8	9	8	6	8	4	6	10	15	26	31	17	13	23
B. conta corrente	-2	-6	1	-2	-2	-5	-10	-12	-18	-24	-23	-25	-21	-22	-13	-4	3	-10	-11	-3
B. capital	-	7	-3	2	-1	1	10	15	26	24	23	22	17	20	5	-1	-9	5	12	-3
Grã-Bretanha																				
B. comercial	3	7	3	-2	-7	-4	-14	-19	-38	-40	-33	-18	-23	-20	-17	-19	-20	-19	-34	-43
B. conta corrente	7	14	8	5	2	3	-1	-8	-29	-37	-33	-14	-18	-16	-2	-6	-1	11	-1	-21
B. capital	-6	-18	-11	-7	-3	-1	-5	28	34	28	32	19	12	20	-8	1	2	-25	-10	12
Alemanha																				
B. comercial	8	15	24	19	22	28	55	68	77	75	69	20	29	41	51	65	71	72	79	....
B. conta corrente	-13	-4	5	5	10	18	41	46	50	57	48	-18	-19	-14	-21	-19	-6	-2	-3	....
B. capital	4	1	-2	-7	-10	-15	-36	-25	-66	-54	-41	12	57	16	30	44	16	1	12	....
França																				
B. comercial	-14	-10	-15	-8	-5	-5	-1	-8	-8	-10	-13	-10	2	8	7	11	15	28	26	23
B. conta corrente	-4	-5	-12	-5	-1	-	2	-4	-5	-5	-10	-7	4	9	7	11	21	39	40	37
B. capital	11	1	8	9	4	3	-1	2	-1	4	21	1	-5	-17	-5	-7	-22	-40	-31	-46
Itália																				
B. comercial	-16	-11	-8	-2	-5	-5	5	-	-1	-2	1	-1	3	29	32	39	54	40	36	20
B. conta corrente	-11	-11	-7	1	-3	-4	3	-3	-7	-13	-17	-25	-30	8	13	25	40	32	20	8
B. capital	11	10	3	5	6	-4	-	8	16	24	29	18	6	5	-14	-3	-8	-7	-18	-20
Japão																				
B. comercial	2	20	18	32	44	56	93	96	95	77	64	96	125	139	144	132	84	102	122	123
B. conta corrente	-11	5	7	21	35	49	86	87	80	57	36	68	113	132	130	111	66	94	121	107
B. capital	16	-1	-12	-19	-33	-50	-71	-49	-63	-70	-42	-77	-112	-102	-85	-64	-28	-118	-117	-31

Fonte: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales*; Palazuelos, op. cit.

Além do súbito encarecimento dos créditos internacionais e do serviço da volumosa dívida a amortizar, os países endividados enfrentaram simultaneamente outros fatores desfavoráveis. Por um lado, a contração da demanda interna e externa dos países desenvolvidos e a recessão econômica internacional do início da década de 1980 limitaram as possibilidades de ampliação das exportações e das receitas de comércio exterior dos países endividados. Por outro lado, a forte queda dos preços das matérias-primas (com exceção do petróleo), base da exportação de quase todas as economias em desenvolvimento, deteriorou sensivelmente a posição desses países no comércio internacional. Se o encarecimento do petróleo com o segundo choque de preços, em 1979, aliviou a situação comercial de países exportadores como México, Venezuela e Indonésia, também representou mais um duro golpe para os países carentes desse produto essencial, que enfrentaram uma forte elevação nos gastos com importações. Esse somatório de dificuldades levou os países afetados a seguir recorrendo a novos créditos externos, com juros crescentes, para atender ao serviço da dívida, numa dinâmica *Ponzi* de financiamento. Criou-se, portanto, um mecanismo sem retorno de retroalimentação do processo de endividamento.

Segundo dados recolhidos por Palazuelos, o estoque da dívida externa dos países em desenvolvimento cresceu pouco mais de 24% entre 1980 e 1982, atingindo 750 bilhões de dólares (320 bilhões apenas na América Latina, onde a dívida cresceu mais de 30% nesse curto período). Em 1982, quase a metade da dívida externa contraída por esses países da periferia do capitalismo pertencia às sete nações mais endividadas: México, Brasil, Venezuela, Argentina, Coréia do Sul, Filipinas e Indonésia. Em relação ao PIB, a dívida total dos países periféricos saltou de 26% em 1980 para 33% em 1982, ou de 33% para 42%, no caso dos sete países mais endividados, ao passo que em relação ao valor das exportações a dívida total saltou de 110% para 148%, ou de 175% para 307%, respectivamente. Com o aumento simultâneo do estoque da dívida e das taxas de juros, o serviço da dívida das economias em desenvolvimento saltou de menos de 40 bilhões de dólares em 1977 para quase 140 bilhões em 1982, equivalentes a 25% das receitas com exportações desse conjunto de países (ou 44% no caso das sete nações mais endividadas). Nos países da América Latina o serviço da dívida saltou de 15% das receitas com exportações em 1978 para 20% em 1980 e mais de 40% em 1982, sendo que as três principais economias da região superavam esse patamar: Brasil (57%), Argentina

para 14% em 1980 e para 17% em 1981. Se descontada a inflação da economia norte-americana, as taxas de juros reais sobre os empréstimos externos, que eram praticamente nulas no período em que os países não desenvolvidos contrataram os créditos, aumentaram para 2% em 1980 e para mais de 8% em 1981.

(54%) e México (47%).⁸¹ Diante dessa situação de endividamento explosivo, o México manifestou, em agosto de 1982, a incapacidade de sua economia em seguir atendendo seus compromissos, declarando moratória unilateral e solicitando ao credores internacionais uma renegociação das condições futuras de pagamento, atitude imediatamente seguida por outros países da região, como Brasil, Argentina e Venezuela.

A crise da dívida externa afetou profundamente os credores e o conjunto do sistema financeiro na década de 1980. A insolvência e a moratória unilateral dos países devedores deram início a uma série de rodadas de renegociação das obrigações financeiras pendentes entre cada um desses países e os credores públicos (governos e agências estatais), organizados no Clube de Paris, e privados (bancos e outros credores), organizados no Clube de Londres.⁸² Ambos os *clubes* exigiam, para iniciar as negociações, que cada país acertasse previamente um programa de ajuste econômico com o FMI, de forma a garantir a solvência financeira futura de cada economia.

Os credores mais afetados pela crise da dívida foram, sem dúvida, os grandes bancos norte-americanos, uma vez que haviam sido estas as instituições responsáveis pela concessão do maior volume de empréstimos entre 1977 e 1982, sobretudo para os países latino-americanos. Nesse período, os bancos dos Estados Unidos duplicaram o montante total de seus créditos para os países da periferia do capitalismo, passando de 66 para 132 bilhões de dólares, dos quais mais de 60% correspondiam a empréstimos a países latino-americanos. Além de sua elevada magnitude, essa dívida estava concentrada em um número pequenos de bancos: em 1982, mais de 60% da dívida latino-americana pertencia aos nove principais bancos dos Estados Unidos. Como a dimensão da dívida superava o capital social de cada um desses grandes bancos, a insolvência dos devedores latino-americanos significava uma séria ameaça à estrutura bancária norte-americana.

A dinâmica aberta pela crise da dívida externa dos países em desenvolvimento e a perspectiva de curto prazo adotada pelos credores e pelo FMI na renegociação das dívidas — interessados unicamente em viabilizar formas de garantir o pagamento integral das obrigações financeiras contraídas pelos países insolventes — tiveram forte influência sobre o cenário financeiro internacional dos anos 1980. Palazuelos destaca quatro aspectos principais.⁸³ Em primeiro lugar, o estouro da crise reduziu

⁸¹ Cf. *ibidem*, pp. 75-76.

⁸² Do estoque de 348 bilhões de dólares detido pelas quinze economias mais endividadas, 32% haviam sido contraídos junto a credores públicos. Dos 68% tomados junto aos credores privados, 28% eram dívida de curto prazo e os outros 40% eram dívidas de médio e longo prazo (cf. *ibidem*, p. 76).

⁸³ Cf. *ibidem*, pp. 77-80.

drasticamente a concessão de novos empréstimos internacionais por parte dos bancos privados, que passaram a negociar o reescalonamento dos pagamentos da dívida antiga (fluxo Sul-Norte) e a reorientar seus créditos para os países desenvolvidos (fluxo Norte-Norte). Apenas em 1985 mudou a atitude das autoridades norte-americanas, que passaram a defender a necessidade de que o reescalonamento da dívida fosse complementado com a concessão de novos empréstimos para os países que cumprissem as condições de ajuste monetário pactuadas com o FMI. A partir de então, o estoque da dívida dos países da periferia capitalista, que crescera 100 bilhões no triênio 1983-85, atingindo os 865 bilhões, saltou para 1,2 trilhão em 1989.

O segundo aspecto destacado por Palazuelos refere-se à contribuição decisiva do tipo de política econômica exigido pelo FMI aos países devedores para o desenvolvimento dos mercados financeiros nacionais e para a integração destes aos mercados internacionais. Os programas de ajuste do FMI estavam baseados nos princípios básicos do novo regime monetário e financeiro: políticas monetárias restritivas, mediante taxas de juros elevadas; liberalização interna e externa das relações comerciais e financeiras; diminuição dos gastos estatais e privatização de empresas públicas; contenção dos salários. Esses programas buscavam restabelecer o equilíbrio monetário interno e externo de cada economia e enquadrar seus agentes sob uma férrea disciplina financeira, embora tais medidas operassem em detrimento da demanda agregada, afetando investimento, consumo e gastos públicos. A contundência com que esses programas foram implementados em muitos países, pré-condição para a renegociação do fluxo de pagamentos da dívida, gerou fortes recessões e empobrecimento de parcelas expressivas da população na América Latina e na Ásia. Simultaneamente, configurou um novo espaço para a expansão dos mercados financeiros internacionais.

“O FMI diagnosticava que a natureza e as causas desses desequilíbrios eram similares aos apresentados pelas economias desenvolvidas, razão pela qual propugnava a implementação de programas econômicos que estendiam a essas economias as políticas monetárias postas em marcha nos países ocidentais, concretizadas agora numa realidade econômica e social notavelmente distinta. A imposição dessa estratégia econômica fez com que no México, Brasil, Argentina, Chile e, em menor medida, em outros países latino-americanos e asiáticos fosse se configurando um cenário financeiro cada vez mais importante, estimulado mediante: 1. medidas liberalizadoras; 2. privatização de empresas públicas; 3. crescimento da dívida pública, emitida em grandes volumes para financiar o déficit fiscal; 4. maior atividade financeira das grandes empresas nacionais, por meio da emissão de obrigações e da cotação em bolsa de suas ações; 5. conexão com os mercados financeiros internacionais. A expansão desses mercados financeiros domésticos e sua abertura externa permitiram aos grandes investidores internacionais encontrar um novo espaço na geografia mundial no qual

podiam estender suas operações financeiras para alcançar novas fontes de lucro.”⁸⁴

A crise da dívida teve um terceiro impacto sobre o cenário financeiro internacional ao estabelecer uma nova função para o FMI no novo contexto institucional da economia capitalista mundial: a implementação da regulação financeira privada e a gestão das crises de crédito internacionais, em nome dos Estados ocidentais e dos grandes bancos internacionais. Após perder sua função original com o colapso do sistema de Bretton Woods (ver capítulo anterior), o FMI, a partir de 1982, voltou a ocupar lugar importante no cenário econômico e financeiro internacional ao receber dos Estados Unidos e de outros países desenvolvidos a incumbência de impor programas de ajuste e supervisionar as políticas econômicas dos governos devedores, buscando o saneamento monetário e financeiro de suas economias com o propósito de garantir o pagamento futuro de suas dívidas. A capacidade do FMI de se impor sobre os países devedores com os quais negociava era resultado de dois fatores principais: por um lado, a aceitação dos programas de ajuste era um requisito indispensável imposto pelo Clube de Paris e o Clube de Londres para a renegociação da dívida; por outro, dada a escassez de novos créditos privados, as maiores linhas de empréstimo para os países periféricos provinham do FMI, que condicionava sua concessão ao cumprimento dos programas de ajuste.

O quarto aspecto refere-se às profundas reformas sofridas pelo sistema bancário norte-americano a partir da grave crise enfrentada pelos bancos nos anos 1980, decorrente, em boa medida, da insolvência dos países em desenvolvimento — situação agravada, conforme já analisado anteriormente, pela acirrada concorrência desatada pelas instituições financeiras não-bancárias, menos sujeitas a regulamentações, nos mercados de depósitos e de empréstimos. A grande crise bancária, responsável pela falência de centenas de bancos comerciais e pela utilização de grandes volumes de recursos financeiros públicos para a sua superação, foi seguida por um amplo processo de desregulamentação de todo o setor financeiro, pelo saneamento dos ativos bancários e pela internacionalização das atividades dos grandes bancos norte-americanos. Essa reestruturação financeira permitiu a esses bancos recuperar altos níveis de lucratividade já na primeira metade da década de 1990.

Embora tenha perdido a importância que possuía nos anos 1980, o dilema da dívida externa dos países periféricos não foi solucionado na década de 1990, permanecendo uma pesada carga a inibir o crescimento econômico desses países. O estoque da dívida dos países periféricos continuou crescendo num ritmo pausado,

⁸⁴ *Ibidem*, pp. 78-79.

alcançando 1,5 trilhão de dólares em 1995, 40% dos quais referentes a empréstimos de credores públicos e de organismos internacionais. A relação dívida/PIB caiu de 40% em 1989 para 32% em 1996, mesmo patamar de 1982, quando do estouro da crise. A carga financeira de curto prazo, contudo, foi substancialmente reduzida: a relação serviço da dívida/exportações caiu de 25% em 1982 para 12% em 1989 e 9% em 1996. Sob este ponto de vista, a dívida deixou de ser um problema sufocante para os países em desenvolvimento, da mesma forma que os devedores deixaram de ser um grande problema para as instituições e os governos credores nos anos 1990 — antes, voltaram a ser um meio privilegiado para a obtenção de ganhos financeiros.

A mudança de atitude dos credores perante a questão da dívida externa ocorreu ao final da década de 1980, quando o secretário do Tesouro norte-americano, Nicolas Brady, propôs um novo equacionamento do problema. Sem abrir mão dos programas de ajuste monetário e da liberalização interna e externa, cujo cumprimento condicionava a concessão de novos empréstimos, Brady procurou envolver a comunidade financeira internacional na busca de variantes para a diversificação da dívida e de seu serviço em novas modalidades financeiras (conversão da dívida em novos empréstimos ou em investimentos diretos e em carteira — garantidos por ativos de empresas públicas incluídas em programas de privatização —; opção de recompra da dívida em mercados secundários, com redução do estoque ou perdão de parte da dívida; compra de parte da dívida por capitais nacionais evadidos para o exterior, em troca da legalização de seu retorno; troca de títulos da dívida por divisas etc.). Foi essa maior diversificação financeira da dívida que permitiu uma crescente integração dos países periféricos aos mercados internacionais e uma paulatina transformação de devedores problemáticos em vantajosos “mercados emergentes”.

“Vendo a evolução posterior dos acontecimentos, parece claro que o que Brady defendia era a necessidade de que os países não desenvolvidos que houvessem alcançado um equilíbrio macroeconômico básico e dispusessem de um certo potencial econômico pudessem aceder aos mercados internacionais de capital, o que significava que esses países deveriam reformar e liberalizar seu setor financeiro para se integrar nos mercados internacionais. Isto é o que, de fato, foi ocorrendo tanto na América Latina como na Ásia entre o final dos anos 1980 e o transcurso da década de 1990, somando-se a eles mais recentemente vários países da Europa do Leste, que levam a cabo seu processo de transformação econômica. Utilizando a terminologia empregada pelos organismos internacionais (FMI, Banco Mundial, OCDE), surgiram novos mercados financeiros *emergentes* no México, Brasil, Venezuela, Argentina, Chile, Filipinas, Indonésia, Malásia, China, Hungria, República Checa, Polônia, Rússia e outros países, que experimentam um notável desenvolvimento devido tanto aos interesses dos agentes econômicos que dominam o interior dessas economias como aos interesses dos capitais

internacionais, que ampliam, assim, o espaço geográfico de suas operações.”⁸⁵

Desta forma, a diversificação financeira da dívida e a maior inserção dos países periféricos nos mercados financeiros internacionais suscitaram um novo enquadramento da questão da dívida externa nos anos 1990. Esse processo permitiu a diversificação e a ampliação do número de credores, com a conseqüente redução da concentração da dívida, que era um aspecto marcante no início dos anos 1980. Os fluxos totais anuais de capital (oficiais e privados) para os países periféricos saltaram de 100 bilhões de dólares em 1990 para mais de 280 bilhões em 1996. A participação dos recursos privados nos fluxos de capital para os países em desenvolvimento (empréstimos, emissão de obrigações e investimentos diretos e em carteira) aumentou sucessivamente ao longo da década de 1990, saltando de 16% para mais de 85% entre 1990 e 1996, caracterizando uma rápida substituição dos credores públicos por credores privados. Contudo, os créditos privados se concentraram em um número pequeno de países: apenas aqueles com melhores condições de solvência e que apresentavam vantagens claras para os grandes agentes dos mercados financeiros internacionais — como China, México, Brasil, Malásia e Indonésia, que concentraram 54% dos créditos totais absorvidos pelos países periféricos entre 1990 e 1996 — foram integrados a esses mercados e convertidos em “emergentes”. Aos demais restaram apenas algumas poucas linhas de crédito oficiais outorgadas por governos de países desenvolvidos e por organismos internacionais, os quais estabeleciam critérios próprios para a sua concessão.

Entretanto, se a introdução de uma nova regulação da moeda e das finanças a partir dos Estados Unidos teve múltiplos efeitos e impactos sobre o cenário econômico internacional, a grande transformação produzida pelo funcionamento e disseminação mundial desse novo regime monetário e financeiro foi, conforme já enfatizado, a expansão sem precedentes dos capitais e dos mercados financeiros, num processo que

⁸⁵ *Ibidem*, p. 81. Segundo Chesnais (“Introdução geral”, loc. cit., p. 30), a incorporação dos mercados “emergentes” (países de industrialização recente), a partir do começo da década de 1990, representa a mais recente etapa da mundialização financeira. “Os Estados Unidos, o FMI e seus aliados e representantes locais, formados nas universidades norte-americanas conforme o credo e as receitas neoliberais, fizeram de tudo para conseguir a abertura dos mercados financeiros dos novos países industrializados, a passagem à securitização da dívida pública e a formação, nesses países, de mercados de bônus nacionais, interligados aos mercados financeiros dos países do centro do sistema”. Segundo Tavares e Melin (op. cit., p. 61), o afrouxamento da política monetária norte-americana a partir de 1989, que visava manter o dólar desvalorizado frente ao marco e ao iene, contribuiu decisivamente para a expansão dos mercados “emergentes”: “Quando os EUA baixam unilateralmente a taxa de juros para 4,5% no mercado monetário de Nova Iorque, verifica-se uma aceleração do crescimento e da globalização dos mercados futuros de juros e câmbio, com a saída dos fundos de pensão norte-americanos em busca dos chamados ‘mercados emergentes’ da Ásia e América Latina”.

conferiu aos agentes nele envolvidos um protagonismo crescente no contexto de um capitalismo comandado por um regime de acumulação sob dominância financeira e por um modo de regulação rentista e de mercado — um binômio que, como se verá, incorpora a instabilidade à sua lógica de funcionamento. São os mercados financeiros e os seus atores — eixos do arcabouço institucional do novo regime monetário e financeiro — o objeto do próximo capítulo.

CAPÍTULO 4

OS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS E OS SEUS ATORES

O avanço do processo de mundialização do capital nas últimas décadas do século XX tem inúmeras e complexas facetas, mas parece haver poucas dúvidas de que sua dimensão principal consiste no extraordinário desenvolvimento das instituições e dos mercados financeiros com a desintegração do fordismo. Este capítulo procura detalhar a evolução e o desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais desde a gênese do novo regime monetário e financeiro — mercados responsáveis pela produção e valorização de uma imensa massa de capital, inscrito nos ativos monetários e financeiros, em grande parte “fictício” ou virtual e que cresce a uma velocidade incompatível com a expansão do capital produtivo —, bem como as características dos principais atores que atuam nesses mercados e comandam a lógica do novo regime de acumulação. Discute-se como a mundialização e a integração em escala global das instituições e dos mercados financeiros — integração baseada em operações de arbitragem, segundo uma lógica rentista e “curto-prazista” —, a partir dos processos de liberalização e desregulamentação desencadeados pela nação capitalista hegemônica, foram influenciadas pela instabilidade cambial, pelas inovações financeiras e tecnológicas (securitização e expansão dos mercados de capitais, desenvolvimento dos derivativos e ligação transacional informatizada dos mercados de ativos), pelas estratégias de financiamento das grandes corporações que atuam em âmbito internacional, pela importância crescente dos investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão e companhias seguradoras) e pela gestão da dívida do Estado pelos poderes públicos, crescentemente subordinados aos interesses dos agentes da esfera financeira.

A evolução dos mercados financeiros internacionais a partir da consolidação do novo regime monetário e financeiro é objeto da primeira seção deste capítulo, na qual é discutida a magnitude da expansão dos mercados de divisas, de capitais e de produtos derivativos. Na seção seguinte apresenta-se o perfil adquirido pelos principais protagonistas desses mercados financeiros internacionais, destacando-se a atuação das grandes corporações internacionalizadas, dos investidores institucionais, dos grandes bancos e dos poderes públicos (governos e bancos centrais). Na terceira e última seção são apresentados alguns tópicos conclusivos relevantes para a discussão da dinâmica recente do novo regime monetário e financeiro, tema do capítulo seguinte.

4.1 Os mercados financeiros internacionais

A intensificação do processo de mundialização do capital nas últimas décadas do século XX tem como característica principal o predomínio marcante do capital financeiro sobre o capital produtivo. Embora o comércio e os fluxos de investimentos internacionais tenham registrado crescimento expressivo desde meados dos anos 1980, após mais de uma década de desaceleração, a expansão das finanças e dos mercados financeiros internacionais a partir dos anos 1970 alcançou magnitudes incomparavelmente superiores, graças à remoção de controles sobre os movimentos de capital, à desregulamentação dos mercados domésticos, ao progresso tecnológico na informática e nas telecomunicações e à diversificação e à sofisticação crescentes dos instrumentos financeiros.¹

O comércio internacional, que sofreu forte redução na sua taxa de crescimento durante os anos 1970 e a primeira metade dos 1980, registrou um novo impulso expansivo a partir de 1986. As exportações mundiais de mercadorias, que aumentaram a uma taxa média de 2,5% ao ano entre 1980 e 1985, passaram a crescer a uma taxa de 6% entre 1986 e 1996 — índice bastante significativo se se leva em consideração que a produção internacional cresceu a uma taxa média de 2,5% nesse período.² O comércio mundial, contudo, encontra-se extremamente concentrado e regionalizado: 80% do intercâmbio mundial de bens é realizado pelos países da OCDE, que concentram as relações comerciais no interior de três grandes áreas regionais, lideradas pelos Estados Unidos (Nafta), Alemanha (União Européia) e Japão (área do Pacífico). Os produtos manufaturados compõem a maior parte do comércio internacional de bens, em especial os bens de equipamento, que representam perto da metade das exportações dos países desenvolvidos. Apesar de seus movimentos de valorização e de desvalorização ao longo das décadas de 1980 e 1990, o dólar é a moeda de referência do comércio internacional, sendo a unidade de conta na qual é faturada parte expressiva das transações, bem como o meio de pagamento de aproximadamente 50% do comércio mundial. Além de concentrado em torno de um número reduzido de países e de uma moeda de referência hegemônica em seus intercâmbios, o comércio

¹ “[...] de 1980 a 1992, a taxa média de crescimento anual do estoque de ativos financeiros foi 2,6 vezes maior que a da formação bruta de capital fixo do setor privado dos países da OCDE. Esse crescimento acelerado da esfera financeira acompanhou de perto a liberalização e desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais e a transição, de um regime de finanças administradas, a um regime de finanças de mercado”. Chesnais, François. “Introdução geral”. In: Chesnais, François. (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, pp. 14-15.

² Segundo dados do Gatt e da OMC reunidos por Enrique Palazuelos (*La globalización financiera – La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madri: Síntesis, 1998, cap. 3).

mundial registra também excessiva presença das grandes corporações internacionalizadas (as transnacionais): ademais de uma participação expressiva nas exportações e importações mundiais, nada menos do que 35% a 40% dos intercâmbios mundiais de bens correspondem a transações intrafirmas, isto é, entre matrizes e filiais das grandes corporações. Outro aspecto a destacar é a crescente importância do intercâmbio de serviços na economia internacional, que vem crescendo a um ritmo mais acelerado do que o apresentado pelo comércio de bens, graças, em parte, ao aumento dos gastos com viagens, turismo, assistência técnica e fretes, mas sobretudo ao aumento das transferências de lucros produtivos, de rendas tecnológicas e, em especial, de lucros financeiros. Segundo dados da OMC, o comércio mundial de bens movimentou 5,3 trilhões de dólares em 1996, enquanto os intercâmbios de serviços alcançaram 1,3 trilhão de dólares no mesmo ano.³

Quanto aos investimentos diretos no exterior, que haviam sido a principal forma de internacionalização do capital durante o fordismo (difusão internacional dos processos produtivos), a recuperação de seu crescimento a partir de meados dos anos 1980 foi possível graças a cinco fatores principais: a eliminação de restrições cambiais e legais que limitavam os movimentos de entrada e saída dos capitais produtivos; a desregulamentação de setores até então monopolizados (telecomunicações, transporte aéreo e setor de energia); a transformação de investimentos em carteira em investimentos diretos; o intenso processo de concentração empresarial, por meio de operações de fusão e aquisição; e a privatização de empresas públicas (na Europa e América Latina).⁴ A média anual de saídas de investimentos diretos em âmbito mundial, que girava em torno de 40 bilhões de dólares na segunda metade da década de 1970 e de 44 bilhões na primeira metade dos anos 1980, saltou para 170 bilhões na segunda metade da década de 1980, superando os 200 bilhões de dólares anuais entre 1990 e 1995 (350 bilhões apenas nesse último ano), apesar da recessão de 1991-92. O aumento registrado a partir de meados dos anos 1980 foi acompanhado de uma mudança na orientação geográfica dos investimentos, com a transformação da economia norte-americana na grande importadora mundial também de capitais produtivos, absorvendo 45% das entradas totais registradas na OCDE nos anos 1980. Nos anos 1990, os Estados Unidos permaneceram na liderança, seguidos de China,

³ Em relação ao comércio de bens, os países do G-7 respondiam em 1996 por 48,6% das exportações (Estados Unidos: 11,8%; Alemanha: 9,9%; Japão: 7,8%) e 47,1% das importações (Estados Unidos: 15,1%; Alemanha: 8,4%; Japão: 6,4%). Quanto aos intercâmbios de serviços, respondiam por 48,4% das exportações (Estados Unidos: 16,2%; Alemanha: 6,4%; Japão: 5,3%; França: 7,0%) e 54,5% das importações (Estados Unidos: 10,8%; Alemanha: 10,2%; Japão: 10,2%; França: 10,5%). Cf. *ibidem*, p. 96.

⁴ Cf. *ibidem*, pp. 97-98.

Grã-Bretanha, França, Bélgica e Espanha, países que, em conjunto, absorveram 60% de todo o investimento direto mundial. No caso dos investimentos em carteira, também houve uma expansão importante com o processo de liberalização. Em conjunto, as entradas e saídas dos investimentos estrangeiros diretos e em carteira aumentaram substancialmente sua participação no PIB dos países desenvolvidos, alcançando, na primeira metade da década de 1990, 3,3% do PIB nos Estados Unidos, 3,7% no Japão e 6,3% na Alemanha.

A evolução dos mercados financeiros internacionais a partir de meados dos anos 1970, contudo, apresenta cifras de tal magnitude que tornam diminutos os valores de variáveis econômicas fundamentais como o comércio internacional, o fluxo de investimentos produtivos, o nível de reservas mundiais ou o PIB dos principais países, indicando uma crescente desproporção entre as finanças e as variáveis reais da economia. A expansão do mercado de divisas, dos mercados de capitais e dos mercados de produtos derivativos mostra a dimensão quase infinita da oferta de fundos disponíveis nos mercados financeiros internacionais. Simultaneamente à expansão desses mercados e à diversidade de atores, países, moedas, operações e instrumentos neles envolvidos, observa-se um alto grau de concentração nesses mercados, com o grosso do capital monetário e da atividade financeira girando em torno de um número reduzido de países, agentes econômicos e divisas de referência (com supremacia do dólar).⁵

O mercado de divisas

O funcionamento do mercado de divisas experimentou uma grande transformação com a instauração do regime de taxas de câmbio flutuantes na primeira metade da década de 1970, convertendo-se no centro das atenções dos agentes interessados na valorização financeira de seus capitais. Se é verdade que o mercado de divisas está originalmente baseado na necessidade dos agentes econômicos de dispor de moedas estrangeiras para suas transações cotidianas — importações e investimentos (empresas), viagens e compras (pessoas físicas), compras e transações com o exterior

⁵ Como enfatizado no capítulo anterior, o dólar norte-americano segue sendo a referência monetária fundamental no novo regime monetário e financeiro: é o ativo principal dos mercados financeiros internacionais, ativo de reserva dos bancos centrais (55% a 60% do total de ativos em divisas nesses bancos nos anos 1990), meio de pagamento no comércio internacional, unidade de conta no comércio, na cotação de matérias-primas e na denominação das dívidas externas nacionais e âncora ou referência de moedas de um grande número de países. Outras moedas têm posição apenas secundária: o marco (14% a 18% das reservas oficiais dos bancos centrais na década de 1990) e o iene (7% a 8%) têm importância relativa de segunda ordem e a libra esterlina tem certa presença em alguns mercados.

(governos) e reservas para a defesa das moedas nacionais (bancos centrais) —, não resta dúvida de que a extraordinária magnitude alcançada pelo comércio diário de divisas a partir de meados dos anos 1970 perdeu qualquer relação com as operações reais de compra e de investimentos em âmbito mundial, estando associada predominantemente a operações de arbitragem, o que caracteriza como eminentemente especulativa a maior parte das transações realizadas no mercado de câmbio de moedas. É no mercado mundial de divisas que o aspecto de capital fictício da moeda atingiu seu nível extremo, dada a instabilidade dos preços relativos das moedas após a adoção das taxas flexíveis e o processo especulativo a partir daí desencadeado.⁶ Segundo dados do FMI e do BIS,⁷ as transações diárias no mercado de divisas (à vista, a prazo e em operações de recompra — *swap*) atingiram 75 bilhões de dólares ao final dos anos 1970 (eram de apenas 10 bilhões no início da década), crescendo de forma irrefreável desde então, graças aos novos instrumentos financeiros e aos avanços da informática e das telecomunicações, alcançando 190 bilhões em 1986, 600 bilhões em 1989, 820 bilhões em 1992, 1,3 trilhão em 1995 e 1,5 trilhão de dólares diários em 1999.

“Em meados dos anos 1980, o valor das divisas negociadas a cada dia representava 7% do valor das exportações mundiais de bens e serviços e 37% das reservas mundiais (excluído o ouro). Dez anos depois, em 1995, esses percentuais se haviam elevado a 19% e 84%, respectivamente. Isto significa que o volume de negócios efetuado durante cinco dias no mercado de divisas equivale ao valor das exportações mundiais de bens e serviços realizado durante um ano. Significa também que as divisas negociadas num único dia equivalem a 6/7 das divisas controladas por todos os bancos centrais do mundo. [...] Desde finais dos anos 1970, e mais ainda desde meados dos 1980, o vertiginoso crescimento dos intercâmbios de divisas obedece de maneira majoritária a razões estritamente especulativas, isto é, à realização de operações que estão guiadas exclusivamente pelo propósito de obter ganhos baseados na margem (*spread*) existente entre o preço de compra e o de venda das moedas. A incerteza sobre o valor futuro que cada moeda terá a curto ou a longo prazo cria um cenário no qual as

⁶ Ver Guttman, Robert. “As mutações do capital financeiro”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 82-83. Segundo Chesnais, o mercado de câmbio foi transformado num mercado especulativo, no qual os capitais financeiros procuram obter lucros financeiros rápidos, com a maior liquidez possível. “Devido à adoção do regime de taxas cambiais flexíveis entre as moedas e à maior instabilidade monetária imediatamente decorrente desse sistema, o caráter de ativos financeiros das moedas nacionais levou a melhor sobre todas as demais propriedades dessas moedas. Tais ativos estão em todas as carteiras importantes, e não apenas nas dos bancos e dos grupos industriais, onde tal presença parece ‘normal’, por estar vinculada, em maior ou menor grau, a transações reais. O nível a que chegaram as transações no mercado de câmbio indica bem quanto os câmbios flexíveis são fonte de transações que geram ‘lucros financeiros’, inclusive em períodos em que não haja intensas operações de tipo claramente especulativo” (Chesnais, François. “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 267-268).

⁷ Ver Palazuelos, op. cit., cap. 3; Cintra, Marcos Antonio M. “A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapcsp, 1998, pp. 190-191; Coutinho, Luciano G. “Quem tem medo dos mercados?”. *Folha de S. Paulo*. São Paulo: caderno “Dinheiro”, 24/09/2000, p. B-2.

grandes corporações transnacionais, os bancos, outras empresas financeiras e os operadores que fazem arbitragem (que ajustam as diferenças que aparecem no valor de uma moeda no fechamento das diferentes praças em que é cotada essa moeda) têm a oportunidade de realizar operações à vista, a prazo (*forward*) e de compra-venda ou venda-compra sucessiva (*swap*), em cuja execução podem obter lucros suculentos. Esse sentido finalista da imensa maioria das operações em divisas realizadas a cada dia por esses agentes é o que confere a esse mercado um caráter substancialmente especulativo, no qual tão-somente 1% a 3% das transações diárias estão vinculadas à realização de operações de investimento ou de comércio de bens e serviços.”⁸

Em razão do próprio perfil de seus mecanismos de funcionamento e das elevadas oportunidades e riscos que oferece, a dinâmica do mercado de divisas é caracterizada não apenas pelo caráter predominantemente especulativo de suas transações, mas também pela volatilidade das cotações (é um mercado em permanente mutação) e pela instabilidade (é um mercado que exerce efeito perturbador sobre as condições monetárias externas dos países). A ausência de uma legislação internacional e a progressiva desregulamentação dos mercados nacionais, com a eliminação de normas e barreiras aos movimentos de capitais, conferem ao mercado de divisas uma absoluta mobilidade operacional e uma plena flexibilidade de fixação de preços. A taxa de câmbio entre as moedas, na falta de uma norma monetária internacional, depende das relações entre as políticas monetárias nacionais e da arbitragem feita pelos mercados financeiros.⁹ Além disso, trata-se de um mercado que funciona continuamente em escala mundial, no qual grandes empresas, bancos e instituições financeiras realizam uma infinidade de operações instantâneas por meio de redes de

⁸ Palazuelos, op. cit., pp. 101 e 104. Entretanto, é difícil distinguir com segurança, no plano contábil, entre as operações cambiais ligadas ao lado real da economia (comércio e investimentos) e as operações financeiras especulativas. Segundo Brunhoff, do “volume diário de transações de mercado, estimado em 1,3 trilhão de dólares em 1995 [...], estima-se que 15% a 25% seriam fluxos líquidos, correspondentes a operações por conta de clientes (importadores/exportadores, investidores não-bancários) e 70% a 80%, operações entre bancos, que são os agentes especializados no mercado de câmbio” (Brunhoff, Suzanne. “A instabilidade financeira internacional”. In: Chesnais (org.), op. cit., p. 37). Para Guttman (op. cit., p. 83), “hoje em dia, as operações de divisas representam, em média, 1,4 trilhão de dólares por dia, sendo que uns 15%, no máximo, correspondem a fluxos comerciais e fluxos de capitais de longo prazo. O restante é constituído por capital especulativo (*hot money*)”. Já para Chesnais (baseado em dados de relatórios do BIS de 1994 e 1995), “é verdade que uma parcela extremamente elevada das transações financeiras tem lugar no campo fechado formado pelas relações entre instituições especializadas, e não tem nenhuma contrapartida em nível do intercâmbio de mercadorias e serviços nem do investimento. É o caso, em particular, dos cerca de 1,4 trilhão de dólares de transações que se realizam diariamente no mercado de câmbio, das quais uma proporção de 5% a 8% corresponderia a uma transação internacional ‘real’” Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 15. Por fim, os dados apresentados por Plihon, também relativos a estimativas fornecidas pelo BIS com base em pesquisa junto aos bancos, estão de acordo com aqueles apresentados na citação de Palazuelos: “as transações no mercado cambial induzidas pelas operações financeiras são 50 vezes mais significativas que as ligadas ao comércio internacional de bens e serviços” (Plihon, Dominique. “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano”. In: Chesnais (org.), op. cit., p. 112.

⁹ Cf. Brunhoff, op. cit., p. 50.

comunicação eletrônica conectadas às bolsas de câmbio sediadas nas principais praças financeiras. Embora constituído por uma infinidade de agentes e de operações, tal mercado é altamente concentrado: do ponto de vista geoeconômico, apenas três praças, Nova York, Tóquio e Londres, concentram em torno de 60% dos negócios mundiais, cabendo a outras cinco praças (Frankfurt, Paris, Zurique, Cingapura e Hong Kong) outros 25% das transações mundiais de divisas. Em termos de moedas de referência, o dólar concentra entre 40% a 45% das transações globais diárias de divisas, cabendo ao marco menos de 20%, ao iene entre 12% e 14% e à libra esterlina uma fatia de 7% a 8%.¹⁰ O elevado grau de concentração do mercado de divisas se revela também entre os seus operadores: em meio a um sem-número de empresas e instituições financeiras que participam, por exemplo, do mercado europeu de divisas, apenas duas dezenas delas respondem por mais da metade das transações. Tal concentração de operações confere a alguns poucos bancos, operadores financeiros e corporações empresariais um elevado poder financeiro e uma imensa capacidade de determinar o comportamento do mercado de divisas e de — conforme seus interesses e a magnitude de suas intervenções — desestabilizar a moeda de um determinado país sem que as variações produzidas na cotação dessa moeda guardem qualquer correspondência com transformações relevantes nas variáveis macroeconômicas desse país.¹¹ Bancos, grupos industriais e investidores institucionais transformam as moedas nacionais em simples ativos financeiros e dedicam-se ao comércio de divisas como se fossem mercadorias, fazendo apostas de curto prazo sobre os resultados econômicos e as políticas dos diferentes países.

Dada essa particular configuração, pode-se afirmar, conforme enfatizado por Palazuelos (um raciocínio que, como será destacado no próximo capítulo, vale para

¹⁰ Conforme mencionado no capítulo anterior, o dólar, dado o poderio financeiro norte-americano, continua sendo a principal moeda contábil e de transações internacionais: em 1993, “dois terços do comércio mundial e três quartos dos créditos bancários internacionais eram representados por transações em dólar. No mercado cambial, onde cerca de 80% das transações são feitas entre bancos, a moeda norte-americana continua sendo o centro das transações internacionais” (ibidem, p. 52).

¹¹ Quando as previsões são compartilhadas, a atuação conjunta e concentrada de especuladores pode destruir os instrumentos de defesa da moeda de um banco central (é importante enfatizar que, enquanto o giro diário médio nos mercados cambiais atingia 1,5 trilhão de dólares em 1999, as reservas totais nos bancos centrais dos países desenvolvidos alcançavam apenas 704 bilhões de dólares). A capacidade desfrutada por alguns poucos agentes para desencadear movimentos desestabilizadores sobre diferentes moedas foi fartamente demonstrada pelos inúmeros ataques especulativos registrados nos anos 1990, principalmente sobre as moedas das economias “emergentes”, mas também sobre moedas de países do centro capitalista, como foi o caso dos ataques sobre várias divisas de países da União Européia em 1992-93 (promovidos por *hedge funds*, investidores institucionais e empresas não-financeiras), suficientemente poderosos para tornar inócuos os esforços dos bancos centrais dos países envolvidos para evitar crises cambiais, perdas substanciais de reservas em divisas e a desvalorização de suas moedas.

todos os mercados financeiros, dentro da lógica operacional do novo regime monetário e financeiro), que a volatilidade e a instabilidade são inerentes ao mercado de divisas.

“A volatilidade é consubstancial ao mercado de divisas e torna inverossímil a busca de situações de equilíbrio, que atentaria contra a própria natureza dos fatores que determinam a dinâmica desse mercado e contra os interesses dos principais agentes que nele participam. Um cenário previsível sobre o comportamento das taxas de câmbio seria um cenário não desejado por esses agentes, já que minimizaria o potencial de seus ganhos. Em consequência, a atuação desses agentes estaria dirigida para perturbar esse cenário e para dotá-lo de incerteza. De outro modo, não seria um mercado rentável e atrativo, dando lugar ao deslocamento de suas operações especulativas para outros ativos financeiros nos quais fosse possível reproduzir essa dialética de incerteza e rentabilidade.”¹²

Desta forma, as freqüentes variações nas taxas de câmbio das diferentes moedas não resultam unicamente dos diferenciais das taxas de juros entre os países, ajustados por movimentos nas cotações cambiais, conforme afirmam os livros-texto de macroeconomia. As taxas de câmbio no novo regime monetário e financeiro são afetadas por uma série de outros elementos igualmente importantes, tais como os interesses imediatos (especulativos) que orientam os principais operadores financeiros do mercado de divisas, as características dos sistemas financeiros nacionais e seu grau de integração nos mercados internacionais, os saldos em conta corrente e a tendência das contas do balanço de pagamentos, a magnitude e a direção dos investimentos estrangeiros, a taxa de crescimento do investimento e do produto, a situação social e política de cada país etc. Sem levar em conta esses fatores, que condicionam a dinâmica das taxas de câmbio entre as moedas, é impossível compreender a volatilidade do mercado de divisas e as freqüentes turbulências monetárias que caracterizam o funcionamento do regime de acumulação sob dominância financeira.

Os mercados de capitais

Desde a estruturação do novo regime monetário e financeiro no início dos anos 1980, os mercados internacionais de capitais — que compreendem o mercado de empréstimos, o mercado de bônus ou de obrigações, as linhas de crédito securitizadas e os mercados internacionais de ações¹³ — vêm experimentando um contínuo

¹² Palazuelos, op. cit., p. 106.

¹³ “Os ativos financeiros emitidos pelas empresas, governos e instituições financeiras se diferenciam em termos da duração do contrato, do tipo de taxa de juros (fixa ou flutuante), do risco do instrumento e da natureza do emissor. De modo que, em um sentido amplo, é possível afirmar que existem tanto mercados financeiros quanto instrumentos financeiros. Contudo, tradicionalmente, para efeito de análise, o mercado financeiro é dividido em mercado monetário e mercado de capitais. Essa distinção

crescimento, duplicando o valor de suas transações a cada cinco anos. O aumento da importância das instituições financeiras não-bancárias nos processos de gestão da riqueza, de criação de crédito, de produção de inovações financeiras e de monitoramento dos meios de pagamento explica, em boa medida, esse avanço dos mercados de capitais. De um total de 120 bilhões de dólares em 1980, a média anual de transações saltou para 207 bilhões no período 1981-85, 430 bilhões anuais em 1986-90 e 842 bilhões em 1991-95, mantendo sua tônica francamente ascendente ao aproximar-se de 1,6 trilhão de dólares já em 1996 (Tabela 1).¹⁴ É importante ressaltar que esses valores referem-se às emissões primárias em cada um dos mercados de capitais, sendo que os ativos que compõem esses mercados, uma vez criados, podem ser negociados em mercados secundários. Conforme enfatizado no capítulo anterior, a dinâmica dos mercados de capitais está associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente o encurtamento dos prazos, aproximando-se cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários, com elevado teor especulativo e rentista.¹⁵

O intenso crescimento dos mercados de capitais ao longo das décadas de 1980 e 1990 foi simultaneamente acompanhado por mudanças na importância relativa de seus componentes. Até 1982 predominava o mercado de empréstimos,¹⁶ com mais de 60% do total, seguido do mercado de bônus ou de obrigações. Com a crise da dívida externa dos países da periferia capitalista, o mercado de eurocréditos encolheu significativamente, dando espaço para a expansão da securitização das linhas de crédito (emissão de títulos com ou sem garantia bancária). O protagonismo dos

é feita com base nos prazos dos investimentos. Assim, no mercado monetário, seriam transacionados os instrumentos de curto prazo, que apresentam características de liquidez próximas às da moeda. O mercado de capitais, por sua vez, seria o *locus* dos instrumentos de longo prazo (ações, bônus, hipotecas, empréstimos bancários de longo prazo). [...] Entretanto, a distinção mais relevante entre os dois segmentos é que nos mercados monetários os instrumentos negociados são quase-moedas, com pouco risco de preço, enquanto nos mercados de capitais os riscos associados a preços são significativos seja nos mercados de ações seja em outras modalidades de títulos públicos ou privados" (Ferreira, Carlos K. L., Freitas, Maria Cristina P. de e Schwartz, Gilson. "Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado". In: Cintra e Freitas (orgs.), op. cit., p. 77-78.

¹⁴ Cf. Palazuelos, op. cit., pp. 106-107 (os dados e uma parte das informações desta seção baseiam-se nesse autor; pp. 107-123 e 134-140). Para os países do G-7, segundo Plihon (op. cit., p. 112), o volume de transações transnacionais (entre residentes e não-residentes) com títulos passou, em média, de 10% do PIB, em 1980, a mais de 100% em 1992.

¹⁵ Cf. Cintra, op. cit., p. 188.

¹⁶ Nesta seção o mercado de empréstimos é incluído como um dos segmentos dos mercados de capitais, mas é possível diferenciá-lo destes considerando-se a negociabilidade de seus instrumentos: "Nesse caso, o mercado de capitais reuniria instrumentos negociáveis de curto e de longo prazo; enquanto o mercado de crédito refere-se a títulos de dívida para com o sistema financeiro, de curto e longo prazo, não-negociáveis, como os diferentes tipos de empréstimos" (Ferreira, Freitas e Schwartz, op. cit., p. 78).

Tabela 1

Evolução dos mercados internacionais de capitais
1980-96

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Distribuição em US\$ bilhões																	
Empréstimos	81,0	144,8	98,2	67,2	62,0	61,7	63,3	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9	130,1	236,2	370,2	345,2
Obrigações	39,8	52,8	75,5	77,1	111,5	169,1	228,1	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0	428,6	467,3	708,8
Créditos securitizados	-	2,7	5,2	9,5	28,8	66,1	100,9	102,2	93,2	81,5	73,2	87,9	134,6	158,7	257,8	405,8	459,9
Ações	-	-	-	-	0,3	2,7	11,7	18,2	7,7	8,1	7,3	23,4	23,5	40,7	45,0	41,0	57,7
Total	120,8	200,6	178,9	153,6	202,3	299,6	400,0	392,9	453,5	466,5	434,9	536,0	609,7	810,5	967,6	1284,3	1571,6
Distribuição percentual																	
Empréstimos	67,1	72,2	54,9	43,8	30,6	20,6	15,8	23,3	27,7	26,0	28,6	21,6	19,3	16,1	24,4	28,8	22,0
Obrigações	32,9	26,3	42,2	50,2	55,1	56,4	57,0	46,0	50,1	54,8	52,9	57,6	54,7	59,3	44,3	36,4	45,1
Créditos securitizados	-	1,3	2,9	6,2	14,2	22,1	25,2	26,0	20,6	17,5	16,8	16,4	22,1	19,6	26,6	31,6	29,3
Ações	-	-	-	-	0,1	0,9	2,9	4,6	1,7	1,7	1,7	4,4	3,9	5,0	4,7	3,2	3,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Distribuição dos tomadores de recursos (%)																	
Países da OCDE	61,8	68,1	68,1	70,8	75,8	83,2	91,0	89,8	91,2	91,4	88,4	87,5	87,9	85,2	88,3	89,1	86,2
Países em desenvolvimento	30,9	27,7	25,5	22,4	16,4	9,2	5,0	6,7	5,0	4,7	6,6	8,8	7,8	10,4	9,6**	9,5**	10,5**
Outros *	7,3	4,1	6,1	6,8	7,7	7,6	4,0	4,5	3,8	3,9	5,0	3,7	4,3	4,4	2,1	1,4	3,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: OCDE. *Financial Market Trends* (in: Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera - la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madrid: Síntesis, 1998).

(*) Inclui países do Leste Europeu, África do Sul e organismos internacionais de financiamento multilateral.

(**) Inclui países do Leste Europeu, exceto Hungria, Polónia e República Checa.

mercados de capitais, contudo, transferiu-se para o mercado de obrigações (renda fixa e variável), que passou a responder por mais da metade do valor agregado dos mercados internacionais de capitais entre 1983 e 1993. O mercado de empréstimos voltou a experimentar um importante crescimento no período 1994-96, alcançando 25% do total dos mercados de capitais, mas a grande expansão nos anos 1990 ficou por conta da emissão de créditos securitizados (sobretudo de títulos sem garantia bancária, a partir de 1992), que passou a responder por aproximadamente 30% do valor agregado total. Embora perdendo participação a partir de 1994, o mercado de obrigações permaneceu com a maior fatia dos mercados de capitais (42% no triênio 1994-96), cabendo ao mercado internacional de ações¹⁷ uma parcela pouco expressiva, inferior a 5% (Tabela 1).

Embora a expansão dos mercados de capitais venha sendo acompanhada pelo aumento do número de países participantes, a maior parte das operações realizadas nesses mercados está concentrada em um número reduzido de países. Considerando-se o conjunto dos mercados de capitais (empréstimos, bônus ou obrigações, créditos securitizados e ações), os países da OCDE aumentaram sua participação agregada, como tomadores de recursos e emissores de títulos, de pouco mais de 60% no início dos anos 1980 para mais de 90% na segunda metade dessa década (graças à crise da dívida externa, que estancou os fluxos de capitais em direção aos países da periferia capitalista), um patamar que acabou sendo praticamente mantido na década de 1990, quando a participação média da OCDE no total superou 87% (Tabela 2). Somente os países do G-7 foram responsáveis por 60,1% do total na década de 1990, liderados pelos Estados Unidos, que aumentaram significativamente sua participação no triênio 1994-96, alcançando um quarto do total mundial.

¹⁷ "Quanto ao tipo de instrumento de captação no mercado de capitais, a distinção básica é entre dívida direta e participação acionária (*equity*). Os instrumentos de endividamento são as notas promissórias, hipotecas, debêntures e outras formas de obrigações emitidas principalmente pelas empresas, enquanto o financiamento com participação ocorre mediante o lançamento de ações. As diferenças entre ações e dívida como forma de financiamento das atividades das empresas não-financeiras estão se reduzindo com a proliferação de novos instrumentos financeiros híbridos, que apresentam características combinadas de ambas as formas, como é o caso das debêntures ou dos bônus conversíveis em ações" (*ibidem*, 1998, p. 78).

Tabela 2
Principais países tomadores e emissores dos mercados internacionais de capitais
1980-1996

Em porcentagem

	1980	1982	1986	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Países da OCDE	61,8	68,1	91,0	91,2	88,4	87,5	87,9	85,2	88,3	89,1	86,2
Total do G-7	34,6	44,2	59,6	62,3	59,8	62,7	58,8	56,0	58,8	64,0	60,4
Estados Unidos	10,5	14,1	18,6	13,5	10,8	14,6	15,6	15,4	21,0	27,7	26,0
Canadá	7,8	10,3	6,6	5,4	5,3	5,7	5,0	4,8	4,0	2,9	2,8
Grã-Bretanha	2,9	2,0	7,7	17,2	11,8	12,0	11,6	6,3	8,0	6,8	7,4
Alemanha	0,1	0,8	3,9	3,0	3,6	3,7	4,7	8,0	8,7	11,0	11,3
França	3,6	8,5	6,6	6,5	6,7	7,1	7,0	7,2	6,5	3,6	5,7
Itália	6,3	3,8	4,1	3,3	6,7	4,0	2,5	3,8	2,9	2,5	1,9
Japão	3,4	4,7	12,1	13,4	14,9	15,6	12,4	10,5	7,7	9,5	5,3

Fonte: OCDE. *Financial Market Trends* (in: Palazuelos, op. cit.).

Antes de prosseguir com a análise de cada um dos mercados, é importante ressaltar que, apesar do intenso crescimento dos mercados internacionais de capitais, os mercados nacionais ainda são preponderantes. Segundo Batista Jr., o estoque de títulos (bônus, notas, *commercial papers* e títulos do Tesouro) em circulação nos mercados domésticos do G-7 era, segundo dados do FMI, treze vezes maior do que o estoque de títulos emitidos por esses países nos mercados internacionais (Tabela 3). Os títulos emitidos pelo setor público predominam nos mercados nacionais, respondendo por 63,7% do estoque de títulos domésticos em meados da década de 1990.¹⁸

¹⁸ Cf. Batista Jr., Paulo N. *Os mitos da globalização*. São Paulo: IEA-USP, 1997 (Série Assuntos Internacionais, nº 52), p. 24; FMI. *International capital markets: developments, prospects and policy issues*. Washington D. C., 1996. Segundo Batista Jr., quando se considera "o peso dos mercados financeiros domésticos em comparação com os internacionais, fica claro que é prematuro admitir a existência de um mercado 'global' de capitais. É o que conclui, também, [...] documento do FMI sobre a questão da 'globalização' [*World economic outlook: globalization, opportunities and challenges*. Washington, D.C., maio de 1997, p. 65]: os mercados financeiros tornaram-se crescentemente integrados, mas estão longe de formar um único mercado global".

Tabela 3
Mercados domésticos e internacionais de títulos¹
Países do G-7
1993-1995

	Em US\$ bilhões		
	1993	1994	1995
Mercados domésticos de títulos			
Estados Unidos	9.340	9.963	10.726
Canadá	470	464	503
Grã-Bretanha	440	525	599
Alemanha	1.378	1.668	1.906
França	975	1.121	1.276
Itália	1.187	1.399	1.532
Japão	3.977	4.750	4.959
Total do G-7	17.767	19.890	21.502
Mercados internacionais de títulos			
Estados Unidos	177	209	273
Canadá	147	166	178
Grã-Bretanha	187	212	226
Alemanha	120	189	272
França	153	186	208
Itália	70	85	93
Japão	340	361	368
Total do G-7	1.194	1.408	1.617

Fonte: FMI, 1996 (in: Batista Jr., Paulo N. *Os mitos da globalização*. São Paulo: IEA-USP, 1997).
 (1) Estoques em fim de período.

O mercado de empréstimos

A crise da dívida externa de 1982 destituiu o mercado de empréstimos do protagonismo desfrutado nos anos 1970 nos mercados internacionais de capitais. Além da redução no volume de crédito concedido, uma parte dos empréstimos contabilizados nos anos seguintes dizia respeito a créditos relacionados ao processo de rescalonamento das dívidas não amortizadas em seu vencimento (créditos dirigidos ou renegociados), os quais não implicavam novos desembolsos dos credores. Esses créditos representaram 17% dos créditos totais no período 1983-90, alcançando 26% em 1991-96. Uma nova expansão do mercado de empréstimos ocorreria ao final da década de 1980, com um salto do volume de créditos concedidos para patamar em torno dos 120 bilhões de dólares anuais entre 1988 e 1993 (Tabela 4). O biênio 1994-95 registrou um forte incremento no volume de empréstimos, com a triplicação do valor observado em 1993, mas esse incremento esteve quase integralmente concentrado na demanda de tomadores dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha, responsáveis por 50% e por 11% do volume total de empréstimos internacionais no

período 1994-96, respectivamente.

Os países não desenvolvidos ou em desenvolvimento sofreram uma redução drástica na sua participação no mercado internacional de empréstimos após a crise da dívida. De uma média de 50% do mercado na primeira metade dos anos 1980, a participação dos países não pertencentes à OCDE caiu para 22,2% na segunda metade dessa década e para 15,2% nos anos 1990 (Tabela 4). Dada a rápida expansão no mercado de empréstimos nessa última década, a queda na participação relativa dos países não pertencentes à OCDE indica de forma categórica a acentuada assimetria na distribuição dos recursos internacionais que caracteriza o novo regime monetário e financeiro. Essa assimetria se reproduz mesmo dentro do conjunto de países não pertencentes à OCDE, uma vez que um grupo reduzido de países asiáticos (China, Coréia do Sul, Indonésia, Tailândia, Malásia e Hong Kong) concentrou a maior parte dos empréstimos ao longo dos anos 1990. De forma análoga, os países desenvolvidos, que aumentaram sua participação no mercado de empréstimos de 50% na primeira metade dos anos 1980 para pouco menos de 85% na década de 1990, também experimentaram uma forte concentração na distribuição dos recursos de empréstimos: os Estados Unidos, de uma participação de 10% e de 18% nas duas metades da década de 1980, saltaram para quase 50% do total de empréstimos contraídos no mercado internacional. O grau de concentração também é expressivo quando se observam as moedas de denominação dos créditos internacionais: em torno de 80% dos empréstimos são concedidos em dólar, cabendo à libra esterlina pouco menos de 10%.

A maior parte dos empréstimos é composta por eurocréditos (créditos denominados em moedas diferentes daquela do país ao qual pertence o credor), cabendo aos empréstimos externos (denominados na moeda do país ao qual pertence o credor) uma parcela bastante reduzida, sobretudo nos anos 1990 (Tabela 4). Empresas e governos dos países da OCDE são os principais demandantes de empréstimos internacionais, geralmente concedidos na forma de operações sindicalizadas por um grupo ou consórcio de bancos (sobretudo após a crise de 1982), de modo a diluir os riscos em caso de insolvência do devedor e, dado o alcance transnacional dessas operações, permitir aos credores eludir os controles e as regulamentações das legislações nacionais. A taxa de juro padrão utilizada nos contratos de empréstimo internacionais é a *Libor* (*London Interbank Offered Rate*), acrescida de uma certa margem que varia conforme o risco de crédito imputado ao tomador do empréstimo.

Tabela 4
Evolução do mercado internacional de empréstimos

		1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
		Distribuição em US\$ bilhões																	
Eurocréditos		91,3	90,8	60,2	60,2	53,2	54,1	54,2	80,3	116,2	114,5	122,3	114,4	116,2	129,5	235,3	369,6	344,5	
Empréstimos externos		3,0	7,4	7,0	7,0	8,8	7,0	9,1	11,4	9,3	6,6	2,2	1,6	1,7	0,6	0,9	0,6	0,7	
Créditos dirigidos e renegociados		-	2,3	15,4	19,7	28,6	14,3	14,3	12,3	8,7	10,5	10,4	28,2	31,2	60,2	53,8	98,7	79,9	
Créditos novos		-	95,9	51,8	42,3	33,1	49,0	79,4	116,8	110,6	114,1	87,9	87,9	86,7	69,9	182,4	271,5	265,3	
Total		81,0	94,3	98,2	67,2	62,0	61,7	63,3	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9	130,1	236,2	370,2	345,2	
		Principais Tomadores (%)																	
Paises da OCDE		51,6	50,2	55,8	47,6	50,3	46,0	70,1	72,8	82,7	82,4	81,1	75,6	84,0	84,1	89,2	88,3	87,6	
Paises do G-7		29,4	29,2	29,9	21,9	28,9	14,1	32,2	45,0	62,5	62,3	56,9	53,3	63,1	65,5	68,3	75,5	70,4	
Estados Unidos		8,6	13,6	10,2	10,9	8,5	5,5	7,9	17,1	22,5	27,2	11,4	36,2	45,2	53,1	49,9	51,6	48,5	
Demais paises*		48,4	49,8	44,2	52,4	49,7	54,0	29,9	27,2	17,3	17,6	18,9	24,4	16,0	15,9	10,8	11,7	12,4	

Fonte: OCDE, *Financial Market Trends* (in: Palazuelos, op. cit.).

(*) Incluem paises não-membros da OCDE e organismos internacionais de financiamento multilateral.

Este mercado é o principal segmento dos mercados internacionais de capitais desde 1982, quando, com o amplo movimento de desregulamentação monetária e financeira, passou a crescer de forma intensa, embora com oscilações em alguns anos (Tabelas 1 e 5). Trata-se de um mercado formado predominantemente por euro-obrigações (emissões denominadas numa moeda diferente daquela do país ao qual pertence o agente emissor, bem como do país em que são colocadas), que responderam por mais de 80% das obrigações emitidas nos mercados internacionais nos anos 1990, cabendo o restante quase que integralmente às obrigações externas (emissões denominadas na moeda pertencente ao país no qual são colocadas).¹⁹ As emissões de obrigações nos mercados internacionais são mediadas e geridas por consórcios de bancos, comandados por um banco diretor, que negociam taxas de juros, prazos, condições de vencimento e mecanismos de liquidação com o agente emissor e com os potenciais investidores.

Embora venha se observando, nos anos 1990, uma paulatina incorporação de vários países em desenvolvimento — particularmente México, Coréia do Sul, Argentina, Brasil, Tailândia e China, que, juntos, atingiram 14% das emissões mundiais de obrigações em 1996 (Tabela 6) —, o mercado de obrigações também é extremamente concentrado em torno dos países da OCDE, que responderam por 90,2% das emissões na década de 1980 e 86,5% no período 1991-96 (com destaque, nos anos 1990, para Estados Unidos, Alemanha e Japão, como se pode notar nas Tabelas 5 e 6).²⁰ São os grandes agentes econômicos dos países desenvolvidos (empresas, bancos e governos) os principais emissores de obrigações nos mercados internacionais. Entre 1989 e 1996 as empresas não financeiras responderam por 34% das emissões, as entidades públicas (bancos centrais, governos e empresas públicas) emitiram 31% das obrigações, 26% foram emitidas por bancos privados e os restantes 9% couberam a organismos internacionais voltados para o desenvolvimento (Banco Mundial e bancos regionais de desenvolvimento). As principais vantagens encontradas por esses agentes quando recorrem ao mercado internacional de obrigações referem-se à maior escala (mobilização de grande volume de recursos) e aos menores custos de emissão, à possibilidade de fuga dos controles e restrições impostos pela legislação

¹⁹ O mercado de obrigações externas é extremamente concentrado, sendo que os títulos emitidos são colocados fundamentalmente em três mercados: Suíça, Estados Unidos e Japão.

²⁰ O dólar vem perdendo participação ao longo do tempo, mas segue sendo a principal moeda de emissão no mercado de bônus ou obrigações: de 59% do total na primeira metade da década de 1980, a participação do dólar caiu para 43% na segunda metade dessa década e para 36% nos anos 1990. Iene, marco e libra foram as moedas que mais ganharam espaço nesse período.

Tabela 5
Evolução do mercado internacional de obrigações
1980-96

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Distribuição das obrigações, por tipo (em US\$ bilhões)																	
Obrigações internacionais	20,3	31,3	50,3	50,1	81,4	136,6	187,7	140,5	178,8	212,8	180,1	258,1	276,1	394,6	368,4	371,3	589,8
Obrigações externas	17,9	20,5	25,2	27,0	28,1	31,2	39,4	40,3	48,3	42,9	49,8	50,6	57,6	86,4	60,2	96,0	119,0
Outras obrigações	1,4	1,0	-	-	2,0	1,3	1,0	-	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	39,8	52,8	75,5	77,1	111,5	169,1	228,1	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0	428,6	468,0	709,0
Distribuição das obrigações, por modalidade (%)																	
Clássicas			76,3	74,7	52,5	58,2	62,0	67,1	70,5	60,5	69,1	78,6	79,5	76,7	68,8	75,6	65,5
Variáveis			20,3	17,9	34,3	34,7	22,5	7,2	9,8	6,9	16,1	5,9	13,1	14,5	22,5	16,9	23,4
Conversíveis			3,4	7,4	8,5	4,1	3,4	10,1	5,0	5,5	4,6	3,3	1,6	3,8	5,1	2,6	3,6
Com opção					1,4	2,5	8,4	13,7	13,1	25,9	9,2	10,2	4,7	4,3	2,3	1,2	1,2
Outras					3,3	0,5	3,7	1,9	1,6	1,2	1,0	2,0	1,1	0,7	1,3	3,7	6,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Distribuição das obrigações, por emissões (%)																	
Países da OCDE	81,2		84,2	86,9	88,6	87,7	93,5	92,1	93,9	94,0	90,6	91,6	89,0	84,8	85,8	85,7	82,2
Demais países*	18,8		15,8	13,1	11,4	12,3	6,5	7,9	6,1	6,0	9,4	8,4	11,0	15,2	14,2	14,3	17,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: OCDE, *Financial Market Trends* (in: Palazuelos, op. cit.).

(*) Inclui países não-membros da OCDE e organismos internacionais.

nacional à captação de recursos e, via de regra, às melhores condições em termos de prazos de vencimento e de taxas de juros, quando comparadas àquelas vigentes nos mercados domésticos.

Tabela 6
Principais países emissores de obrigações
1980-1996

	Em US\$ bilhões									
	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1995	1996
Países da OCDE	32,3	63,6	98,8	213,3	213,4	208,4	296,9	368,2	404,2	584,0
Países do G-7	17,5	46,4	67,5	145,6	144,9	150,3	191,4	235,1	264,2	407,2
Estados Unidos	5,8	14,8	25,0	44,1	17,3	21,8	17,6	45,6	73,5	129,0
Canadá	3,1	11,4	6,2	16,8	13,1	12,9	23,1	23,5	15,0	22,1
Grã-Bretanha	1,7	1,3	5,0	19,6	26,5	20,0	33,7	32,8	26,7	53,4
Alemanha	0,2	1,4	2,1	11,8	12,3	9,6	20,2	45,9	71,9	111,5
França	2,5	8,2	8,5	13,6	16,5	17,4	32,7	32,4	24,7	34,8
Itália	0,4	1,0	3,7	5,3	7,9	13,2	7,9	16,3	13,6	14,1
Japão	3,8	8,3	17,0	34,4	51,3	55,4	56,2	38,6	38,8	42,3
Orgs. internacionais	3,9	7,3	7,9	9,2	8,0	15,0	19,9	12,1	17,7	24,9
Demais países	3,6	4,6	4,8	5,6	5,7	6,5	16,9	48,3	45,4	99,9
Coréia do Sul	-	0,2	..	..	..	1,5	3,2	5,4	8,9	14,2
México	0,4	1,6	..	..	..	0,8	2,9	6,5	6,2	19,7
Brasil	0,3	0,1	..	..	..	..	2,8	3,8	6,3	12,8
Argentina	0,1	..	..	..	..	..	1,5	5,1	5,3	13,7
China	-	..	..	..	..	..	1,3	3,8	1,8	4,2
Tailândia	0,1	0,1	..	..	..	0,1	0,7	3,3	1,4	4,9

Fonte: OCDE. *Financial Market Trends* (in: Palazuelos, op. cit.).

Na outra ponta, os principais investidores que adquirem os títulos emitidos no mercado internacional de obrigações são as grandes empresas, os bancos e os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e companhias seguradoras). As vantagens desfrutadas pelos investidores na compra de títulos são ainda mais evidentes.

“Na medida em que são emitidas ao portador, as obrigações guardam o anonimato e eximem seus proprietários de retenções fiscais e outros controles nacionais. Trata-se de títulos que apresentam garantias, seja de governos ou de entidades financeiras, o que lhes outorga um elevado grau de segurança. Simultaneamente, as obrigações são instrumentos financeiros facilmente negociáveis, que contam com um amplo mercado secundário no qual são cotados e onde seus detentores podem obter uma rápida liquidez; mesmo os bancos as aceitam com grande facilidade. Além disso, o funcionamento de mecanismos eletrônicos permite uma rápida liquidação dos vencimentos. Esse conjunto de condições faz com que as obrigações sejam um ativo de curto prazo que interessa a certas grandes empresas, que as utilizam para rentabilizar seus caixas, sendo também um ativo relativamente confiável para os

investidores institucionais (companhias de seguros, fundos mútuos, fundos de pensão) que pretendem diversificar suas carteiras. Os investidores mais preocupados em obter rentabilidades elevadas — compensando os maiores riscos de suas operações — sentem-se atraídos pelas obrigações quando se acentuam os momentos de incerteza em torno dos movimentos das taxas de juros (começo dos anos 1990), ou quando os títulos emitidos introduzem elementos adicionais nas condições de emissão e de vencimento.”²¹

Foi justamente a forte volatilidade em momentos de incerteza quanto ao rumo das taxas de juros e de câmbio que permitiu o desenvolvimento de diferentes modalidades alternativas de obrigações, embora essa própria variedade de instrumentos tenha, por sua vez, influenciado o grau de volatilidade do mercado ao longo do tempo. Os principais tipos de obrigações são as clássicas, as variáveis, as conversíveis e as obrigações com opção, que, somadas, representam mais de 90% do mercado (Tabela 5). As obrigações clássicas, que vêm respondendo por 60% a 70% do valor total do mercado nas décadas de 1980 e 1990, são títulos emitidos com taxas de juros fixas e, geralmente, com data de vencimento também fixa. Os países desenvolvidos (OCDE) concentraram 84,1% das emissões de obrigações clássicas na década de 1990, com predominância do dólar como moeda de emissão (25% do total). As obrigações variáveis (*floating rate notes*), que atingiram seu auge em meados dos anos 1980 (um terço do mercado) e voltaram a adquirir certa importância em meados da década de 1990, são emitidas com cupons nos quais são periodicamente revistas as taxas de juros, em função das variações da Libor; seu vencimento pode ser único para toda a emissão ou permitir a amortização antecipada por ordem do emissor ou do investidor. A concentração das emissões em torno dos países desenvolvidos e do dólar é ainda maior no caso das obrigações variáveis: 88,5% das emissões nos anos 1990 provinham dos países da OCDE, ao passo que 60% eram denominadas em dólar. As obrigações conversíveis, que nunca responderam por mais de 10% do mercado, são títulos diretamente trocados por ações da empresa emissora quando do seu vencimento. Já as obrigações com opção, que alcançaram 26% do mercado em 1989 e reduziram sua participação a pouco mais de 1% em meados dos anos 1990, outorgam ao investidor o direito de adquirir ações da empresa emissora a um determinado preço. Tanto no caso das obrigações conversíveis como das obrigações com opção, as

²¹ Palazuelos, op. cit., pp. 115-116. Quanto ao risco, Palazuelos acrescenta que “existem diversos indicadores que classificam o seu grau, referidos tanto às condições econômico-financeiras do emissor e às características dos títulos emitidos como às condições do país ao qual pertencem as emissões. *Standard & Poor's* classifica em torno de 2.000 empresas e 8.000 administrações municipais e estatais dos Estados Unidos, além de outros 250 emissores de títulos não americanos. *Moody's* classifica 4.000 empresas de todo o mundo. A agência britânica IBCA (Interbank Company Analysis) classifica unicamente empresas financeiras” (p. 119).

emissões correspondem quase que exclusivamente aos países desenvolvidos (55% das emissões usam o dólar como moeda), com destaque para o Japão, responsável por mais da metade das emissões nos anos 1990. Além dessas modalidades principais, o mercado de obrigações conta ainda com uma ampla variedade de títulos, que geralmente combinam características dessas quatro modalidades principais.

Tendo em vista que o regime monetário e financeiro vigente desde 1979 tem como uma de suas características principais a manutenção de taxas de juros reais elevadas, é natural que a preferência dos investidores que atuam no mercado de obrigações tenha recaído sobre os títulos de renda fixa. As obrigações clássicas têm se revelado suficientemente atrativas ao longo do tempo, tanto para os emissores quanto para os investidores em busca de rentabilidade, muito embora os períodos de maior volatilidade do mercado tenham favorecido a expansão das demais modalidades, sobretudo as obrigações variáveis. Na medida em que as flutuações monetárias das economias desenvolvidas incentivaram o desenvolvimento de um amplo mercado secundário para os títulos emitidos no mercado internacional de obrigações, garantindo-lhes elevada liquidez, os investidores mais cautelosos têm podido negociar seus títulos em períodos de incerteza para outros investidores com maior disposição ao risco, preservando o interesse dos agentes nesse mercado e estimulando o seu crescimento contínuo. A negociação de títulos do Estado, em particular, converteu-se num dos segmentos mais ativos do sistema financeiro internacional, apresentando uma progressão extremamente rápida desde o início dos anos 1980. Os déficits públicos persistentes dos países industrializados vêm alimentando continuamente o mercado primário de títulos públicos (bônus do Tesouro e outros títulos da dívida pública), mas o crescimento tem sido mais espetacular no mercado secundário, no qual se acelera a circulação financeira de títulos públicos sob o efeito da especulação.²² As operações com títulos públicos, somados os mercados primário e secundário, ultrapassam, em larga escala, as operações de todos os demais mercados financeiros, com exceção do mercado de divisas.²³

²² Segundo Chesnais, é no mercados secundários que os bônus emitidos pelo Tesouro e outros títulos semelhantes vivem, tal como as ações, aquilo que Marx denominou como uma "segunda vida", sendo objeto de múltiplas transações, variadas e permanentes. "Marx considerava que, mais ainda que no caso das ações, era evidente a natureza artificial do 'movimento natural' dos títulos da dívida pública e o caráter fictício do capital envolvido nessas transações" (Chesnais, "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica", loc. cit., p. 269). Sobre o caráter fictício dos títulos da dívida pública, ver Marx, Karl. *O capital* (Livro III, Tomo 2). São Paulo: Abril Cultural, 1985, cap. XXIX.

²³ Segundo Chesnais, os mercados de bônus públicos converteram-se na espinha dorsal dos mercados de bônus internacionais, mobilizando "cerca de 30% dos ativos financeiros mundiais em busca de rendimentos estáveis e líquidos (uma liquidez assegurada pelos mercados secundários, onde os títulos são negociáveis o tempo todo)" (Chesnais, "Introdução geral", loc. cit., pp. 27-28. "Explica-se, facilmente, o sucesso dos títulos públicos emitidos pelos Tesouros públicos dos países

O encolhimento do mercado de eurocréditos após a crise da dívida externa de 1982 modificou as relações de crédito internacionais, ocasionando o surgimento de novas formas de financiamento, que combinavam as características das operações de crédito tradicionais com as dos bônus ou obrigações. Segundo Palazuelos, a *securitização* consistia na adaptação das linhas de crédito a certos requisitos da emissão de títulos — ou seja, houve intensa flexibilização dos ativos das instituições bancárias, transformados em instrumentos negociáveis no mercado. Surgiram, assim, novos instrumentos de crédito, criados mediante a emissão de títulos com garantia bancária (principalmente a Note Insurance Facility – NIF) ou sem essa garantia (euronotas e eurobilhetes de tesouraria), sendo que cerca de 95% dessas linhas de crédito securitizadas correspondem a emissões criadas nos países desenvolvidos (OCDE). As emissões de títulos com garantia tiveram seu auge no período mais crítico da renegociação das dívidas, entre 1984 e 1987, quando responderam por 10,5% do total dos mercados de capitais, reduzindo drasticamente sua participação no cenário financeiro internacional nos anos 1990 (Tabela 7).

“As empresas realizavam emissões de NIF e de outros títulos de curto prazo (3–6 meses) conseguindo linhas de crédito que lhes permitiam um financiamento de longo prazo (5–7 anos) como se se tratasse de obrigações. O grupo de bancos que assegurava a operação — cobrando para isso uma comissão — garantia que se a emissão não fosse coberta eles mesmos adquiririam os títulos não colocados ou concederiam um empréstimo de valor equivalente. Para as empresas, esse procedimento de financiamento era mais barato do que tomar empréstimos, permitindo prazos de amortização suficientemente longos. Para os bancos, era um procedimento de menor risco do que a concessão de créditos, convertendo sua anterior função de prestador em outra de caráter comissionista, salvo no caso em que a emissão não fosse coberta. Sob o ponto de vista dos investidores, eram títulos que ofereciam certa segurança, pois contavam com garantia bancária, e que contavam com um alto grau de liquidez nos mercados secundários. Tinham risco menor do que a compra de obrigações variáveis e apresentavam boas oportunidades de rentabilidade, estimulando o interesse investidor de empresas, bancos e outros agentes financeiros.”²⁴

Já os instrumentos de crédito securitizados sem garantia bancária surgiram em meados dos anos 1980, tendo características semelhantes aos papéis comerciais que

industrializados: são os créditos negociáveis menos arriscados, com o aval dos Estados assegurando a melhor qualidade possível, já que estes não podem falir. Ademais, para realçar o atrativo de seus títulos aos olhos dos investidores internacionais, os países industrializados empreenderam reformas para aumentar a liquidez dos mercados. É assim que, na maioria dos países, o Tesouro designou operadores “especialistas” em valores do Tesouro que, proporcionando certas vantagens, devem garantir um mercado permanente, o que confere um certo grau de liquidez ao mercado secundário da dívida pública” (Plihon, op. cit., p. 115).

²⁴ Palazuelos, op. cit., p. 120.

circulam na economia norte-americana (*commercial papers*). São ativos típicos dos mercados anglo-saxões, mas que vêm sendo crescentemente utilizados por empresas de outros países desenvolvidos, como Japão e Alemanha, bem como por grandes empresas de países “emergentes” (especialmente da Coréia do Sul e do México). Após superar em valor os instrumentos com garantia, alcançando, já em 1986, 16,9% dos mercados de capitais, esses títulos sem garantia experimentaram um forte crescimento na década de 1990, atingindo, no biênio 1995-96, 30% de participação nos mercados de capitais, superando em importância o mercado de empréstimos e de obrigações variáveis (Tabelas 1, 5 e 7). A composição dos instrumentos sem garantia, contudo, alterou-se substancialmente ao longo do tempo. Se os programas de eurobilhetes de tesouraria respondiam por 80% do total na segunda metade da década de 1980, cabendo às euronotas de médio prazo e outros títulos os restantes 20%, as posições se inverteram nos anos 1990: entre 1992 e 1996 as euronotas e outros títulos responderam por 83% do total. A ausência de garantias converte esses papéis em títulos de curto prazo, com risco sensivelmente superior ao apresentado por outros ativos. Esse risco elevado restringe o acesso a essa forma de financiamento a um grupo limitado de grandes empresas, com credibilidade no mercado. Os títulos, geralmente com valor nominal relativamente alto, são emitidos pelas grandes empresas como letras de câmbio negociáveis, envolvendo menores custos de emissão, prazos de vencimento flexíveis e juros maiores para as empresas, e gozam de fácil negociação em mercados secundários que envolvem rentabilidade e riscos igualmente elevados para os investidores.

Tabela 7
Evolução do mercado internacional de emissões securitizadas
1984-96

Em US\$ bilhões

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total dos mercados de capitais	202,3	299,6	400,0	392,9	453,5	466,5	434,9	536,0	609,7	810,5	967,6	1284,3	1571,6
Créditos securitizados	28,8	66,1	100,9	102,2	93,2	81,5	73,2	87,9	134,6	158,7	257,8	405,8	459,9
Títulos emitidos com garantia	28,8	42,9	33,3	31,2	16,6	8,3	7,0	7,7	6,7	8,2	4,9	3,8	4,5
Note Insurance Facility	17,4	34,4	24,8	29,0	14,4	5,5	4,3	1,9	1,6	1,5	0,3	1,6	0,4
Outros	11,4	8,5	4,5	2,2	2,2	2,9	2,7	5,8	5,1	6,7	4,6	2,2	4,1
Emissões s/ garantia	-	23,2	67,6	71,0	76,6	73,2	66,2	80,2	127,9	150,5	252,9	402,0	455,4
Eurobilhetes de tesouraria	-	12,6	59,0	55,8	57,1	54,1	48,3	35,9	28,9	36,6	30,8	55,9	81,3
Euronotas a MP e outros	-	10,6	8,6	15,2	19,5	19,1	17,9	44,3	99,0	113,9	222,1	346,1	374,1

Fonte: OCDE, *Financial Market Trends* (in: Palazuelos, op. cit.).

A abertura e a desregulamentação dos mercados acionários ocorreram com certo atraso em relação às dos demais mercados financeiros (apenas a partir da liberalização desencadeada pelo chamado *big bang* da City londrina, em 1986), sendo a interligação internacional entre os mercados acionários menos estreita do que aquela observada nos mercados de divisas e de obrigações. O mercado internacional de ações constitui parcela reduzida dos mercados de capitais (Tabela 1), embora venha apresentando certo dinamismo nos anos 1990 em virtude dos processos de privatização levados a cabo por vários países europeus, que permitiram uma crescente internacionalização dos mercados nacionais e das modalidades de ações existentes no mercado acionário, composto por euroações (ações ordinárias e preferenciais de títulos de participação e certificados de investimento denominados numa moeda diferente daquela que circula no país ao qual pertence a empresa emissora), majoritárias no mercado de ações (mais de 60%), e pelas ações internacionais (denominadas na moeda do país da empresa emissora e colocadas em mercados com moedas diferentes). Entretanto, tal qual ocorre nos mercados de títulos, há predominância absoluta das transações domésticas nos mercados acionários: as emissões domésticas de ações nas cinco principais economias mundiais são treze vezes maiores do que as das empresas desses países nos mercados internacionais (Tabela 8).²⁵ As ações são emitidas pelas empresas predominantemente nas bolsas de seus próprios países, sendo que os fluxos que se dão nos mercados acionários estrangeiros continuam muito limitados, sobretudo quando comparados às emissões de obrigações — o que indica ser aparentemente mais seguro aplicar em títulos de governos (sobretudo os papéis norte-americanos) e de grandes empresas estrangeiras (cujas obrigações são avalizadas por bancos) do que aventurar-se no mercado acionário estrangeiro.²⁶

²⁵ Cf. Batista Jr., op. cit., pp. 24-25.

²⁶ Segundo Chesnais, "as ações são simultaneamente títulos de propriedade de uma fração do capital de uma sociedade que dá direito a dividendos em caso de lucro, e ativos financeiros cujo valor pode mudar quotidianamente em função de parâmetros em grande medida internos ao mercado das bolsas como tal. Para a esmagadora maioria dos que as detêm, as ações são principalmente uma modalidade de aplicação de capitais que conserva a forma dinheiro. Essa modalidade é escolhida porque permite fazer transações, de acordo com a definição de especulação dada por Kaldor, em condições que aliam o rendimento e a liquidez, pelo menos enquanto esta durar [...] A função das emissões de ações é, em princípio, permitir que as empresas elevem seus meios financeiros em vista de um investimento. Sob esse ponto de vista, as ações representam títulos de propriedade que 'estabelecem', segundo Marx, 'direitos sobre uma fração da mais-valia' que será apropriada, sob a forma de dividendos, por seus proprietários, no fim do exercício. Mas as bolsas dão a esses títulos uma segunda vida, que lhes permitem 'se transformar em duplicata do capital real e adquirir existência própria' [...]. E prossegue: 'Na medida em que a acumulação desses títulos traduz a acumulação de estradas de ferro, de minas, de barcos a vapor etc., ela exprime a expansão do processo de reprodução real [...]. Mas enquanto

Tabela 8
Emissões domésticas e internacionais de ações para países do G-7¹
1991-94

	Em US\$ bilhões			
	1991	1992	1993	1994
Emissões domésticas de ações				
Estados Unidos	70,6	84,5	116,2	66,3
Canadá	11,6	12,0	17,3	13,0
Grã-Bretanha	18,8	10,4	24,4	21,5
Alemanha	8,0	11,0	11,8	18,0
França	42,6	46,6	42,4	48,2
Total¹	151,6	164,5	212,1	167,0
Emissões internacionais de ações				
Estados Unidos	5,0	6,9	9,9	4,6
Canadá	0,3	0,2	0,5	0,6
Grã-Bretanha	6,4	3,3	4,4	1,0
Alemanha	0,7	0,2	0,2	2,7
França	1,7	1,7	3,7	3,8
Total do G-7	14,1	12,3	18,7	12,7

Fonte: FMI, 1996 (in: Batista Jr., op. cit.).

(1) Exceto Japão e Itália.

É importante destacar, contudo, que o caráter internacional das ações é significativamente maior, em termos reais, se são considerados os elevados desembolsos realizados mediante investimentos estrangeiros em carteira destinados à compra de ações nacionais. Os anos 1990, em especial, testemunharam um extraordinário crescimento desse tipo de operação nos grandes mercados ocidentais e nos mercados “emergentes” da América Latina (privatizações) e da Ásia. Entretanto, conforme enfatiza Palazuelos,²⁷ esse tipo de investimento não pertence aos mercados “internacionais”, uma vez que a moeda do investidor é previamente convertida na moeda do país em que se realiza a compra das ações, passando a formar parte do mercado doméstico desse país. São esses crescentes fluxos de investimentos internacionais em direção aos diversos mercados bursáteis, contudo, os responsáveis pela ebulição das bolsas em todo o mundo durante os anos 1990, bem como pelos crescentes e sucessivos abalos desses mercados, sobretudo na segunda metade dessa década.

“Os mercados de ações não são mais, como em 1929, a forma predominante no mercado de títulos. O montante de ativos financeiros sob forma de obrigações

duplicatas, negociáveis como mercadorias e circulando, portanto, como valores-capital, seu valor é fictício: eles podem aumentar ou diminuir independentemente do movimento do valor do capital real sobre os quais seus proprietários têm direito” (*O capital*, Livro III, cap. XXX)” (Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 271).

²⁷ Ver Palazuelos, op. cit., pp. 122-123.

públicas, assim como privadas, é igual, senão superior, ao valor nominal atual das ações nas principais bolsas. Contudo, dados os montantes considerados, de um lado, e o papel simbólico de praças como Wall Street, os efeitos sistêmicos nacionais e mundiais de *crashes* como o de 1987 são levados muito a sério pelos especialistas. Foi depois das medidas de desregulamentação das bolsas, decididas em meados dos anos 80, e principalmente depois da chegada dos fundos de pensão, dos *mutual funds* e dos grupos industriais, que as bolsas atraíram de novo aplicações elevadas de capitais e voltaram a ser o teatro de movimentos especulativos de grande amplitude. A eventualidade dos *crashes* das bolsas se inscreve tanto no caráter dual das ações, quanto no jogo muito particular dos comportamentos dos mais importantes investidores do mercado. [...] É do movimento próprio do valor das ações e de sua capitalização — sem referência direta às condições reais que comandam a valorização do capital de que elas são uma duplicata — que surge a possibilidade e, até mesmo, em certas circunstâncias, o caráter instável, do ‘divórcio’ entre ‘os valores fundamentais, isto é, as capacidades futuras das empresas de produzirem lucros’ e o curso efetivo das ações nas bolsas²⁸. É nessa situação que se insere o contágio das previsões e do comportamento, que pode acabar por provocar os cataclismos nas bolsas. Hoje, os administradores dos fundos são os maiores operadores das bolsas. São os mais interessados em que os movimentos sejam ‘altistas’, já que suas carteiras parecem então se avolumar. São também os mais medrosos e nervosos, os que se retiram mais rapidamente tanto das bolsas quanto de muitos outros segmentos dos mercados financeiros, os que exibem um mimetismo mais acentuado.”²⁹

O mimetismo das reações dos investidores e o contágio entre as praças financeiras, no contexto de instabilidade financeira e de aumento do risco sistêmico na economia capitalista mundial nos anos 1990, serão abordados em seção específica do próximo capítulo. Cabe por último salientar que, embora os mercados acionários, conforme assinala Chesnais, não sejam mais a forma predominante no mercado de títulos (respondem hoje por pouco menos de 45% do total), o montante alcançado pelo estoque de ações nas bolsas mundiais é de tal ordem que provavelmente o impacto de um choque sistêmico incontável sobre a economia mundial teria hoje efeitos ainda mais danosos do que aqueles observados no final da década de 1920.

“[...] o valor do estoque de ações das Bolsas americanas saltou de US\$ 3,0 trilhões em 1990 para US\$ 16,8 trilhões em 1999. Na zona do euro o salto foi de US\$ 1,1 trilhão em 1990 para US\$ 5,5 trilhões em 1999. Na Inglaterra, no mesmo período, o valor do estoque das ações subiu de US\$ 850 bilhões para US\$ 3,0 trilhões. Apenas no Japão, vitimado por uma grave ressaca financeira, as Bolsas não explodiram, subindo moderadamente de US\$ 2,9 trilhões em 1990 para US\$ 4,4 trilhões em 1999. O valor global das ações ao fim de 1999 ultrapassava a cifra de US\$ 34 trilhões. Se agregarmos a essa soma as outras formas de riqueza mobiliária em títulos de renda fixa (títulos públicos, debêntures e outros títulos privados), chega-se a um volume total de riqueza financeira que pode ser estimado, por baixo, em US\$ 76 trilhões no fim do

²⁸ Aqui o autor remete a Aglietta, Michel. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 1995, p. 33.

²⁹ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 270-272.

ano de 1999 (o PIB mundial era naquele momento de aproximadamente US\$ 30 trilhões).³⁰

As cifras apresentadas por Coutinho dão uma dimensão da magnitude atingida pelo descolamento entre o capital financeiro e a riqueza produzida pelos empreendimentos do setor produtivo na vigência do atual regime monetário e financeiro. É nos mercados de derivativos, contudo, que o caráter fictício alcançado pela “riqueza” financeira no final do século XX atinge patamares qualitativamente inusitados.

Os mercados de derivativos

A partir de meados dos anos 1980, os mercados financeiros internacionais sofreram uma profunda transformação com o surgimento e desenvolvimento de novos instrumentos de caráter quase virtual, os derivativos, negociados em mercados exageradamente voláteis e não menos virtuais: os mercados de futuros, de opções e de recompras (*swap*). Como o próprio nome indica, derivativos são instrumentos financeiros comercializáveis a partir de ativos já existentes — como as divisas, os bônus ou obrigações, os empréstimos e as ações — e que fornecem cobertura frente ao risco de que variações nas taxas de juros, nas taxas de câmbio ou nos índices das bolsas possam modificar o preço desses ativos financeiros negociados nos mercados de títulos, de divisas, de empréstimos ou de instrumentos securitizados.³¹ Diversos agentes financeiros e não-financeiros recorrem aos mercados de derivativos em busca de cobertura, particularmente as grandes corporações internacionalizadas, os investidores institucionais, os bancos de investimento e outras entidades financeiras.³² Embora os derivativos tenham surgido como instrumento de cobertura (*hedge*) frente ao risco de variações em preços-chave da economia — um risco significativamente

³⁰ Coutinho, *op. cit.*

³¹ Conforme destacado no capítulo anterior, o pleno desenvolvimento do processo de securitização só foi possível graças ao desenvolvimento paralelo dos mercados e dos mecanismos de proteção de riscos contra as variações de preços dos ativos (instrumentos de *hedge* demandados por aplicadores em títulos e por tomadores de recursos). A conjugação do processo de securitização com os mecanismos de transferência de risco passou a determinar a dinâmica dos mercados financeiros mundiais a partir dos anos 1980. Ver Cintra, *op. cit.*, pp. 187-188.

³² “O risco de crédito resulta da possibilidade de que uma (ou mais de uma) das contrapartes não cumpra com suas obrigações contratuais, o que ocasiona perdas de principal para o(s) parceiro(s). O risco de preço ou de mercado relaciona-se à possibilidade de variações inesperadas nos valores contratuais, decorrentes de mudanças nas condições conjunturais da economia em geral e dos mercados financeiros em particular. Diante dessas fontes de risco na gestão da riqueza, os agentes procuram desenvolver instrumentos que neutralizem ou atenuem seus graus de exposição” (*ibidem*, p. 186).

ampliado com a volatilidade resultante do processo de liberalização e de desregulamentação financeiras e da constituição do novo regime monetário e financeiro —, o desmesurado crescimento e dimensão alcançado por este mercado nos anos 1990, bem como o comportamento de seus agentes e as práticas mais freqüentes nele realizadas, transformaram-nos em espaço privilegiado de atuação dos especuladores no novo regime monetário e financeiro. Os agentes (instituições financeiras e não-financeiras) utilizam os instrumentos derivativos não apenas para gerir riscos, mas também para aumentar o desempenho dos seus portfólios com base em ganhos auferidos mediante apostas quanto ao desempenho futuro de variáveis monetárias e financeiras. Segundo Serfati, a distinção tradicional feita pelos manuais de gestão entre cobertura e especulação é hoje cada vez mais tênue.³³ Na verdade, a grande flexibilidade proporcionada pelos derivativos provocou a transformação da própria atividade especulativa dentro do sistema capitalista, tornando-a independente do processo cíclico da economia (período de expansão, aceleração da inflação e desmoronamento com inflexão do ciclo) e importante fonte de rendimento para os diferentes atores da esfera financeira.³⁴

“[...] o surgimento dos instrumentos derivativos supriu as necessidades dos mercados financeiros de reduzir as incertezas e os riscos diante da extrema volatilidade das taxas de inflação, de câmbio e de juro, a partir do início da década dos 70. A volatilidade dos indicadores macroeconômicos, num contexto de livre movimentação dos capitais, fez com que as incertezas passassem a afetar de tal modo as relações entre os agentes econômicos que a busca por mecanismos de *hedge* tornou-se essencial. Ampliaram-se também as atividades especulativas, pois a própria volatilidade cria oportunidades para a realização de lucros extraordinários. O desenvolvimento de um amplo espectro de mecanismos de *hedge* incrementa o espaço potencial para a arbitragem. Segundo Bourguinat, ‘o investidor *arbitra* sistematicamente, entre os diferentes compartimentos; aqueles que querem *hedge* ou, ao contrário, que querem especular, fazem o mesmo. [...] A ótica dos operadores é a busca da combinação que propicie a melhor relação custo/rendimento. De imediato, aquele que investe (ou toma emprestado) procura o melhor rendimento (ou custo), não apenas navegando sistematicamente, se necessário, entre as diversas moedas, mas também passando de um instrumento de *hedge* para outro (de *swap* para opções cambiais, ou opções de futuro etc.) e, portanto, de um mercado para outro. Na verdade, esses mercados

³³ Ver Serfati, Claude. “O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia”. In: Chesnais (org.), op. cit., p. 149.

³⁴ Cf. Guttmann, op. cit., p. 82. Segundo esse autor, “a astúcia desses mecanismos financeiros, cujo valor e rentabilidade são determinados pelo comportamento dos mercados subjacentes (de títulos, de taxas de juros ou de divisas) reside no fato de que eles podem ser feitos sob medida para cada usuário, e portanto adaptados às diversas contingências das respectivas carteiras. Podem ser usados como instrumentos de cobertura ou para apostas de tipo especulativo sobre o comportamento dos preços dos mercados subjacentes aos quais estão ligados, com ganhos potenciais nos dois sentidos do movimento de preços (em alta ou em baixa), desde que tal movimento tenha sido corretamente previsto” (pp. 81-82).

(cambial, futuro, de opções) tornaram-se meros compartimentos de um mercado financeiro 'global', ele mesmo tornado mundial'.³⁵

Desta forma, o desenvolvimento dos mercados de derivativos financeiros possibilitou um melhor gerenciamento microeconômico das posições credora e devedora dos agentes e a realização de apostas no desempenho futuro de cotações de moedas, de índices de taxas de juros, de índices de valorização das bolsas etc., permitindo um processo de transferência de risco de preço de um agente para o outro (em geral dos consumidores — *hedgers* — para os *dealers* do mercado).³⁶ Ao fazer uma operação de *hedge*, o agente apenas procura passar o risco à frente, uma vez que o risco em si não deixa de existir. Já o agente que assume esse risco procura proteger-se mediante operações semelhantes, gerando uma extensa rede de transações: "o risco não é criado nem destruído, mas meramente espalhado em todas as direções".³⁷ Para que essas operações se realizem, é necessário que exista uma diversidade de opiniões entre os agentes, de forma a garantir que a troca da variação dos contratos possa ser realizada; caso contrário, se os agentes decidirem realizar as mesmas posições ao mesmo tempo, o mercado quebra. É nesse contexto que o especulador adquire importância decisiva para a existência dos mercados de derivativos.

"A participação do especulador é fundamental nesse processo. Mediante o recebimento de prêmios e a possibilidade de obterem ganhos a partir de arbitragens nos diferentes mercados, esses agentes passaram a assumir os riscos de variação de preços dos ativos, em função de expectativas quanto ao que vai ocorrer, isto é, tentam realizar ganhos mediante antecipações das mudanças nos valores dos preços (cotações) e das taxas de mercado. Esses agentes não possuem capital para a cobertura do valor total da operação de crédito, mas a operacionalização dos instrumentos derivativos envolve apenas a negociação das variações dos contratos, não do principal. [...] As oscilações de alguns pontos percentuais nas taxas de juros, nas taxas de câmbio e nas taxas de inflação, ao longo de um mês ou mesmo de uma semana, constituem a matéria-prima utilizada pelos especuladores para obtenção de ganhos de capital. Qualquer variação percentual, por menor que seja, representa oportunidades de ganhos com a aposta de tendência. A volatilidade das variáveis macroeconômicas possibilita que os especuladores lucrem com posições em diversos mercados. [...] Num primeiro momento, essa função do especulador era realizada por pessoas físicas ou fundos mútuos de investimento. Com a redução relativa das operações tradicionais de intermediação de recursos, as instituições bancárias (*bankers trust*, bancos de

³⁵ Cintra, op. cit., pp. 214-215. O texto citado refere-se a Bourguinat, H. *Finance internationale*. Paris: PUF, 1992, p. 23 (grifo no original).

³⁶ "Diante da simetria imperfeita entre as necessidades de cobertura dos *hedgers* [agentes que buscam de proteção], a transferência de risco supõe sua recepção por operadores especiais — os agentes que 'formam o mercado' (*market-makers*) —, responsáveis pelas compras ou vendas residuais quando necessárias e/ou que assumem os riscos nas operações (especuladores)" (Cintra, op. cit., p. 187).

³⁷ Afirmação de Martin Taylor, diretor do Barclays Bank, a *The Economist*, 27/04/1996, apud *ibidem*, p. 186.

investimentos) passaram também a atuar como agentes especuladores, tornando-se os principais *dealers* do mercados derivativos.”³⁸

Os precursores dos derivativos foram os contratos a prazo de *commodities* realizados nos anos 1970 na bolsa de mercadorias de Chicago, os chamados *forward*, que cobriam mudanças nas taxas de câmbio. O primeiro mercado de derivativos foi o mercado de “futuros”,³⁹ que, diferentemente dos *forward*, possuíam contratos padronizados e negociáveis em bolsa, dispendo de uma câmara de compensação responsável pela retenção dos títulos nos quais se baseava a cobertura (que serviam de garantia de cumprimento do contrato até seu vencimento ou liquidação) e pela intermediação entre os contratantes (que não estabeleciam relação direta entre si). Surgiu, assim, um tipo de contrato de compra e venda baseado na variação das taxas de juros, das taxas de câmbio ou dos índices das bolsas sobre ativos financeiros (títulos, divisas e operações de crédito), com vencimento e preço determinados, no qual o comprador e o vendedor fazem um depósito inicial, correspondente a uma pequena parcela do valor contratado, respaldando os possíveis ganhos relativos ao comportamento futuro da variável sobre a qual realizam a cobertura do ativo. Entretanto, a possibilidade de se obter ganhos sem esperar a data de vencimento é o grande fator de atratividade oferecido por esses instrumentos financeiros, uma vez que, conforme a evolução diária do mercado, o lucro real que se pode obter é muito superior ao valor do depósito inicial. A fácil alavancagem financeira obtida, dados os reduzidos desembolsos iniciais — conforme já assinalado, a operacionalização dos derivativos envolve apenas a negociação das variações dos contratos, não do principal —, é outra forte razão para atrair os especuladores.⁴⁰

“Criou-se, assim, um espaço financeiro capaz de proporcionar grandes lucros para aqueles que estiverem dispostos a assumir posições de risco, apostando numa determinada variação das taxas de juros, das taxas de câmbio ou das cotações bursáteis, de maneira que, aportando uma certa quantidade de dinheiro, é possível obter lucros muitos superiores. No caso contrário, o apostador pode se retirar perdendo unicamente o depósito inicial. De fato, estima-se que menos de 5% dos contratos sejam executados em seu vencimento. Foi essa oportunidade que atraiu um grande número de investidores especulativos, expandindo rapidamente o mercado de futuros.”⁴¹

De fato, o mercado de futuros registrou uma expansão extraordinária em pouco mais de uma década. De 250 bilhões de dólares alcançados já em 1985, o valor total

³⁸ Cintra, op. cit., pp. 186-187.

³⁹ A primeira operação com derivativos ocorreu em 1972, com a criação de contratos futuros de moedas estrangeiras, no âmbito da Chicago Mercantile Exchange. Ver *ibidem*, p. 186.

⁴⁰ Cf. Palazuelos, op. cit., pp. 123-128.

⁴¹ *Ibidem*, p. 124.

dos contratos realizados multiplicou-se por seis em cinco anos, superando 1,5 trilhão de dólares em 1990. O crescimento vertiginoso desse mercado se manteve nos anos 1990, superando 6 trilhões de dólares em meados da década (Tabela 9). Mais de 95% desse total corresponde à contratação de futuros sobre a evolução das taxas de juros (em obrigações, créditos securitizados ou ações).

Tabela 9
Evolução do mercado internacional de derivativos
1985-96

	Em US\$ bilhões											
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Mercado de futuros												
Total	254	395	520	935	1.258	1.541	2.251	3.018	5.085	5.918	6.074	6.180
Sobre taxas de juros	236	370	488	895	1.201	1.455	2.157	2.913	4.943	5.757	5.863	5.931
Sobre divisas	8	10	15	12	16	17	18	25	32	33	38	50
S/ índices bursáteis	10	15	18	28	41	69	76	80	110	128	172	199
Mercado de opções												
Total	138	224	210	371	509	750	1.268	1.615	2.677	2.920	3.112	3.705
Sobre taxas de juros	89	147	123	279	388	600	1.073	1.385	2.362	2.623	2.742	3.278
Sobre divisas	12	39	60	48	50	57	63	71	75	55	43	47
S/ índices bursáteis	37	38	28	44	71	94	133	159	239	242	327	380
Distribuição dos mercados de futuros e de opções												
Total	392	618	730	1.306	1.767	2.290	3.519	4.633	7.761	8.838	9.185	9.884
América do Norte		518	578	952	1.156	1.269	2.152	2.695	4.359	4.820	4.847	
Europa		13	13	178	251	461	710	1.114	1.778	1.832	2.241	
Ásia-Pacífico		87	139	175	360	560	657	824	1.606	2.172	1.990	
Outros					0,1	0,2	0,5	1,8	29	40	107	
Swap												
Total						3.450	4.450	5.346	8.475	11.303	17.990	
Sobre taxas de juros				1.010	1.503	2.312	3.065	3.851	6.177	8.816		
Sobre divisas				320	449	578	807	860	900	915		
Outros						561	577	634	1.398	1.573		

Fonte: FMI. *International Capital Markets* (in: Palazuelos, op. cit.).

O mercado de opções, embora movimente um montante inferior ao mercado de futuros, também vem apresentando uma rápida expansão, sobretudo nos anos 1990. A "opção" é um direito de compra ou de venda sobre um determinado ativo (principalmente divisas e títulos), o qual pode ser o mesmo que serve de base para a contratação do mercado de futuros. O tempo de vigência de um contrato de opção faculta ao detentor o direito (não a obrigação) de vender ou comprar bens ou títulos específicos a um certo preço. Da mesma forma que no mercado de futuros, os contratos no mercado de opções são padronizados e negociáveis em mercados secundários organizados, tendo uma câmara de compensação como garantia. O aporte inicial consiste apenas num prêmio pago pelo comprador e os contratos envolvem uma

formalização mínima, sendo facilmente anulados.

“O único motivo para executar uma opção é a realização de um certo lucro, uma vez que, em caso contrário, o comprador simplesmente abandona sua posição perdendo o prêmio entregue inicialmente ao vendedor, que representa um percentual mínimo (1% a 5%) do valor do ativo subjacente. O potencial de ganho reside na conjugação de dois aspectos: os prêmios e descontos estipulados e os diferenciais surgidos na evolução dos preços, das taxas de juros e das taxas de câmbio.”⁴²

Após alcançar 500 bilhões de dólares em 1989 e superar 1,6 trilhão três anos depois, o mercado de opções já movimentava 3,7 trilhões de dólares em 1996, atingindo pouco menos de 60% do valor negociado no mercado de futuros. Da mesma forma como ocorre neste último, a maior parte dos contratos de opções se refere à evolução das taxas de juros, embora as opções sobre índices bursáteis venham apresentando crescimento expressivo, atingindo 10% do total do mercado de opções e superando em mais de 90% os contratos futuros do mesmo tipo (Tabela 9).⁴³

Também nos mercados de derivativos (futures e opções) a concentração das atividades é patente, sendo um fenômeno financeiro dominado por uma dezena de países. Na segunda metade dos anos 1980, dois terços do valor negociado nos mercados de futuros e de opções couberam aos Estados Unidos (juntamente com uma pequena parte relativa ao Canadá — Tabela 9). Essa participação recuou para 55,7% na década de 1990, dado o crescimento das operações na Europa Ocidental (que superou o mercado asiático e atingiu 22,6% do total) e no Japão (21,4% desses mercados, juntamente com outros países asiáticos).⁴⁴

Diferentemente dos futuros e das opções, que contam com mercados organizados, padronização de contratos e negociação em mercados secundários, os *swap* (ou recompras) são operações financeiras que carecem de qualquer padronização contratual ou negociadora, adequando-se às condições pactuadas entre as partes contratantes e permitindo a participação de qualquer agente econômico disposto a trocar ativos, sejam eles monetários ou securitizados (títulos), ou mesmo outros derivativos (futures ou opções). São operações de compra-venda que permitem qualquer troca (mudança no referencial financeiro) ou aposta cruzada sobre taxas de

⁴² *Ibidem*, p. 125.

⁴³ Segundo dados do FMI coletados por Batista Jr. (op. cit., p. 169), o número anual de contratos envolvendo derivativos financeiros selecionados (futures e opções de juros, de moeda e de índices de mercado de ações), negociados em mercados organizados, passou de 315 milhões em 1986 para 1.210 milhões em 1995.

⁴⁴ Contudo, a concentração de atividades nos mercados derivativos não se dá exclusivamente no âmbito geográfico, como atesta o mercado norte-americano de derivativos, principal mercado mundial, caracterizado pela concentração de uma grande parte dos negócios nas mãos de um pequeno número de *dealers*. Ver Cintra, op. cit., pp. 202-205.

juros, taxas de câmbio, obrigações, empréstimos, instrumentos com ou sem garantia etc. Os valores negociados por esse tipo de contrato superam largamente a soma dos mercados de futuros e de opções: de pouco menos de 3,5 trilhões de dólares negociados em 1990, o mercado de *swap* atingiu 18 trilhões em meados da década, cabendo aos *swap* sobre taxas de juros o maior volume de contratações, embora as cifras alcançadas pelos *swap* de divisas e outras operações de recompra, cada vez mais complexas, sejam também bastante expressivas (Tabela 9).

A soma das cifras movimentadas nas operações de *swap* e nos mercados de futuros e de opções superava, em meados da década de 1990, os 27 trilhões de dólares. Essa impressionante dimensão alcançada pelos mercados de derivativos permite concluir que, a exemplo do que ocorre no mercado divisas, a maior parte das operações realizadas nesses mercados carece de qualquer vínculo direto com o comportamento de variáveis relacionadas a transações reais de comércio ou de investimento produtivo, apresentando um elevado conteúdo especulativo.

“Trata-se, pois, de operações substancialmente especulativas, nas quais a maioria dos agentes que intervêm e das operações que são levadas a cabo tem como único propósito a mera especulação, por meio do aproveitamento das margens obtidas nos prêmios de risco, dos descontos, das variações das taxas de juros e das taxas de câmbio (por menores que sejam) ou de qualquer outro artifício que se possa aproveitar para obter ganhos. Na realidade, constituem mercados *virtuais* e *fugazes*, carentes de regulação, que não demandam requisitos de solvência prévia por parte daqueles que neles intervêm e se baseiam em contratos que raramente se executam, permitindo uma fácil alavancagem, já que apenas requerem um desembolso inicial de 1% a 3% sobre os lucros esperados, o que permite obter altas taxas de rentabilidade. Em suma, conformam um espaço financeiro que ilustra claramente o ‘jogo de cassino’ que tão profusamente abunda nos mercados financeiros internacionais.”⁴⁵

Os mercados de derivativos desempenham um papel altamente funcional do ponto de vista microeconômico no contexto do novo regime monetário e financeiro, marcado pela volatilidade das taxas de câmbio e de juros: os instrumentos derivativos permitem transformar incertezas financeiras em riscos, uma vez que o *hedge* constitui uma forma de seguro. Com a disponibilidade de instrumentos de cobertura, os agentes puderam passar a realizar operações nos mercados que se mostrassem mais atraentes e a assumir posições mais agressivas, de uma forma bastante segura (inclusive mediante endividamento, dada a proteção oferecida pelos instrumentos de *hedge* contra as oscilações de juros).⁴⁶ Contudo, ao esparramar o risco em todas as direções, os

⁴⁵ Palazuelos, op. cit., pp. 127-128.

⁴⁶ Conforme enfatizado no capítulo anterior, os derivativos são procedimentos que se adaptam à demanda de agentes envolvidos numa gestão da riqueza dominada pela lógica financeira, rentista e “curto-prazista”, na qual são privilegiados a mobilidade acelerada, a alta liquidez, o manejo do risco, a rentabilidade tão breve quanto possível, a agilidade e a ampliação dos ganhos de arbitragem. Ver

derivativos ampliam sensivelmente a instabilidade, a volatilidade e as incertezas no âmbito macroeconômico, estando aí sua principal contradição. O aperfeiçoamento crescente dos derivativos, ampliando a segurança dos agentes nos mercados financeiros (bem como a volatilidade dos mercados de ativos), resultou na institucionalização da atividade especulativa dentro dos sistemas monetário, de crédito e de capitais, além de possibilitar um processo de intensa integração intramercados financeiros e intermercados financeiros nacionais e estrangeiros. Ao viabilizar essa maior integração dos mercados, o desenvolvimento e sofisticação desses instrumentos contribuiu para que as disfunções observadas nos próprios mercados de derivativos se alastrassem mais facilmente para os demais mercados financeiros.

“[...] os instrumentos derivativos apresentam aspectos contraditórios. Por um lado, aumentam a previsibilidade dos agentes econômicos, pois possibilitam um processo de transferência de risco de preço, reduzindo a incerteza, do ponto de vista microeconômico. Por outro lado, uma vez que operam alavancados (*hedge funds*), generalizando o ‘espírito especulativo’ dos agentes, e como estão relacionados com amplas redes de transmissão, eles repõem a instabilidade, do ponto de vista macroeconômico, ampliando a fragilidade do sistema financeiro globalmente unificado. [...] os mecanismos de prevenção contra riscos de preço (derivativos) e de crédito (taxas de juros flutuantes) são simples instrumentos de *transferência* de risco de um agente para o outro. Assim, não existe de fato uma eliminação do risco, pois o funcionamento do sistema supõe que haja avaliações distintas por parte dos agentes e que essas avaliações se compensem entre si (*bull* e *bear* na linguagem keynesiana). Não existe nenhum mecanismo de segurança que seja capaz de cobrir o risco do conjunto do sistema, em face de uma tendência de avaliação de risco que vá em uma única direção (baixista). Ou seja, o risco sistêmico continua presente”.⁴⁷

Desta forma, embora reduzam o risco individual, a multiplicação e a sofisticação de instrumentos de proteção microeconômicos nos mercados de derivativos aumentam o risco sistêmico na economia, estabelecendo uma dicotomia no regime monetário e financeiro entre os mecanismos estabilizadores microeconômicos e a incerteza macroeconômica crescente, entre a segurança micro e a simultânea

Braga, José Carlos de S. “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha”. In: Cintra e Freitas (orgs.), op. cit., p. 155.

⁴⁷ Cintra, op. cit., pp. 234-236. Segundo Ferreira, Freitas e Schwartz (op. cit., p. 57), “dado que as transações com esses instrumentos são efetuadas mediante um número relativamente reduzido de intermediários, é possível que os riscos estejam se tornando mais concentrados, de modo que a quebra de um participante pode afetar todos os demais”. O próprio Cintra, analisando o caso norte-americano, enfatiza também a idéia dos riscos macroeconômicos decorrentes do elevado nível de concentração existente nos mercados de derivativos: “o mercado americano de derivativos caracteriza-se pela existência de pequeno número de *dealers*, mas que responde por grande parte dos negócios. Dado esse elevado nível de concentração, qualquer problema de iliquidez de uma dessas instituições certamente afetará o mercado como um todo. À medida que essas instituições operam em diferentes mercados, aumenta a possibilidade de se alastrar um distúrbio não apenas no mercado de derivativos, mas também em outros mercados. Essa situação é agravada pelo comportamento dessas instituições, que trabalham com elevado nível de alavancagem nos diferentes mercados em que atuam” (p. 204).

instabilidade macro. A inexistência de mecanismos que cubram o risco macroeconômico, aliada à crescente concentração de recursos em poucos e poderosos agentes (sobretudo os investidores institucionais) e ao desenvolvimento de sistemas de informação — fatores que tendem a reduzir a diversidade de expectativas (diversidade que é pressuposto para a estabilidade dos mercados de derivativos) e a conduzir a um crescente “risco de convergência” de opiniões —, amplia sensivelmente a instabilidade econômica e o risco da ocorrência de crises financeiras agudas num mundo dominado por mercados virtuais extremamente voláteis — conforme será analisado no próximo capítulo.

A incorporação dos “mercados emergentes”

As características do novo regime monetário e financeiro e a dinâmica assumida pelos processos de liberalização, desregulamentação e de fortalecimento da hegemonia norte-americana vêm contribuindo para uma progressiva integração de um número crescente de países da periferia capitalista aos mercados financeiros internacionais, sobretudo desde o início dos anos 1990. Trata-se de países pertencentes à América Latina, ao Leste da Ásia e à Europa do Leste, cujas economias, uma vez incorporadas ao processo expansivo recente do capital internacional e aos mercados financeiros mundiais, passam a ser denominadas por “mercados emergentes” — mercados cujo potencial financeiro interessa tanto aos segmentos financeiros nacionais quanto aos grandes operadores internacionais. O processo de incorporação desses países à mundialização financeira ocorreu, via de regra, em duas etapas: na primeira observaram-se um processo de desregulamentação, liberalização e abertura externa dos mercados financeiros nacionais, instigado por organismos internacionais como o FMI e o Banco Mundial,⁴⁸ e o desenvolvimento interno desses mercados financeiros domésticos, apoiado por fontes externas oficiais de financiamento; na segunda etapa verificou-se uma crescente conexão desses setores financeiros nacionais com os mercados privados que atuam em âmbito internacional.

Até o início dos anos 1990 prevaleceram os recursos aportados pelos governos ocidentais e pelos organismos oficiais internacionais às zonas emergentes, que em seguida foram substituídos — após uma transformação estrutural dessas economias

⁴⁸ “Os Estados Unidos, o FMI e seus aliados e representantes locais, formados nas universidades norte-americanas conforme o credo e as receitas neoliberais, fizeram de tudo para conseguir a abertura dos mercados financeiros dos novos países industrializados, a passagem à securitização da dívida pública e à formação, nesses países, de mercados de bônus nacionais, interligados aos mercados financeiros dos países do centro do sistema” (Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 30).

periféricas — por um intenso fluxo de investimentos e de empréstimos de caráter privado (Tabela 10). Entre 1991 e 1996 os recursos oficiais representaram 46% dos 160 bilhões de dólares canalizados para os países periféricos, sendo 20% relativos a doações, 10% a créditos concedidos pelo FMI e os 16% restantes divididos em proporções semelhantes entre créditos bilaterais e outros créditos de caráter multilateral concedidos pelo Banco Mundial e por bancos regionais de desenvolvimento. Já os fluxos de recursos privados para os países periféricos, cujas quantias eram mínimas no início da década, cresceram substancialmente a partir de 1992, em particular os investimentos diretos e em carteira, responsáveis por 32% do total de recursos recebidos pelas zonas “emergentes” entre 1991 e 1996; os restantes 22% são relativos aos empréstimos, à emissão de obrigações e a outros instrumentos securitizados.⁴⁹

Tabela 10
Fluxos financeiros líquidos de médio e longo prazos aos países “emergentes”
1991-96

	Em US\$ bilhões					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Fluxos totais	16,8	25,7	27,3	18,3	33,8	38,9
Fluxos oficiais	14,3	11,9	13,0	9,4	12,7	13,1
Doações	6,0	5,8	4,6	4,7	5,2	5,2
Empréstimos	8,3	6,1	8,4	4,7	7,4	7,9
Bilaterais	4,1	2,5	1,6	1,0	0,6	2,9
Multilaterais ¹	1,8	2,1	3,1	1,3	2,1	2,7
FMI	2,4	1,6	3,7	2,4	4,7	2,2
Fluxos privados	2,6	13,8	14,3	8,9	21,1	25,9
Fluxos de dívida	0,2	9,5	7,9	2,7	6,0	8,5
Garantidos	0,1	9,1	7,0	1,0	2,1	6,9
Empréstimos de BCs	-3,7	-0,3	-1,1	-1,8	0,3	..
Obrigações	1,4	1,0	4,2	2,6	1,6	..
Outros	3,0	8,5	3,5	0,3	0,2	..
Sem garantia	0,1	0,4	0,9	1,7	3,9	1,7
Investimento externo direto	2,4	4,2	6,0	5,4	13,1	11,3
Fluxos de carteira	-	0,1	0,5	0,8	2,1	6,1

Fonte: FMI, Bcrd e Banco Mundial (in: Palazuelos, op. cit.).

(1) Excluem o FMI.

⁴⁹ Cf. Palazuelos, op. cit., pp. 167-168.

Com relação ao acesso de cada um dos três espaços “emergentes” aos mercados financeiros internacionais, 56% dos quase 500 bilhões de dólares captados entre 1992 e 1996 corresponderam aos países asiáticos,⁵⁰ 39% aos da América Latina⁵¹ e apenas 5% aos países do Leste Europeu, cuja integração é mais recente⁵² (Tabela 11). Pouco menos da metade desses recursos externos foram captados mediante a emissão de obrigações (sobretudo na América Latina),⁵³ cuja participação relativa cresceu de 39% em 1991 para 53% em 1996. Os empréstimos, responsáveis por um quarto do total captado (com destaque para o Leste Asiático), experimentaram forte queda nesse período, diminuindo sua participação relativa de 33% para 19%. As linhas de crédito securitizadas, em sua maioria sem garantias, representaram 17% do total no período analisado (México e Coréia do Sul eram os mais importantes emissores), ao passo que a emissão de ações contribuiu com os restantes 9% (três quartos emitidos por empresas do Leste Asiático).

⁵⁰ “[...] na bacia asiática do Pacífico constituiu-se um grupo de países que levaram a cabo uma inserção crescente nos mercados internacionais de capitais. Coréia do Sul ostenta o lugar mais destacado, mas também Indonésia, Tailândia e China ocupam lugares importantes nas economias emergentes. Sem ignorar a força financeira de Hong Kong, Taiwan e Cingapura, que são exportadores líquidos de capital, principalmente na forma de investimentos diretos e em carteira. Não obstante, o futuro de todos eles e da inserção financeira nos mercados externos lança certas interrogações, abertas em função da crise desatada no segundo semestre de 1997” (ibidem, p. 173).

⁵¹ “Aprecia-se, pois, a paulatina inserção da região latino-americana nos mercados internacionais de capitais, embora sua magnitude resulte modesta em comparação com os grandes mercados criados nos países desenvolvidos. No entanto, essa inserção é muito superior se se considera a forte entrada de investimentos em carteira para participar nos mercados nacionais, principalmente de dívida pública. Há de se ter em conta que se trata de um processo de integração recente, que ganhou espaço mediante os programas de ajuste aplicados durante os anos 1980, mantendo-se depois políticas monetárias duras, junto com outras medidas de liberalização interna e externa que se aprofundaram na presente década” (ibidem, pp. 171-172).

⁵² “A mudança política iniciada na Polônia em 1989 e que foi seguida nos anos posteriores pelo resto dos países da Europa Oriental, junto com o desaparecimento da União Soviética no final de 1991, significou a derrubada dos sistemas de tipo soviético e o desmantelamento do antigo bloco do Leste. Começou, então, o processo de transformação de suas estruturas econômicas e sociais com a pretensão de se incorporarem ao desenvolvimento dos mercados internacionais, partindo de condições certamente diferentes às que existiam em outras regiões emergentes, como as da América Latina e da Ásia Oriental” (ibidem, p. 183).

⁵³ De um total de 125 bilhões de dólares, a América Latina é responsável pela metade das obrigações criadas pelas áreas emergentes (88% concentrados em apenas três países: México, Brasil e Argentina), sendo que uma parte dessas emissões corresponde a bônus públicos vinculados aos pagamentos da renegociação da dívida externa, que ainda se arrasta desde os anos 1980. Ver ibidem, p. 170.

Tabela 11
Acesso dos países “emergentes” aos mercados internacionais de capitais
1992-96

	Em US\$ bilhões				
	1992	1993	1994	1995	1996
América Latina					
Empréstimos	1,0	2,2	1,7	4,2	4,4
Obrigações	8,2	24,9	16,6	20,8	51,5
Ações	1,3	3,0	2,8	2,1	3,2
Instrumentos securitizados ¹	5,4	6,6	10,9	9,7	11,7
Ásia Oriental²					
Empréstimos	11,8	15,7	19,9	26,3	24,0
Obrigações	5,7	20,0	25,3	18,2	35,6
Ações	2,3	4,7	7,8	10,3	13,7
Instrumentos securitizados ¹	1,9	1,8	3,9	13,7	17,1
Europa Central e Oriental³					
Empréstimos	0,2	0,6	1,2	2,3	4,4
Obrigações	1,2	5,7	2,3	4,0	3,0
Ações	—	—	—	—	0,2

Fonte: OCDE. *Financial Market Trends* (in: Palazuelos, op. cit.).

(1) Programas de emissão de curobilhetes de tesouraria e curonotas de médio prazo.

(2) Coréia do Sul, China, Hong Kong, Indonésia, Tailândia, Malásia, Cingapura, Filipinas, Taiwan, Macau, Papua Nova Guiné e Vietnã.

(3) Hungria, República Checa, Polônia, Croácia, Estônia, Letônia, Lituânia, Eslováquia e Eslovênia.

Apesar da crescente integração dos “emergentes” aos mercados financeiros internacionais, estes não absorveram, segundo dados do FMI, mais do que 15% dos capitais mundiais em busca de aplicações — capitais que vêm sempre privilegiando a manutenção de um alto grau de liquidez e que preferem as aplicações em bônus.⁵⁴ Todavia, as decisões de arbitragem e de especulação tomadas pelos gestores mundiais das principais carteiras de ativos — sobretudo o cruzamento do “preço” das divisas e o nível das taxas de juros — têm conseqüências profundas sobre as políticas macroeconômicas desses países periféricos, os quais se encontram numa posição de absoluta subordinação dentro do regime de acumulação sob dominância financeira e apresentam forte dependência externa e vulnerabilidade financeira.

4.2 Os atores dos mercados financeiros internacionais

O panorama financeiro internacional no final do século XX apresenta quatro grandes protagonistas: as grandes corporações industriais internacionais, os

⁵⁴ Cf. FMI, op. cit.; Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., pp. 30-31.

investidores institucionais, os grandes bancos e os poderes públicos. As corporações internacionais (“transnacionais”), agentes responsáveis pelos grandes investimentos diretos e por expressiva fatia do comércio internacional, promoveram um entrelaçamento da gestão financeira entre matrizes e empresas filiais e encontram grandes oportunidades de captar e investir recursos financeiros em condições vantajosas no novo regime monetário e financeiro, auferindo substanciais lucros ao custo de uma redução do horizonte temporal de valorização do capital industrial (*short-termism*) e de mudanças nas estratégias de investimento, sob influência da esfera financeira e da preferência pela liquidez (subordinação das estruturas produtivas a uma lógica financeira especulativa e “curto-prazista”). Os investidores institucionais (fundos de pensão, companhias de seguro e companhias coletivas de investimento — fundos mútuos) converteram-se em instituições emblemáticas e atores principais do regime de acumulação sob dominância financeira, graças à grande dotação de capital de que dispõem, ao expressivo volume e tamanho das operações que realizam, à diversificação de suas carteiras (com forte participação no capital das empresas do setor produtivo, permitindo-lhes interferir nas estratégias de investimento dos grandes grupos industriais) e à forte e crescente participação nos diversos mercados (divisas, obrigações, ações e derivativos). Os grandes bancos, embora tenham sofrido com o processo de desintermediação financeira e com a intensa concorrência representada pelas instituições financeiras não-bancárias, enfrentaram um forte processo de concentração empresarial e de internacionalização (tendência rumo ao banco universal ou à *holding* bancária diversificada — multibanco) e lograram reorientar sua atuação para atividades gestoras e inversoras e para a prestação de serviços mediante cobrança de comissões, recompondo suas fontes de receitas. Já os poderes públicos (governos e bancos centrais), embora autolimitem sua capacidade de intervenção em favor dos agentes privados dos mercados financeiros, desempenham um papel-chave no processo de transferência de renda da sociedade para a esfera financeira, mediante a gestão da dívida pública.

Grandes corporações industriais internacionais

As grandes corporações ou grupos industriais com atuação internacional (os grupos “transnacionais” ou “multinacionais”) protagonizam o comércio internacional e os grandes investimentos diretos e em carteira, exercendo poderoso impacto sobre os sistemas produtivos nacionais e sobre o emprego. Entre 1970 e 1995 o número de

empresas multinacionais multiplicou-se por sete, totalizando aproximadamente 37 mil firmas.⁵⁵ Em virtude da liderança produtiva, tecnológica e comercial desfrutada nas principais linhas de produtos industriais, algumas grandes corporações hoje movimentam um volume de negócios superior ao PIB de muitos países desenvolvidos. As duzentas maiores multinacionais, cujo capital conjunto equivalia a 17% do PIB mundial em 1960 e a pouco mais de 24% em 1982, alcançaram nada menos do que 32% do PIB mundial em 1995, cabendo a algumas centenas de grupos a realização de um fluxo interempresas equivalente a cerca de 30% do comércio mundial.⁵⁶ Esses grandes grupos têm, portanto, uma presença decisiva no comércio internacional, uma vez que efetuam mais da metade de suas vendas em países diferentes daqueles aos quais pertencem suas matrizes. Nos Estados Unidos, principal economia mundial, estima-se que 55% de seu comércio exterior seja realizado por corporações transnacionais: o intercâmbio entre as matrizes norte-americanas e suas filiais no exterior corresponde a aproximadamente 30% das exportações e a 20% das importações do país, ao passo que o intercâmbio entre as empresas filiais estrangeiras instaladas nos Estados Unidos e suas matrizes no exterior representa 25% das exportações e 35% das importações.⁵⁷

A hegemonia dos grandes grupos industriais sobre os fluxos comerciais e de investimentos, graças às suas extensas redes de produção e de distribuição, confere-lhes papel decisivo no cenário financeiro internacional no contexto do novo regime de acumulação. A escala planetária de suas intervenções e a forte articulação comercial e financeira estabelecida entre matrizes e filiais — articulação que constitui em si mesma um enorme mercado financeiro privado em escala mundial — garantiram às grandes corporações condições privilegiadas para conhecer o funcionamento dos mercados financeiros internacionais e neles operar de forma a explorar as oportunidades de captação e investimento de recursos financeiros em condições vantajosas, lançando mão de fontes de financiamento menos onerosas e obtendo ganhos financeiros expressivos, atuando como poderosos investidores.

[...] os departamentos financeiros dessas corporações funcionam como se fossem grandes bancos transnacionais. Em virtude disso, desde que se iniciou a expansão das relações financeiras internacionais nos anos 1970, essas corporações puderam desenhar de maneira mais eficaz suas estratégias de financiamento para captar empréstimos, emitir títulos de toda espécie e negociar produtos derivativos segundo sua conveniência. Da mesma maneira, para além de suas próprias necessidades de

⁵⁵ Cf. FMI. *World Economic Outlook*. Washington D. C., maio de 1997.

⁵⁶ Cf. Serfati, op. cit., p. 141; Palazuclos, op. cit., p. 154.

⁵⁷ Cf. dados do Departamento de Comércio dos Estados (*Statistical Abstract*), reunidos por Palazuclos, op. cit., cap. 4.

financiamento para realizar investimentos ou compras comerciais, essas grandes empresas se converteram em poderosos investidores que participam no mercado de divisas e adquirem obrigações, instrumentos securitizados ou produtos derivativos criados por outras entidades, com o propósito de obter importantes ganhos financeiros.”⁵⁸

A ascensão da esfera financeira nos anos 1980, estimulada pelo novo regime monetário e financeiro (remuneração elevada do dinheiro e câmbio flutuante), pelos processos de liberalização e desregulamentação e pelas múltiplas inovações financeiras, elevou o grau de liquidez e a mobilidade dos recursos centralizados pelos grandes grupos industriais e provocou a explosão de suas atividades financeiras, com diversificação e expansão de seus serviços, aumento exponencial das aplicações e fortalecimento de seus departamentos financeiros (aumento da influência dos diretores financeiros). Por um lado, aumentaram as possibilidades de transformação do disponível em caixa em capital de empréstimo, bem como sua rápida reconversão em dinheiro; por outro, os grupos encontraram nos mercados de câmbio um leque muito amplo de instrumentos capazes de mobilizar sua liquidez num prazo muito curto. O desenvolvimento dos mercados de capitais e a desregulamentação proporcionaram às corporações industriais acesso direto aos mercados financeiros e a possibilidade de colocar títulos de curto e de médio prazo, sem a intermediação bancária. O capital-dinheiro, sob a forma de carteira de ações, obrigações e títulos variados, passou a ser deslocado e mobilizado pelas grandes corporações sem limite de tempo ou de espaço, uma vez que os mercados financeiros são estreitamente conectados e funcionam continuamente. A disponibilidade de capitais com esse grau de mobilidade e liquidez e a experiência nos mercados mundiais, aliadas a uma gestão centralizada de caixa⁵⁹ e à ampliação das opções de investimento, transformaram os grupos em grandes aplicadores financeiros internacionais, aproveitando as oportunidades para obter lucros puramente financeiros (às vezes também prejuízos expressivos) nos diversos mercados

⁵⁸ Palazuelos, op. cit., p. 155.

⁵⁹ A gestão centralizada dos recursos de caixa fornece aos grupos pelo menos três vantagens: aumenta o “poder de fogo” das intervenções nos diversos segmentos dos mercados financeiros internacionais, garantindo a obtenção de tarifas mais competitivas nesses mercados; reduz os custos das transações pagas aos bancos, uma vez que é o caixa do grupo que se encarrega das compensações; e permite tirar proveito dos movimentos e dos prazos constantes dos regulamentos e de outras diferenças nacionais, utilizando os caixas das filiais para favorecer, por exemplo, operações com divisas. Segundo Serfati, as atividades de caixa dos grandes grupos industriais funcionam hoje como centros de lucro (antes eram departamentos funcionais que geravam liquidez, passando a departamentos de gestão de riscos financeiros nos anos 1970). “A gestão de caixa se transformou numa função essencial que é hoje assumida pelo mais alto nível de direção, o que os teóricos da gestão financeira chamam de gestão global dos fluxos de caixa multdivisas. A ‘obrigação de resultados’ que decorre disso leva os grupos não somente a intervir permanentemente nos mercados de câmbio, como também a desenvolver comportamentos especulativos” (Serfati, op. cit., p. 149).

financeiros, especialmente nos de câmbio e de derivativos. Segundo Serfati, a presença ativa dos grupos industriais no sistema financeiro mundializado, formado a partir de meados dos anos 1970, modificou profundamente suas decisões estratégicas quanto ao modo de valorização de seu capital. As fronteiras entre as atividades financeiras e as industriais dos grandes grupos se diluíram progressivamente, transformando-os cada vez mais em grupos financeiros. Embora tenham preponderância industrial, suas atividades de produção, num contexto de grande incerteza quanto às perspectivas econômicas e ao horizonte das atividades industriais, estão cada vez mais encerradas na rede de contradições e de oportunidades criadas pelas “finanças globais”, fazendo com que as estratégias de valorização do capital-dinheiro detido por esses grandes grupos sejam marcadas pela interpenetração permanente das formas produtivas e financeiras.⁶⁰ As incertezas quanto ao futuro das atividades industriais estimulou a busca de meios mais rápidos para rentabilizar o capital, infundindo a lógica “curto-prazista” dos mercados financeiros nas estratégias de investimento dos grandes grupos. Sob a influência da esfera financeira e da preferência pela liquidez, houve uma redução do horizonte temporal de valorização do capital industrial (o chamado “*short-termism*”). Parte dos recursos detidos pelas corporações e anteriormente destinados à valorização produtiva passou a ser retirada do ciclo de produção, sendo mantida sob uma forma líquida e mobilizada para aplicações financeiras de curto prazo, que se tomaram altamente atraentes e rentáveis graças à nova configuração do regime monetário e financeiro (manutenção de taxas de juros reais elevadas e taxas de câmbio flutuantes).

⁶⁰ O próprio conceito de *grupo* já traduz essa interpenetração entre as formas de valorização produtiva e financeira. Segundo Serfati (*idem*, pp. 142 e 146), cada grupo “possui à sua frente uma sociedade *holding* que centraliza os ativos, qualificados de ‘produtivos’ e ‘financeiros’, e que são geradores de lucros. [...] as clivagens entre essas duas formas de valorização, freqüentemente consideradas como ‘polares’, são hoje menos claramente demarcadas do que se pensa. O recurso à noção de capital, considerado como uma massa de dinheiro suscetível de se valorizar ($D' \text{ acumulado} > D \text{ antecipado}$), permite compreender que os grupos dispõem de meios diversificados que facilitam uma circulação do capital-dinheiro (ou capital monetário), no seio do qual as formas produtivas e financeiras se interpenetram permanentemente. [...] A razão de ser quase exclusiva da sociedade *holding* [...] é precisamente organizar uma gestão centralizada do capital-dinheiro sob a forma de ativos geradores de rendimentos, quer estes ativos representem um capital produtivo valorizado nas filiais ‘industriais’ ou se componham de direitos de propriedade e de créditos destinados à valorização nos mercados financeiros”. De fato, segundo a definição de Morin, *grupo* é o “conjunto formado por uma sociedade-mãe (chamada normalmente de *holding* do grupo) e as sociedades filiais que estão sob o seu controle. Assim, a sociedade-mãe é acima de tudo um centro de decisão financeira; enquanto as sociedades sob seu controle não passam, na maior parte das vezes, de sociedades exploradas. O papel essencial de uma sociedade-mãe é a arbitragem permanente das participações financeiras que ela detém, em função da rentabilidade dos capitais envolvidos. É a função de arbitragem da sociedade-mãe que confere ao grupo o seu caráter financeiro” (Morin, F. *La Structure financière du capitalisme français*, Paris: Calmann-Levy, 1974, p. 19, apud Serfati, *op. cit.*, pp. 143-144).

Com a mundialização do capital e o desencadeamento do processo de liberalização e de desregulamentação financeiras, o horizonte das empresas se tornou planetário. Os grupos industriais passaram a ter uma estratégia de valorização diferenciada ou “global” do capital, na medida em que tal estratégia se baseia numa valorização extremamente diversificada do seu capital. Segundo Serfati, os grupos dispõem de duas formas “polares” de valorização de seu capital: os investimentos industriais realizados pelas filiais e os investimentos puramente financeiros realizados nos mercados.⁶¹ Contudo, o triunfo do capital-dinheiro no “capitalismo fim-de-século” e a centralização de direitos de propriedade e de créditos de natureza diversa (os quais certificam o direito de seus detentores a uma participação no valor criado) permitiram aos grupos, também, a apropriação do controle de uma parte da “cadeia de valor” criada por outras unidades de produção — os acordos de cooperação com parceiros de força inferior, os contratos de terceirização ou a constituição de “redes de empresas” têm freqüentemente essa finalidade. Essas formas diversificadas de valorização do capital-dinheiro atestam a redução de fronteiras entre os rendimentos apropriados pelos grupos que resultam da criação de valor ligada à atividade produtiva e aqueles que são fruto da captação (graças à detenção de direitos de propriedade e de créditos) de uma fração do valor criado por uma produção exterior ao grupo. Além disso, esses direitos e créditos podem servir de base a uma valorização puramente financeira nos mercados, graças à sua circulação contínua ao longo de uma cadeia de transações automatizadas que têm como elos as salas de mercado das grandes corporações e dos bancos. Trata-se de um movimento do capital-dinheiro no qual as formas produtivas e as financeiras se cruzam permanentemente. Contudo, apesar da estreita inter-relação entre as atividades produtivas, que criam valores, e as atividades financeiras, em que os capitais se valorizam, há, desde o início dos 1980, um evidente aumento da importância das operações puramente financeiras dos grupos industriais. Nesse contexto, a mundialização financeira permitiu que os grandes grupos inflitsem a

⁶¹ Ver Serfati, *op. cit.*, pp. 142-147. Contudo, é importante distinguir os níveis micro e macroeconômicos de análise: “Nas contas dos grupos industriais, os rendimentos obtidos com a valorização dos diferentes tipos de capital são somados para formar o lucro, que resulta, assim, de uma valorização global do capital. Mas, sob o ponto de vista da escala de reprodução de conjunto do capital (macroeconômica), é diferente. Os rendimentos financeiros, ou seja, os que são obtidos através das diversas formas de aplicação do capital-dinheiro, constituem retiradas antecipadas sobre o valor criado. O crédito outorgado pelo banqueiro ou o dinheiro coletado, quando da emissão de ações e obrigações, podem, sem dúvida, ser considerados como auxiliares da acumulação, por permitirem o desenvolvimento do ciclo produtivo sem os entraves que causam muitos compromissos financeiros. Mas, essencialmente, eles causam conflitos quando se trata de dividir o excedente do valor criado no processo produtivo entre o lucro retido pela empresa, e destinado a ser reinvestido, de um lado, e a remuneração do capital emprestado (juros) ou investido em títulos de propriedade (dividendos), de outro” (pp. 169-170).

valorização do capital para os “mercados financeiros”. A gestão de caixa centralizada permitiu-lhes aumentar o grau de liquidez do capital, dotando-os de um “poder de fogo” financeiro eficaz para intervir nos diversos mercados financeiros internacionais, particularmente no instável mercado de divisas — o qual, após a explosão de Bretton Woods e a instituição de taxas de câmbio flutuantes, se tornou progressivamente o centro das atenções dos grupos multinacionais e o epicentro do sistema financeiro mundializado.

“[...] a busca de lucros financeiros rápidos encontrou um terreno propício nos mercados de câmbio, onde os grupos, por sua atividade mundial, são levados a instituir uma gestão centralizada de seu caixa. Essa gestão foi incentivada pelas medidas de desregulamentação, de abertura dos mercados, assim como pelas constantes inovações. [Entretanto], os grupos industriais estão envolvidos num movimento cumulativo: desenvolvem suas capacidades e reforçam seus departamentos financeiros e de caixa para fazer face à instabilidade financeira e à extrema volatilidade dos mercados de câmbio. Mas ao fazer isso eles se tornam agentes principais, nesses mercados, ao lado dos bancos e dos investidores institucionais, e sua intervenção contribui para agravar a instabilidade financeira, pois ela conduz à transformação das moedas nacionais em simples ativos financeiros. O nível e a orientação de seus investimentos industriais são cada vez mais moldados por essa atitude, o que agrava, por sua vez, a estagnação econômica.”⁶²

Conforme observa Serfati, os ganhos produzidos pela intervenção ativa nos mercados de câmbio e de juros exercem um poderoso magnetismo sobre as direções dos grandes grupos industriais, num contexto em que a concorrência se exacerba e dificulta o exercício de suas funções normais, isto é, a valorização do capital produtivo. Os tesoureiros das grandes corporações são incitados a compensar, por meio de intervenções no mercado de câmbio, as diminuições das margens que as direções são por vezes forçadas a consentir em razão da concorrência ou da redução da atividade econômica. Esse comportamento aumenta a importância das estruturas ligadas às atividades financeiras puras (departamentos financeiros) e coloca cada vez mais frequentemente os grupos industriais na vanguarda das inovações financeiras, como, por exemplo, nos mercados de derivativos (desenvolvimento de técnicas de modelação e complexos programas de derivativos). Com os derivativos, os grupos buscam cobertura para as variações das taxas de câmbio e de juros, já que estas podem provocar mudanças importantes nas receitas e nos gastos ligados aos contratos

⁶² *Ibidem*, pp. 142 e 151. O autor enfatiza, contudo, que a dimensão financeira da atividade dos grandes grupos é objeto de raras análises, em virtude da inexistência de dados e de estatísticas confiáveis. “Os organismos internacionais ainda não têm disponíveis dados sintéticos sobre a intervenção dos grandes grupos mundiais nos mercados de câmbio, nos quais as transações financeiras quotidianas, em 1995, teriam atingido, segundo o BIS, 1,24 trilhão de dólares. Os poucos elementos disponíveis indicam, contudo, que os grandes grupos intervêm nesses mercados de forma organizada e frequentemente maciça” (pp. 141-142).

comerciais. Embora as perdas também possam ser retumbantes, pesquisas junto aos maiores grupos norte-americanos revelam que eles não pretendem se retirar dos mercados de derivativos, pois estes já fazem parte de seu horizonte estratégico. Para as grandes corporações, a utilização de novos instrumentos (como o *hedge* cambial) passa a ser mais importante do que definição de novas linhas de investimento. Na verdade (conforme já enfatizado), com as mutações ocorridas no cenário financeiro internacional a partir dos anos 1980 a distinção tradicional entre cobertura e especulação é cada vez mais tênue.⁶³

A importância crescente adquirida pelos departamentos financeiros revela a transformação qualitativa sofrida pelos grupos industriais no novo regime de acumulação. Para um grande grupo internacional, qualquer decisão no domínio industrial, mesmo que se situe num horizonte de curto prazo, deve levar em conta uma multiplicidade de variáveis financeiras (evolução das taxas de câmbio, comparação das taxas de juros segundo prazos e países etc.), isto é, as decisões industriais dependem de variáveis financeiras — são condicionados pela lógica “curto-prazista” dos mercados financeiros (*short-termism*) — e os ganhos ou perdas podem ser consideráveis em termos de volume de negócios e de resultados.⁶⁴ Pelo volume de negócios que movimentam, alguns grupos dispõem de salas de mercado que nada deixam a desejar às dos bancos (chegam até mesmo a vender serviços de engenharia financeira a outras empresas). Com a mundialização financeira e o aumento das oportunidades de ganhos estritamente financeiros, as grandes corporações sofreram uma “financeirização”, isto é, desenvolveram-se como pólo do capital financeiro ou do capital-dinheiro concentrado, contribuindo, juntamente com as instituições bancárias e com os investidores institucionais, para a financeirização da economia mundial.⁶⁵

“O que se denomina financeirização dos grupos [...] significa, em particular, uma multiplicação dos circuitos diretos de valorização D-D’ (quer dizer, sem passar pelo ciclo de produção). Esse é o caso quando emitir títulos e recorrer ao endividamento

⁶³ *Ibidem*, pp. 152-154.

⁶⁴ Para as corporações modernas, segundo Braga (*op. cit.*, p. 163), dispor de um estoque de riqueza líquida é considerado um objetivo em si mesmo. Contudo, utilizar esta riqueza para produzir mais ou para especular depende da política econômica e das condições macroeconômicas expressas nos regimes monetário, cambial e fiscal prevalentes. Parece claro que os regimes monetário, cambial e fiscal predominantes no novo regime de acumulação, que configuram o novo regime monetário e financeiro hegemônico, estimulam a especulação. Embora Braga cite a Alemanha como um caso em que as corporações têm uma performance mais “produtivista” (conquanto reconheça que finanças e liquidez tenham se tornado estratégicas também no caso das corporações alemãs, mas não com uma exacerbação análoga aos casos americano e japonês), os acontecimentos da década de 1990 parecem indicar que o padrão de desenvolvimento alemão vai progressivamente perdendo suas linhas de resistência, sendo aos poucos enquadrado pelo padrão hegemônico norte-americano.

⁶⁵ Cf. Serfati, *op. cit.*, pp. 151-152 e 158. A financeirização da economia mundial será objeto de discussão do próximo capítulo.

bancário, ou não-intermediado, fornece, aos grupos, recursos que eles utilizam para adquirir valores mobiliários e/ou quando se tornam, por sua vez, credores, subscrevendo bônus do Tesouro e papéis comerciais ou bancários. Como P.-B. Ruffini precisa, com razão, a globalização dos mercados (desregulamentação, desintermediação, abertura) 'torna possível, ao interferir em tudo, a interconexão estreita das operações de endividamento, aplicações, cobertura (opções, *swaps*). [...] Isso pode conduzir o caixa a endividar-se sem que a empresa tenha uma imperiosa necessidade de fundos, mas, simplesmente, porque as condições de mercado são vantajosas'."⁶⁶

De fato, a possibilidade de auferir ganhos expressivos com a atividade financeira estimulou os grupos, desde o início dos anos 1980, a recorrer ao endividamento e ao levantamento de fundos próprios com o propósito de financiar a aquisição de ativos financeiros — aquisições que progrediram consideravelmente, em que pesem as dificuldades em se mensurar a atividade dos grandes grupos nos mercados financeiros internacionais.⁶⁷ Apenas uma pequena parte dos recursos mobilizados foi transformada em capital produtivo, o que indica uma mudança importante na natureza e na finalidade da dívida no novo regime monetário e financeiro, destinada prioritariamente a acrescentar rentabilidade aos ativos já existentes, em lugar de financiar novos ativos, como ocorria no regime fordista. O crescimento expressivo do valor dos ativos financeiros desde os anos 1980 foi amplamente alimentado pelo aumento significativo de uma demanda facilitada pelo recurso ao endividamento e ao levantamento de fundos próprios. Essa elevação das cotações dos ativos beneficiou os grupos compradores, seja pelos lucros obtidos com a revenda, seja pela utilização desses ativos como garantia para a aquisição de novos ativos (créditos, obrigações ou ações). Desde a consolidação do novo regime monetário e financeiro a fixação do nível de recursos emprestados pelas grandes corporações é menos motivada pela necessidade de financiamento da atividade produtiva do que pelas oportunidades oferecidas pelos mercados financeiros

⁶⁶ Ibidem, p. 166 (o texto de P.-B. Ruffini citado é "L'internationalisation du financement de l'industrie". In: Aréna et alii (eds.). *Traité d'économie industrielle*, p. 757).

⁶⁷ Segundo Serfati, a carência de dados dificulta a avaliação e a mensuração dos movimentos financeiros dos grandes grupos industriais. As três principais fontes de pesquisa — os balanços de pagamentos, as pesquisas do BIS e os bancos centrais — apresentam inúmeros problemas (ex.: analisam-se empresas, e não grupos; entretanto, o comportamento das empresas é muito diferente, conforme elas sejam independentes ou filiais de grupos: a organização em grupo goza de grandes vantagens, particularmente na obtenção de níveis mais elevados de rentabilidade financeira, dadas as melhores condições de empréstimo, o acesso mais fácil e barato ao mercado de fundos próprios etc.), ao passo que as fontes das empresas geralmente não dão informações para as imobilizações financeiras e os valores mobiliários de investimento. Assim, o papel crescente dos grandes grupos multinacionais nos mercados financeiros internacionais é minimizado pelas estatísticas oficiais, que mostram que uma grande parte das transações (em torno de 80%) consiste de operações interbancárias, quando na verdade é cada vez mais difícil diferenciar essas operações daquelas realizadas pelas instituições não-financeiras, isto é, pelas grandes corporações (ibidem, pp. 160-161).

internacionais.

“[...] há algo de radicalmente novo nesse comportamento [...], que consiste em levantar recursos (ações/obrigações/endividamento) para transformá-los em formas variadas de ativos financeiros (ações/obrigações/títulos de crédito). A circulação de créditos e de direitos de propriedade que disso resultou, além de ter provocado uma dilatação do seu valor, que revela parcialmente a progressão dos ativos financeiros no balanço dos grupos, distendeu igualmente, ao extremo, os laços entre a circulação desses ativos e o movimento próprio do capital produtivo. Confirma-se, assim, que os grupos industriais são um dos vetores mais poderosos da autonomização da circulação financeira e da dilatação desmesurada, mas puramente nominal, desse capital, conferindo-lhe um caráter amplamente ‘fictício’, no sentido dado por Marx. Certamente, a dissociação entre a forma financeira do capital e sua forma produtiva não é um fenômeno novo [...], mas a globalização financeira impulsionou a um grau até então desconhecido esse ‘desdobramento’ do capital, do qual um dos aspectos é a autonomização crescente da esfera financeira. Essa evolução confirma [...] que não é possível analisar a estratégia e o comportamento dos grupos partindo apenas de sua componente industrial, mas é necessário fazer uma abordagem global da valorização de seu capital. Certamente, suas ‘competências básicas’ permanecem, por definição, sendo as atividades de produção. Mas as dimensões financeiras do movimento do capital tornaram-se onipresentes; elas criaram, no interior do grupo, tensões entre aqueles cujo futuro está ligado às ‘atividades’ do grupo e aqueles para os quais o critério fundamental é o ‘painel de controle’ que anuncia todos os trimestres os dividendos que vão ser disponibilizados. Encontram-se, mesmo, alguns grupos cuja atividade de produção está em grande dificuldade, às vezes desagregada, e que têm, ao mesmo tempo, aumentado seu ‘poder de fogo financeiro’, obtendo importantes resultados com produtos financeiros [...] ou perdas espetaculares.”⁶⁸

As tensões apontadas por Serfati entre a tecnoestrutura ligada às atividades produtivas e os operadores financeiros ligados ao “painel de controle” das corporações se tornam mais intensas à medida que o novo regime monetário e financeiro se consolida em âmbito mundial e traz consigo o fortalecimento crescente dos investidores institucionais, os quais figuram cada vez mais como acionistas principais e controladores das empresas, subordinando as atividades e as estratégias de acumulação dos grandes grupos industriais e transformando profundamente as relações internas das empresas mediante a implementação dos novos princípios do *corporate governance* (“governos de empresa”), que consagram a supremacia da lógica financeira na gestão de empresas e de bancos. Nesse sistema, desenvolvido a partir dos Estados Unidos, os investidores institucionais impõem seus critérios de gestão às empresas cujos capitais e dívidas controlam — critérios nos quais a prioridade é a defesa dos direitos e dos lucros dos acionistas —, contribuindo para consolidar um modo de regulação de características eminentemente rentistas.

⁶⁸ Ibidem, pp. 168-169.

“A difusão internacional dos princípios do *corporate governance* impulsionada pelos investidores institucionais anglo-saxônicos contribui para a internacionalização de uma regulação rentista mundializada na qual os principais países-fonte do capital-dinheiro concentrado são colocados no centro de uma vasta rede, que se nutre de uma parte crescente do valor produzido no mundo inteiro. Essa afirmação supõe um esclarecimento do termo ‘rentista’. Enquanto, do fim do século XIX até por volta da Primeira Guerra Mundial, essa palavra designava sobretudo uma classe social composta essencialmente por indivíduos cuja poupança era investida, mais freqüentemente em escala internacional, por intermédio dos bancos, hoje o coração do dispositivo é ocupado pelos investidores institucionais. [...] a nova camada de gestores [camada social ligada mais diretamente à gestão dos investimentos dos investidores institucionais] merece ser designada como símbolo da principal forma contemporânea do capital rentista. [...] o *corporate governance* aparece como a sistematização gestora de uma prática onde o capital-dinheiro concentrado conseguiu subordinar a seu proveito facções cada vez mais importantes do aparelho produtivo (indústria e serviços), e isto tanto em escala nacional como internacional.”⁶⁹

Há, portanto, uma redistribuição do poder dentro das corporações, que se faz em detrimento dos empresários (tecnoestrutura). As empresas dos grandes grupos são cada vez mais consideradas “ativos geradores de rendimentos” pelos investidores institucionais, cujos representantes nos conselhos de direção das *holdings* (cúpula de todos os grupos organizados) estão preocupados com a distribuição de dividendos. As empresas são geridas, assim, segundo critérios puramente financeiros, devendo satisfazer objetivos de rentabilidade financeira, a curto prazo, dos organismos de gestão coletiva da poupança. O encurtamento do horizonte temporal da empresa (“curto-prazismo”), em detrimento do investimento e do crescimento de longo prazo, é uma das conseqüências imediatas dessa lógica. Sob a pressão dos mercados financeiros e dos administradores dos fundos de pensão e de investimento, os dirigentes das empresas passam a privilegiar a satisfação dos impulsos imediatistas de um corpo de acionistas preocupado exclusivamente com a rentabilidade financeira de seus ativos.⁷⁰ Essa situação, que prevalece na economia hegemônica — os Estados Unidos —, tende a se propagar para outros países industrializados em razão da disseminação e consolidação do novo regime monetário e financeiro e do triunfo da mundialização financeira.

“O aumento do grau de liquidez do capital detido pelos grupos resulta, também, da pressão cada vez mais forte exercida por intermédio dos *corporate governances*. Aqui, é essencialmente sob a forma de ativos de rendimentos que eles são considerados, sendo que as instituições financeiras que neles intervêm tendem a aplicar a norma da taxa de rendimento dos capitais investidos nos grupos. Esse fenômeno evidencia-se de forma mais acentuada quando os investidores institucionais — e, em primeiro lugar, os

⁶⁹ Farnetti, Richard. “O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 205-206.

⁷⁰ Cf. Plihon, op. cit., pp. 125-126.

mutual funds e os *pension funds* — figuram, como é cada vez mais o caso, entre os acionistas mais significativos dos grupos, porque o encurtamento do tempo de retorno e a lógica do ‘curto-prazismo’ se impõem como uma exigência suplementar. A dimensão industrial dos grupos pouco importa; ela não passa de direito de propriedade que eles se esforçam em valorizar o mais rápido possível. Ora, o poder crescente dos investidores institucionais constitui uma inovação maior nas relações entre indústria e finanças. Desde o início dos 90, nos Estados Unidos, a fatia do capital das empresas detida pelos investidores institucionais aumentou consideravelmente [...]. As ações das empresas passaram a representar 50% de seus ativos. Uma situação análoga prevalece no Reino Unido. A globalização financeira fornece às instituições financeiras um meio de estender sua intervenção a todos os países onde lhes aparecem oportunidades. Se o capitalismo ‘à francesa’ ainda protege os grupos industriais, o período recente mostra que se tornará cada vez mais difícil para eles a oposição à entrada dessas instituições no capital dos grupos e também resistir às exigências dos ‘mercados’ (financeiros, naturalmente).⁷¹

A aceleração do processo de financeirização dos grupos industriais a partir dos anos 1980 e o maior peso das finanças em suas múltiplas formas, particularmente na forma direta dos *corporate governance* (controle dos investidores institucionais sobre a esfera produtiva), fizeram com que — segundo Chesnais — o modelo de capitalismo norte-americano ganhasse terreno em comparação ao chamado “modelo renano” ou alemão (isto é, um modelo de “finanças industrializantes”, no qual as finanças servem de esteio à acumulação produtiva, havendo uma sinergia orgânica e dinâmica entre os sistemas industrial e financeiro).⁷² Os horizontes de valorização do capital produtivo impostos pelos mercados financeiros (cada vez mais caracterizados pelo “curto-prazismo”), acentuados pela entrada dos investidores institucionais na esfera da propriedade do capital industrial, tiveram efeitos negativos sobre o investimento material e imaterial (P&D, formação etc.) no novo regime de acumulação, bem como sobre o emprego.⁷³ A instauração e sistematização dos *corporate governances* é tanto

⁷¹ Serfati, op. cit., pp. 176-177.

⁷² Para uma discussão aprofundada do conceito de “finanças industrializantes” e uma comparação detalhada entre os modelos norte-americano, alemão e japonês de gestão da riqueza, ver Braga (op. cit.). No caso específico da Alemanha, um estudo de Aldrighi que focaliza os mecanismos de governança das empresas alemãs, dando ênfase às mudanças que vêm ocorrendo no cenário financeiro e empresarial alemão desde o início dos anos 1990, refuta a idéia de que o modelo anglo-saxão já tenha conseguido se impor nesse país. “Duas questões interrelacionadas são discutidas: 1) a extensão na qual a crescente integração dos mercados financeiros e dos produtos tem afetado o padrão de governança das empresas alemãs; 2) a hipótese de convergência desse padrão com o que prevalece nos Estados Unidos. Argumenta-se que, a despeito das profundas transformações no modo como as empresas alemãs são controladas, permanecem diferenças marcantes em relação ao modelo anglo-saxão. Assim, a evidência disponível até o momento não é suficiente para corroborar a suposição de que esteja ocorrendo uma convergência” (Aldrighi, Dante M. “Corporate governance in Germany: an assessment of the convergence hypothesis”. *Estudos Econômicos*. São Paulo: IPE-USP, vol. 30, n° 1, 2000).

⁷³ Cf. Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 261. A relação entre o processo de financeirização e o investimento produtivo, isto é, entre a esfera financeira dominante e a esfera produtiva subordinada no regime de acumulação sob dominância financeira, será

mais nociva na medida em que vem acompanhada de outra inovação do capitalismo anglo-saxão, a *reengineering* (“reengenharia”), que propõe uma redução brutal dos custos a partir da reorganização dos processos de gestão. É nesse quadro, segundo Serfati, que se deve situar o movimento de concentração industrial por meio do processo de fusões e aquisições de empresas, que vem se desenrolando em todo o mundo desde os anos 1980.

“Esse movimento indica que os grupos são, cada vez mais, considerados [...], antes de tudo, ativos financeiros ‘rentáveis’ e testemunha a guinada que ocorreu a partir dos anos 80. As operações de fusões/aquisições, que balizam a história do capitalismo desde o século XIX, refletem a capacidade de ‘desdobramento do capital’, já que elas permitem uma reestruturação do capital produtivo graças a uma redistribuição dos direitos de propriedade. No entanto, uma das particularidades dessas operações, efetuadas no curso da última década, é que, em vez de contribuir para uma retomada duradoura da acumulação de capital produtivo, elas geralmente se traduzem por um fortalecimento da ‘financeirização’ dos grupos. Os estudos efetuados sobre o movimento de fusões/aquisições nos Estados Unidos indicam que, freqüentemente, o objetivo era colocar as mãos nas empresas visadas, na medida em que estas eram ativos financeiros dos quais se esperava que seus valores nominais inflassem em razão do clima de euforia das bolsas. Dessa alta da cotação dos títulos, os grupos adquirentes esperavam tanto vantajosas mais-valias, quando de sua revenda, como sua avaliação sob a forma de mais-valia latente. Empresas e grupos inteiros foram adquiridos sob essa perspectiva, freqüentemente esfacelados e, depois, revendidos. É certo que a ‘racionalização’ e a modernização do capital produtivo também estejam na origem desse movimento de fusões/aquisições, mas não se pode superestimar essa causa. [...] as operações de fusões/aquisições correspondem a uma reestruturação mais do que a uma acumulação de capital, a primeira representando uma simples transferência de propriedade do capital, enquanto a segunda implica a criação de novas unidades de produção.”⁷⁴

A análise do comportamento dos grupos financeiros no novo regime monetário e financeiro exemplifica com nitidez a passagem de uma “lógica produtiva”, que durante o fordismo impulsionava os grandes grupos para a internacionalização de suas atividades, para uma “lógica financeira”, indicando uma supremacia do movimento de apropriação e captação de valor (movimento do capital-dinheiro) sobre o movimento criador de valor (movimento do capital produtivo, isto é, produção de bens e serviços) no novo regime de acumulação. O capital-dinheiro de empréstimo, que ocupava posição subordinada, de suporte da acumulação produtiva, sofreu uma profunda transformação nos anos 1980 e 1990 com a nova configuração adquirida pelo regime monetário e financeiro, passando a protagonizar o processo: conforme enfatizado no trabalho de Serfati, cada vez mais os grupos industriais, a força de trabalho e o ciclo

abordada também no próximo capítulo.

⁷⁴ Serfati, op. cit., p. 177-179.

produtivo estão em movimento para satisfazer as exigências do capital portador de juros, isto é, as exigências de remuneração do capital “rentista”. No regime de acumulação sob dominância financeira, as estruturas produtivas e os centros de decisão capitalistas passam a estar subordinados a uma lógica financeira, “curto-prazista” e especulativa, e não mais ao desiderato exclusivo de ampliação da capacidade de produção das economias capitalistas.

Investidores institucionais

Os investidores institucionais são os protagonistas mais emblemáticos do novo regime de acumulação e do sistema de finanças de mercado, substituindo os bancos no processo de centralização e concentração do capital financeiro e constituindo-se nos maiores centros de acumulação de lucros financeiros do final do século XX. Essas entidades (sobretudo os fundos de pensão, as companhias seguradoras e os fundos mútuos ou de investimentos coletivos), para as quais é canalizada boa parte da poupança coletiva dos principais países industrializados — especialmente os anglo-saxões, onde surgiram e se desenvolveram com maior rapidez —, desfrutam de um grande poder financeiro no novo contexto do capitalismo mundial, graças à grande dotação de capital que apresentam, ao volume, tamanho e envergadura das operações e atividades que realizam e à crescente diversificação de suas carteiras. Segundo Chesnais,⁷⁵ os investidores institucionais foram os maiores beneficiários das reformas constitutivas da mundialização financeira (liberalização, desregulamentação, passagem às finanças de mercado e “diplomacia do dólar”) e do financiamento dos déficits públicos dos países da OCDE mediante a colocação de títulos nos mercados financeiros. O poderio financeiro alcançado por essas instituições no cenário financeiro internacional, ao longo das décadas de 1980 e 1990, permitiu-lhes obter forte participação e exercer grande influência sobre o comportamento dos mercados financeiros (divisas, obrigações, empréstimos, ações e derivativos) e de um número crescente de empresas do setor produtivo, além de dotá-las de forte capacidade de pressão sobre os governos no sentido de garantir a sustentação dos pilares do novo regime monetário e financeiro (remuneração elevada do dinheiro, câmbio flutuante e transferência de renda para a esfera financeira mediante o mecanismo da dívida pública), absolutamente compatíveis com os seus interesses. Um número relativamente pequeno de investidores institucionais, em particular de fundos de pensão e de

⁷⁵ Ver Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 28.

companhias de seguro, vem dominando uma parcela cada vez mais expressiva dos mercados de capitais, contribuindo para a disseminação internacional de um modo de regulação eminentemente rentista, no qual essas entidades ocupam posição central (são elas que melhor encarnam a forma contemporânea de capital rentista).

“O crescimento das poderosas instituições do capital-dinheiro concentrado que são os fundos de pensão e outros fundos de investimento anglo-saxões está no coração do processo de globalização financeira internacional, que pesa de maneira cada vez mais determinante na evolução econômica mundial. Através do endividamento público, os governos, apesar de soberanos no plano propriamente político, estão, a partir de então, colocados sob a criteriosa vigilância dos investidores institucionais. As intenções desses novos pilares das finanças aparecem claramente quando se procede a um exame das suas carteiras de ativos. De fato, o princípio da liquidez regeu inteiramente a política de investimento dos fundos de pensão [...]. A predileção pela forma securitizada (ações e obrigações) favorece todas as formas de especulação, o que explica parcialmente a intensa atividade acionária tanto nos Estados Unidos como na Grã-Bretanha. Detentores de cerca de dois terços da capitalização acionária destes dois países, as participações dos investidores institucionais são, além disso, caracterizadas por uma grande dispersão, o que induz um tipo de controle particular das empresas, em que uma pequena participação no capital permite exercer um poder de controle importante. Os títulos das dívidas públicas dos Estados devedores e as partes sociais das empresas, no entanto, não constituem o único terreno de frutificação do capital-dinheiro altamente concentrado. Cada vez mais, os fundos de pensão e de investimento anglo-saxões arriscam-se na especulação sobre divisas, sobre matérias-primas e os instrumentos financeiros virtuais altamente sofisticados que são os derivativos, fonte de imensos lucros ou de perdas não menos importantes.”⁷⁶

Após experimentar um crescimento de 268% na década de 1980 (expansão de pouco menos de 14% ao ano, considerando-se apenas os países do G-7, segundo dados do FMI),⁷⁷ o volume de recursos financeiros sob responsabilidade dos investidores institucionais sofreu um incremento de 70% na primeira metade dos anos 1990, atingindo 24,3 trilhões de dólares em 1995 para o conjunto de países da OCDE⁷⁸ — um montante que superava largamente o total de ativos manipulados por qualquer outro ator do sistema financeiro mundial. Na liderança estavam as seguradoras (companhias de seguro de vida e demais companhias de seguros), com pouco mais de 8,5 trilhões de dólares (mais de um terço do total), seguidas pelos fundos de pensão, com 6 trilhões (um quarto), sociedades coletivas de investimento (os fundos mútuos ou de investimento), com 5,6 trilhões, e as demais entidades classificadas como investidores institucionais, totalizando pouco menos de 4 trilhões. Embora sejam

⁷⁶ Farnetti, op. cit., pp. 208-209. Com relação às perdas com operações especulativas nos diversos mercados, Farnetti observa, entretanto, que os investidores institucionais apresentam uma grande capacidade de descarregar as perdas em outras categorias sociais, socializando os prejuízos, seja junto aos contribuintes, seja junto aos acionistas ou aposentados (ver pp. 203-208).

⁷⁷ FMI. *International capital markets...*, op. cit., 1996.

⁷⁸ Cf. OCDE. *Financial Market Trends*, Paris, n° 68, nov. 1997, apud Palazuelos, op. cit., p. 156.

entidades ainda predominantemente anglo-saxãs, os investidores institucionais vêm ganhando cada vez mais espaço nas demais nações desenvolvidas. Os Estados Unidos seguem absolutamente hegemônicos: os investidores institucionais norte-americanos, que duplicaram seus recursos na primeira metade da década de 1990, detinham pouco menos de 12 trilhões de dólares em 1995 (quase a metade do total detido pelo conjunto dos países da OCDE), liderados pelos fundos de pensão, com mais de 4 trilhões de dólares em ativos. No Japão, o volume total de recursos dos investidores institucionais superou os 4 trilhões de dólares em 1995, tendo como entidades mais importantes as seguradoras, especialmente as companhias de seguro de vida. O Reino Unido, com 1,8 trilhão, e a Alemanha, com um trilhão, também tinham nas companhias seguradoras as principais detentoras de recursos institucionais, ao passo que na França, com 600 bilhões de dólares em ativos, a liderança cabia aos fundos de pensão.⁷⁹

A expressiva magnitude dos recursos manipulados pelos investidores institucionais fica mais patente, contudo, quando seus volumes são comparados ao PIB das principais nações desenvolvidas. Segundo dados da OCDE, reunidos por Palazuelos (Tabela 12), os investidores institucionais norte-americanos e britânicos reuniam um montante de ativos financeiros equivalente a mais de 160% de seus respectivos PIBs em 1995.⁸⁰ No Japão, esse montante oscilou em torno de 80% do PIB ao longo da primeira metade dos anos 1990, ao passo que na França alcançou 75% em meados da década e no Canadá pouco menos de 88% no mesmo período. Na Alemanha, embora o total de ativos financeiros dos investidores institucionais não tivesse ainda alcançado a metade do PIB alemão em 1995, foi notável o crescimento experimentado ao longo da primeira metade da década de 1990 (comportamento semelhante podia ser observado na Itália, embora os volumes envolvidos ainda fossem

⁷⁹ Os dados relativos ao montante de ativos detidos pelos investidores institucionais variam muito conforme a fonte utilizada, mas sempre indicam cifras expressivas. A partir de dados extraídos de documento do FMI de 1995, Batista Jr. (op. cit., p. 170) afirma que "os fundos de pensão, as companhias de seguros e os fundos mútuos em cinco dos principais países desenvolvidos (EUA, Japão, Alemanha, Reino Unido e Canadá) administravam US\$ 13 trilhões em ativos em 1993, um valor significativamente maior do que o estoque de US\$ 9 trilhões da dívida governamental dos países do G-7". Já segundo Plihon (op. cit., pp. 124-125), a partir de dados recolhidos junto à imprensa financeira, os investimentos financeiros dos fundos de pensão passaram de 3,9 trilhões de dólares em 1988 para 6,9 trilhões em 1993 (3,6 trilhões só nos Estados Unidos), ao passo que nos organismos de aplicações coletivas em valores mobiliários (OPCVM, ou fundos mútuos) os ativos passaram, entre 1988 e 1993, de 1,8 trilhão para 3 trilhões de dólares (2,1 trilhões nos Estados Unidos).

⁸⁰ Segundo dados do FMI reunidos por Batista Jr. (op. cit., p. 170), os ativos totais dos trezentos maiores investidores institucionais dos Estados Unidos aumentaram de 30% do PIB daquele país em 1975 para mais de 110% do PIB em 1993. No mercado das instituições financeiras norte-americanas, os fundos de pensão e os organismos de aplicações coletivas em valores mobiliários, que respondiam por 16,5% do total de ativos do conjunto das sociedades financeiras em 1970, saltaram para 39,3% de participação em 1993, ao passo que os bancos sofreram uma redução de 37,9% para 25,4% no mesmo período (ver Guttman, op. cit., p. 80).

reduzidos, alcançando apenas um quinto do PIB italiano).

Tabela 12
Ativos financeiros dos investidores institucionais
Países do G-7
1990-1995

	% do PIB			
	1990	1992	1994	1995
Estados Unidos	127,4	145,7	153,5	170,8
Canadá	58,6	66,9	80,9	87,9
Grã-Bretanha	114,5	115,3	149,6	162,3
Alemanha	36,5	33,8	44,2	46,1
França	52,9	58,3	72,5	75,3
Itália	13,3	12,5	19,6	20,6
Japão	87,7	78,1	84,9	77,4

Fonte: OCDE. *Investisseurs institutionnels*. Paris, 1997 (in: Palazuelos, op. cit.).

No que concerne à composição dos ativos dos investidores institucionais, há uma grande diversidade de comportamentos conforme o país de origem dessas instituições. Nos Estados Unidos, segundo dados da OCDE para a primeira metade da década de 1990, as preferências dos investidores institucionais recaem sobre as obrigações (públicas e privadas) e as ações, que respondiam por 76% dos ativos totais em 1995 (Tabela 13). A aquisição de ações é a modalidade preferida pelos investidores da Grã-Bretanha (quase 70%),⁸¹ ao passo que a compra de obrigações é o principal item nas carteiras dos investidores institucionais franceses (65%) e italianos (67%). Obrigações e empréstimos são os ativos preferidos pelos investidores alemães, ao passo que no Japão há uma grande diversificação dos ativos, com participação importante de todas as modalidades. Em todos os países, porém, é notável o contínuo deslocamento de recursos em direção aos títulos na primeira metade dos anos 1990, em detrimento dos empréstimos, tendência observada desde a instauração do novo regime monetário e financeiro.⁸² Ao longo do tempo, seguradoras, fundos de pensão e

⁸¹ A grande participação das ações de empresas nos portfólios dos investidores institucionais norte-americanos e britânicos e os elevados montantes envolvidos revelam o poder crescente dessas entidades sobre os grupos industriais, que passam cada vez mais a ter suas atividades, horizontes de valorização e estratégias de acumulação subordinadas aos interesses de seus controladores (os quais privilegiam a rentabilidade no curto prazo).

⁸² É curioso observar que a análise das carteiras de ativos dos investidores institucionais de cada país permite diferenciar, *grosso modo*, dois modelos de gestão de riqueza ou "dois tipos de capitalismo": o anglo-saxão — que enfatiza o curto prazo — e o alemão (prussiano ou renano) — que privilegia o médio e o longo prazos, recorrendo mais intensamente às operações de crédito. Contudo, se ainda é possível vislumbrar dois modelos de capitalismo e diferenciá-los pela composição das carteiras de

fundos mútuos ampliaram a ênfase no desempenho de portfólio (gerenciamento de portfólio diversificado), aumentaram seus estoques de títulos da dívida pública, reduziram o tempo médio de manutenção das ações em suas carteiras (aumentando o giro nos mercados de ações) e passaram a internacionalizar suas aplicações, alimentando o crescimento dos mercados de capitais e, em particular, dos mercados de derivativos. Os dados apresentados pela OCDE, contudo, não discriminam a participação dos investidores institucionais nos mercados internacionais (aquisição de títulos em mercados externos). Segundo dados do FMI, recolhidos por Batista Jr.,⁸³ a diversificação internacional desses investidores é ainda relativamente pequena: em 1993 os fundos de pensão dos Estados Unidos tinham apenas 5,7% de seus ativos aplicados no exterior, enquanto os do Japão tinham 9% e os da Alemanha não passavam de 4,5%; no caso das companhias de seguro de vida, as norte-americanas mantinham apenas 3,7% dos seus portfólios aplicados em outros países (1992), as alemãs 1% (1991) e as japonesas 9% (1993); apenas no caso dos fundos mútuos ou de investimento (nos quais o estatuto jurídico lhes proporciona uma diversificação maior em suas aplicações, especialmente no exterior) havia uma maior internacionalização das carteiras: 45,2% no caso dos fundos alemães, 36% nos japoneses e 10,1% nos norte-americanos.⁸⁴

ativos dos investidores institucionais, a evolução e as tendências dessas carteiras e o próprio fortalecimento mundial dos investidores institucionais (símbolos eminentemente anglo-saxões da forma mais típica de centralização e de concentração do capital no novo regime de acumulação) indicam a supremacia do modelo de capitalismo anglo-saxão, uma vez que é este que vem se impondo e se difundindo cada vez mais em âmbito mundial (hegemonia norte-americana e imposição cada vez maior da lógica financeira dos investidores institucionais anglo-saxões, com subordinação do capital produtivo — essência do regime de acumulação sob dominância financeira).

⁸³ Batista Jr., op. cit., pp. 170-173. Os dados referem-se ao documento do FMI *International capital markets: developments, prospects and policy issues*, de agosto de 1995.

⁸⁴ Segundo Batista Jr., os dados disponíveis “não dão sustentação à tese de que estaria havendo um forte e generalizado processo de internacionalização que pudesse justificar o uso de termos como ‘globalização financeira’. As estatísticas apresentadas no documento do FMI mostram que embora tenha ocorrido alguma diversificação internacional em determinados setores, o comportamento dos investidores institucionais, particularmente dos fundos de pensão e das companhias de seguro, continua marcado por um forte viés em favor dos mercados nacionais. O FMI atribui esse viés a uma combinação de fatores: ao caráter ainda relativamente recente dos processos de diversificação internacional dos portfólios de investidores institucionais; à marcada preferência de investidores individuais por ativos domésticos, em função de custos de transação, risco cambial, incertezas sobre retornos esperados e pouca familiaridade com mercados e leis tributárias no exterior; às restrições governamentais a aplicações no exterior; e à aversão ao risco por parte dos administradores de fundos de pensão e outros investimentos” (ibidem, pp. 170-171).

Tabela 13
Distribuição dos ativos financeiros dos investidores institucionais
Países do G-7
1990-1995

	Em porcentagem			
	1990	1992	1994	1995
Estados Unidos	100	100	100	100
Empréstimos	16	13	12	12
Obrigações	44	43	42	40
Ações	23	28	31	36
Outros	16	16	15	13
Canadá	100	100	100	100
Empréstimos	16	15	12	11
Obrigações	50	48	46	45
Ações	20	21	23	24
Outros	14	15	19	20
Grã-Bretanha	100	100	100	100
Empréstimos	2	1	1	1
Obrigações	14	14	15	16
Ações	66	68	68	69
Outros	18	16	15	15
Alemanha	100	100	100	100
Empréstimos	47	43	40	40
Obrigações	39	42	42	43
Ações	9	10	12	12
Outros	5	4	6	5
França	100	100	100	100
Empréstimos	4	8	5	6
Obrigações	65	66	66	65
Ações	22	18	22	22
Outros	9	8	7	7
Itália	100	100	100	100
Empréstimos	2	2	1	1
Obrigações	69	71	65	67
Ações	16	12	18	17
Outros	13	16	16	15
Japão	100	100	100	100
Empréstimos	27	28	26	25
Obrigações	22	23	25	29
Ações	23	19	19	18
Outros	28	30	29	29

Fonte: OCDE. *Investisseurs institutionnels*. Paris, 1997 (in: Palazuelos, op. cit.).

Apesar das diferenças nacionais quanto à composição das carteiras de ativos dos investidores institucionais, não resta dúvida de que o comportamento típico de gestão dessas instituições é caracterizado por um gerenciamento de portfólio diversificado, abrangendo ações, obrigações privadas (bônus, *commercial papers* etc.), títulos públicos (financiamento da dívida pública), imóveis (desenvolvimento de um ativo mercado secundário de hipotecas) etc. Essa dinâmica de gestão da riqueza é

profundamente instável e especulativa, uma vez que os administradores dessas instituições, em especial dos fundos mútuos ou de investimento (nos quais as pessoas físicas e jurídicas concentram seus recursos com o propósito único de rentabilizar suas poupanças), são pressionados a apresentar elevado desempenho em curtíssimo prazo (geralmente são avaliados pelo comportamento dos balanços trimestrais). Esses administradores buscam, então, montar carteiras com elevada rentabilidade, aproveitando a existência de instrumentos financeiros altamente líquidos, o elevado grau de mobilidade do capital (capacidade de passar de um produto a outro) e a redução nos custos de transação — resultantes da liberalização e do desenvolvimento tecnológico — para modificar a composição de suas carteiras conforme as conveniências de momento, sempre privilegiando a liquidez e o máximo rendimento no prazo mais curto.⁸⁵ Desde o início dos anos 1980 observa-se

“o crescimento de diversos fundos (fundos de pensão, companhias de seguro) que administram ‘dinheiros’. Esses fundos são instrumentos continuamente avaliados pelo mercado. A atualização constante dos valores desses fundos reflete um padrão profundamente instável de gestão dos portfólios de investimento, comandado pelas flutuações do mercado (metade dos fundos de investimento reporta seus ‘valores de ativos líquidos’ diariamente). Nesses fundos, predomina a utilização de modelos de alocação de ativos que facilitam a rápida transferência de recursos entre os diferentes instrumentos — ações, bônus, certificados de depósitos, moedas, hipotecas, euromercado etc., bem como o desenvolvimento de instrumentos derivativos para que os gestores protejam-se de grandes oscilações e/ou façam o arbitramento desses mercados”.⁸⁶

Embora as companhias seguradoras reúnam o maior montante de ativos financeiros e os fundos mútuos ou de investimento tenham crescido a taxas relativamente mais elevadas desde a primeira metade dos anos 1980, são as intervenções financeiras dos fundos de pensão aquelas que exercem maior influência sobre os mercados nacionais e internacionais. A estreita vinculação dos fundos de pensão com os mercados financeiros decorre das próprias características dos fundos de pensão — entidades cuja função principal é garantir a proteção social de seus associados —, bem como das dimensões atingidas pelos recursos que mobilizam, os quais alcançavam, em 1994, pouco menos da metade do PIB nos Estados Unidos, 42% do PIB no Japão e 77% do PIB no Reino Unido, tendo uma participação mais modesta

⁸⁵ Ver uma discussão mais aprofundada desse tema em Cintra, op. cit., pp. 191-205. É importante destacar, contudo, que há diferenças importantes entre os fundos, sobretudo entre os fundos de investimento e os fundos de pensão. Estes últimos representam formas de poupança mais estáveis, na medida em que são alimentados por fluxos contínuos de contribuições que constituem recursos de longo prazo, o que permite aos fundos de pensão, ao menos teoricamente, administrar suas carteiras de ativos segundo padrões menos voláteis do que os observados nos fundos de investimento.

⁸⁶ *Ibidem*, p. 209.

na Alemanha (Tabela 14).

“Esses fundos são entidades surgidas para garantir os rendimentos futuros da população aposentada e têm maior tradição nos países onde a proteção social oferecida pelos poderes públicos é débil, de modo que os cidadãos devem garantir seu futuro mediante poupança privada, se bem que uma parte dos fundos de pensão tem caráter público e está a cargo de empresas estatais e de governos regionais e locais. Outros fatores que favoreceram o crescimento desses fundos foram o paulatino envelhecimento da população de quase todos os países desenvolvidos e as vantagens fiscais outorgadas pelos governos para incentivar a colocação da poupança familiar nos fundos de pensão. [...] Nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, os fundos de pensão multiplicaram por quatro o valor de seus recursos durante os anos 1980 e neles participa mais da metade da população ativa. [...] Essa abundância de recursos próprios, ante a necessidade de eludir qualquer sintoma de desvalorização, foi o fator que induziu os fundos de pensão a se vincular estreitamente com os mercados financeiros para obter uma paulatina capitalização que garantisse o pagamento das pensões futuras de seus membros. Sucedeu assim que, num contexto normativo cada vez mais laxo para o desenvolvimento de suas operações, essa enorme dotação de recursos situou os fundos de pensão numa posição preponderante na hora de participar nos mercados financeiros.”⁸⁷

Tabela 14
Capacidade financeira e distribuição de ativos dos fundos de pensão
Países do G-7 selecionados
1994

	Estados Unidos	Canadá	Grã-Bretanha	Alemanha	Japão
% do PIB	49	29	77	15	42
Estrutura da carteira de ativos (%)					
Ações nacionais	47	37	54	10	22
Ações internacionais	10	16	23	1	4
Imóveis	5	1	5	12	3
Liquidez	6	7	4	8	8
Obrigações nacionais	30	34	10	67	57
Obrigações internacionais	2	5	4	2	6

Fonte: Phillips & Drew Management Ltd. (in: Palazuelos, op. cit.).

⁸⁷ Palazuelos, op. cit., pp. 157-158. Sob a mesma linha de raciocínio, Chesnais entende que os fundos de pensão apresentam uma dupla natureza: “Por um lado, constituem o resultado acumulado de contribuições sobre salários e benefícios, e sua finalidade declarada é garantir a esses assalariados, quando se aposentarem, uma pensão regular e estável. São, portanto, formas institucionais de centralização de poupança, muitas vezes nascidas de regimes empresariais privados, obrigatórios, tendo como fonte inicial rendimentos salariais (em sentido amplo). Por outro lado, a partir do momento em que a poupança acumulada ultrapassa certo limite, os fundos passam a figurar entre as instituições financeiras não-bancárias, tendo a função de fazer frutificar um montante elevado de capital monetário, preservando a liquidez e a máxima rentabilidade deste. Com isso, muda a natureza econômica dos fundos, e já não se pode escamotear o alcance e as conseqüências dessa mudança. Os fundos deixam de ser a expressão de uma poupança modesta. [...] passam a ser instituições centrais do capital financeiro, e encabeçam as ‘finanças especulativas’” (Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., pp. 28-29).

Foi portanto a necessidade de rentabilizar os ativos mobilizados e de impedir sua desvalorização que transformou os fundos de pensão em grandes operadores dos mercados financeiros, nos quais procuram garantir a valorização de seu capital mediante a realização de operações diversificadas e freqüentemente especulativas, “fazendo o mercado” graças à dimensão dos recursos por eles centralizados. Obviamente, esse não é um atributo exclusivo dos fundos de pensão, mas uma característica comum a todos os investidores institucionais.⁸⁸ As turbulências e os movimentos especulativos desestabilizadores de economias nacionais ou de regiões inteiras do globo nos anos 1980 e 1990, freqüentemente atribuídos aos “mercados” ou a entidades eminentemente especulativas, como os fundos de cobertura ou de arbitragem (*hedge funds*), têm nos grandes investidores institucionais seus principais agentes responsáveis, juntamente com as grandes corporações industriais (cada vez mais controladas pelos próprios investidores institucionais, os quais vão se tornando acionistas majoritários e definindo os critérios de gestão e as estratégias de acumulação a serem seguidos pelos grupos, conforme enfatizado na seção anterior).⁸⁹

A composição dos investimentos dos fundos de pensão varia segundo a origem das instituições. Nos países anglo-saxões predominam os investimentos em ações de empresas privadas: 77% do total na Grã-Bretanha e mais de 50% nos Estados Unidos e no Canadá (Tabela 14). A compra de obrigações de empresas privadas e órgãos públicos vem a seguir, com percentuais bastante expressivos, sobretudo nos Estados Unidos e Canadá. Já no Japão e nas economias européias continentais predomina o mercado de obrigações, absorvendo quase 70% dos investimentos na Alemanha e mais de 60% no Japão. A participação dos fundos de pensão nos mercados financeiros externos também varia conforme o país. A aquisição de títulos estrangeiros é

⁸⁸ Os mercados bursáteis são um grande exemplo de como os investidores institucionais “fazem os mercados”: “Hoje, os administradores dos fundos são os maiores operadores das bolsas. São os mais interessados em que os movimentos sejam ‘altistas’, já que suas carteiras parecem então se avolumar. São também os mais medrosos e nervosos, os que se retiram mais rapidamente tanto das bolsas quanto de muitos outros segmentos dos mercados financeiros, os que exibem um mimetismo mais accentuado” (Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 272).

⁸⁹ Segundo Plihon (op. cit., p. 125), os *hedge funds* (fundos de cobertura), ou fundos de alta performance, constituem uma categoria de investidores que é especialista em operações puramente especulativas, tendo papel importante, por exemplo, nos ataques especulativos sobre as moedas européias entre 1992 e 1993. Esses fundos de investimento estão na origem de uma parte significativa dos movimentos internacionais de capitais: fazem e desfazem moedas (ataques especulativos) com o deslocamento de suas aplicações de uma divisa para outra (10% de suas aplicações estão investidas em títulos estrangeiros) e detêm parcela significativa da dívida pública dos países industrializados. Contudo, Serfati (op. cit., p. 152) alerta que se os *hedge funds* agiram como vanguarda, as verdadeiras forças de intervenção financeira no ataque especulativo contra o sistema monetário europeu em 1992-93 foram, segundo estudo do FMI, as dos investidores institucionais e das empresas não-financeiras (isto é, os grandes grupos multinacionais).

particularmente relevante na Grã-Bretanha (27% do total, entre ações e obrigações) e no Canadá (21%). Embora a orientação dos fundos de pensão para os mercados externos seja inferior nos Estados Unidos (12% do total de ativos) e no Japão (10%), as cifras absolutas envolvidas são bastante significativas e exercem forte impacto sobre os negócios nos mercados financeiros internacionais.

Em face do volume de recursos mobilizados, parece não haver dúvida de que os investidores institucionais são os novos proprietários do capital e os principais atores dos mercados financeiros domésticos e internacionais — além de serem, em razão do imenso poder financeiro alcançado, objeto de extrema cobiça e de uma intensa concorrência oligopolista.⁹⁰ Os gerentes dos fundos de pensão e dos fundos de investimento são, no regime de acumulação vigente no final do século XX, os agentes mais poderosos do planeta, embora permaneçam num conveniente anonimato, impessoalizados pela mídia e pela literatura econômica do *mainstream* sob a alcunha de “os mercados”. A capacidade dos investidores institucionais de modificar a distribuição de renda a seu favor no novo regime monetário e financeiro se expressa pela inserção cada vez maior dessas entidades na propriedade e no controle das empresas do setor produtivo (sistema de *corporate governance*, com mudanças profundas nas relações internas das empresas e transferência de propriedade e da renda gerada no setor produtivo para a esfera financeira) e pela posse de um volume crescente de títulos públicos (transferência de renda da sociedade para os investidores institucionais via recursos orçamentários utilizados para o pagamento de juros sobre a dívida pública). A partir dessa base, tais instituições apresentam uma grande capacidade de operar e realizar captações e de promover uma valorização do capital monetário sem contrapartida na esfera produtiva, com a construção de uma imensa pirâmide de ativos financeiros fictícios a partir de operações especulativas com divisas, *commodities* e derivativos, explorando os desequilíbrios dos mercados financeiros (ou provocando-os) e as diferenças nas regulamentações nacionais para ampliar a rentabilidade da circulação financeira internacional — e socializando as perdas quando estas ocorrem. No contexto do novo regime monetário e financeiro, os investidores institucionais não garantem maior estabilidade e horizontes mais longos aos circuitos de valorização do capital produtivo, mas antes uma ampliação descomunal dos circuitos de valorização financeira. Os investidores institucionais, que

⁹⁰ “[...] se os fundos de pensão e de investimento com certeza adquiriram as bases de um imenso poder financeiro, a própria dimensão desse poder os transforma, por sua vez, em objetos de extrema cobiça. Assim sendo, as tensões que nascem no seio dos corações financeiros anglo-saxões desmancham-se e se recriam ao ritmo de uma concorrência oligopolista implacável, onde os menores são progressivamente eliminados de forma impiedosa” (Farnetti, op. cit., p. 202).

personificam o “novo capitalismo” surgido após o fim do fordismo, são os principais responsáveis e beneficiários da hipertrofia financeira que caracteriza o regime de acumulação sob dominância financeira, conforme discutido no capítulo anterior.

Grandes bancos internacionais

As mutações sofridas nas relações financeiras internacionais a partir da instauração e consolidação do novo regime monetário e financeiro mundialmente hegemônico e da brutal emergência das finanças liberalizadas exerceram forte impacto desestabilizador sobre as atividades dos principais bancos comerciais norte-americanos, europeus e asiáticos, os quais passaram por períodos críticos ao longo das décadas de 1980 e 1990 e por uma profunda reestruturação de suas funções para se adequarem ao novo ambiente financeiro internacional. Conforme discutido no capítulo anterior, a desintermediação de operações até então realizadas pelos bancos comerciais, o crescimento vertiginoso dos mercados de capitais (em detrimento dos empréstimos bancários tradicionais) e a concorrência cada vez mais intensa representada pelas instituições financeiras não-bancárias (surgimento de novos agentes, instrumentos e operações financeiras) obrigaram os bancos a promover uma profunda reorganização de suas funções.

Os grandes grupos industriais, as administrações públicas e as empresas estatais estabeleceram conexões diretas com os mercados financeiros de divisas, obrigações e empréstimos, dispensando a intermediação bancária, ao passo que as famílias transferiram parte de seus recursos para fundos de investimento e outros ativos, em detrimento dos depósitos bancários.⁹¹ Com o processo de liberalização e desregulamentação e a securitização das linhas de crédito, o próprio mercado de empréstimos, bem como outras operações de intermediação típicas do sistema bancário, foram invadidos por instituições não-bancárias, restringindo o raio de atuação dos bancos comerciais e permitindo a seus concorrentes absorver algumas das partes mais lucrativas das atividades anteriormente exclusivas do sistema bancário. A desregulamentação financeira eliminou diversas exigências de garantia sobre depósitos e relaxou mecanismos de inspeção bancária e restrições sobre ativos de alto risco, estimulando movimentos especulativos e arriscados que promoveram a degradação da

⁹¹ Nos Estados Unidos, a participação dos depósitos no total de ativos mantidos pelas famílias caiu de 23,8% para 18,8% entre 1980 e 1991, ao passo que a participação dos recursos depositados em fundos mútuos e de pensão subiu de 16,3% para 32,2% no mesmo período, segundo dados do *Federal Reserve Board* (ver Cintra, op. cit., p. 193).

qualidade dos ativos bancários, o relaxamento dos controles internos e enormes prejuízos, evidenciando a inadequação das estratégias e das estruturas organizacionais dos grandes bancos. Adicionalmente, a crise da dívida dos países da periferia capitalista a partir de 1982 afetou sensivelmente as posições dos grandes bancos credores internacionais, sobretudo os norte-americanos. O declínio da participação relativa das instituições bancárias norte-americanas no total de ativos do setor financeiro desde os anos 1970 (Tabela 15), em favor dos investidores institucionais (sobretudo os fundos de pensão e fundos de investimento), reflete um movimento que vem se repetindo, com maior ou menor intensidade, em todos os países desenvolvidos.

“A fragilização dos bancos a partir da segunda metade dos anos 80 foi uma consequência direta do enfraquecimento que eles sofreram devido ao crescimento do poder dos investidores institucionais, que são os principais beneficiados da liberalização e da desregulamentação financeira. Os fundos de pensão e os fundos de aplicações coletivas têm, de dez anos para cá, condições de atrair uma grande parte da poupança dos lares, que antes era captada exclusivamente pelos bancos. O processo não se limita aos países que têm fundos poderosos, mas se estende internacionalmente graças à formação do mercado de títulos mundializado pela interconexão dos mercados nacionais liberalizados. A emissão direta, feita pelas empresas, de notas de caixa (*commercial paper*) permitida pela formação dos mercados de títulos privados e a desintermediação, abocanhou uma das mais importantes atividades tradicionais dos bancos: o crédito a curto prazo às empresas, para garantir o encadeamento do ciclo do capital. Simultaneamente, os bancos perderam uma parte dos depósitos que as empresas faziam para garantir as linhas de crédito aprovadas. A clientela perdida foi sobretudo a das maiores empresas, já que são elas que têm acesso direto aos mercados de títulos. Esta nova e séria concorrência atingiu os bancos no momento em que, depois da crise da dívida do Terceiro Mundo, muitos deles se encontravam em processo de recuperação dos fundos de reserva e de liquidação de créditos duvidosos; no momento, também, em que a mundialização os forçava a realizar importantes despesas de investimento no exterior.”⁹²

⁹² Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 277-278. “No regime de finanças de mercado (ou finanças “sem intermediação”), as instituições dominantes não são mais os bancos, e sim os mercados financeiros e as organizações financeiras não-bancárias. Os bancos sofrem precisamente a concorrência dessas formas recentes de centralização e concentração de um capital que atua quase exclusivamente na esfera financeira: os fundos de pensão e sociedades de investimento coletivo (*mutual funds* e organismos de aplicações coletivas em valores mobiliários ou OPCVM), perto das quais até os maiores bancos parecem nanicos” (Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 28).

Tabela 15
Distribuição dos ativos do setor financeiro
Estados Unidos
1970-1994

	Em porcentagem			
	1970	1980	1990	1994
Bancos comerciais	38,5	37,2	30,4	28,6
Associações de poupança	20,8	21,2	14,5	9,0
Poupança e empréstimos	19,4	19,6	12,5	7,0
Cooperativas de crédito	1,4	1,6	2,0	2,0
Companhias de seguro	19,1	16,0	17,4	17,6
Seguro de vida	15,3	11,5	12,5	13,0
Outros	3,8	4,5	4,9	4,6
Fundos de pensão	13,0	17,4	21,6	24,6
Privado	8,4	12,5	14,9	16,2
Público	4,6	4,9	6,7	8,4
Companhias de investimento	3,6	3,6	10,5	15,0
Fundos mútuos	3,6	1,7	5,9	10,8
Mercados monetários	-	1,9	4,6	4,2
Companhias financeiras	4,9	5,1	5,6	5,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts* (in: Cintra, Marcos Antonio M. "A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos". In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapcsp, 1998).

A crise aguda enfrentada pelos bancos comerciais nesse contexto adverso foi sentida inicialmente nos Estados Unidos, estendendo-se posteriormente para vários países desenvolvidos, sobretudo no final da década de 1980, quando a taxa de rentabilidade bancária sofreu uma expressiva queda. De taxas médias de 13% a 15% no início dos anos 1980, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido dos grandes bancos caiu para 7% a 8% no final da década nos Estados Unidos, para menos de 5% no Japão na primeira metade da década de 1990, para 2% a 5% na Grã-Bretanha entre 1989 e 1992 e para taxas nulas ou negativas em países como a França, no período 1993-95. A crise provocou o desaparecimento de muitos bancos (de vários portes) e tornou clara a necessidade de uma profunda transformação organizacional e uma ampla recapitalização financeira do sistema bancário. O saneamento dos ativos bancários e a superação da crise do setor exigiram a mobilização de um grande volume de recursos públicos, isto é, a socialização dos prejuízos mediante a extensão do papel do Estado como prestador de última instância — ação a que o poder público se vê muitas vezes obrigado a fim de debelar o risco sistêmico no setor bancário e garantir a qualidade da moeda enquanto bem público. Nos Estados Unidos, o socorro estatal, na forma de cobertura sobre depósitos, linhas de financiamento abertas pelo banco central

e recursos aportados diretamente pelas administrações públicas, superou 400 bilhões de dólares entre 1981 e 1992.⁹³ Além do socorro estatal direto, é preciso levar em conta também que a expansão da posição devedora líquida norte-americana, via emissão de títulos públicos (no bojo da política de elevação das taxas de juros e da “diplomacia do dólar”), permitiu o ajustamento das carteiras dos bancos, os quais substituíram os créditos desvalorizados dos países devedores por títulos da dívida emitidos pelo Tesouro dos Estados Unidos.⁹⁴ Igualmente expressivo foi o apoio estatal aos bancos privados, na primeira metade dos anos 1990, em países como Japão, Grã-Bretanha e França. Os programas de recapitalização e de reestruturação organizacional acabaram redundando num notável incremento do grau de concentração bancária, mediante a multiplicação de operações de fusão e aquisição nos principais países desenvolvidos.

“[...] considerando-se apenas os três maiores bancos de cada país, em 1995 a relação entre seus ativos e o total de ativos do sistema bancário era de 55% na Grã-Bretanha, 40% na França, mais de 25% na Alemanha e na Itália, alcançando 20% nos Estados Unidos, país que tradicionalmente contou com um reduzido grau de concentração. Se considerados os dez maiores bancos de cada país, os percentuais se elevam para 95% na Grã-Bretanha, quase 90% na França, 70% na Alemanha e na Itália e cerca de 50% nos Estados Unidos. A concentração bancária vem se amplificando nos anos 1990 a um ritmo implacável.”⁹⁵

No bojo desse processo de reestruturação, os grandes bancos buscaram adaptar-se às novas relações financeiras mundiais e à lógica das finanças diretas de mercado (ou finanças sem intermediação) transformando suas fontes de renda mediante a diversificação e a internacionalização de suas atividades, convertendo-se em agentes corretores de uma grande quantidade de operações (pelas quais cobram comissões), criando novos serviços e instrumentos financeiros, transformando seus ativos não-negociáveis de médio e longo prazos em títulos negociáveis em mercados secundários (processo de securitização das dívidas, discutido no capítulo anterior) e atuando como grandes investidores nos mercados financeiros domésticos e internacionais. Na luta contra a erosão de sua participação no mercado e pela reconstituição de suas margens,

⁹³ Cf. dados de Michel Aglietta (“La crise bancaire en France et dans le monde”. *La Lettre du CEPII*. Paris, nº 155, mar. 1997) recolhidos por Palazuelos, op. cit., p. 152. Segundo Chesnais (“Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 267), “foi nos Estados Unidos que houve, nos últimos vinte anos, o maior número de abalos que exigiram a intervenção do FED e das agências especializadas complementares do governo federal, na qualidade de ‘último recurso’ de empréstimo. Isso se explica facilmente em função do movimento dos EUA no sentido de voltar a finanças de mercado e das peculiaridades do sistema bancário norte-americano, em que ainda subsistem centenas de bancos locais ou regionais”.

⁹⁴ Cf. Cintra, op. cit., p. 228.

⁹⁵ Palazuelos, op. cit., p. 152.

a corretagem converteu-se numa das principais fontes de receita do sistema bancário no novo regime monetário e financeiro.

“Os bancos passaram a exercer funções de gestão como mediadores na busca de créditos internacionais e na colocação de emissões de obrigações e de instrumentos securitizados. Algumas vezes atuam como bancos líderes, outras vezes como instituições de cobrança e outras como avalistas de operações entre os emprestadores e os investidores que participam desses mercados, obtendo em troca importantes comissões. Segundo um estudo da OCDE (*Revue de l'OCDE*, nº 25, 1995), essas comissões vêm aumentando sua participação nas receitas totais dos bancos, de forma que no intervalo de 1990 a 1992 representavam mais de 40% na banca comercial da Grã-Bretanha, 34% na dos Estados Unidos e mais de 30% na do Canadá. Nos países europeu continentais (Alemanha, França e Itália) significavam percentuais em torno de 25% e no Japão representavam 20%, embora neste caso o estudo se refira apenas aos grandes bancos.”⁹⁶

No papel de investidores, os bancos procuraram ampliar a rentabilidade de suas operações e enfrentar a concorrência representada pelas instituições financeiras não-bancárias e pelos grandes grupos industriais diversificando e ampliando suas carteiras de ativos e atuando em diversos mercados, concedendo créditos, comprando e vendendo divisas, adquirindo obrigações, ações ou títulos de crédito ou atuando nos mercados de derivativos — isto é, os bancos juntaram-se ao movimento especulativo. O crescente envolvimento dos bancos comerciais nos mercados de títulos, comprando papéis e financiando as operações de outras instituições financeiras atuantes nesses mercados, permitiu ampliar a alavancagem e a liquidez dos mercados financeiros e garantir a propagação e a predominância do capital fictício no novo regime de acumulação. Em particular, a prática da “piramidização” (aceitação de títulos, pelos bancos comerciais, como garantia dos empréstimos para financiamento da aquisição de novos títulos pelos diversos investidores do mercado financeiro) permitiu aos investidores financeiros realizar grandes transações e constituir fortes posições de negociação com muito pouco capital próprio. A diversificação das atividades e a elevação dos riscos, a partir da distribuição de créditos especulativos (isto é, créditos que financiam a aquisição de ativos patrimoniais, com o objetivo de realizar lucros futuros),⁹⁷ também contribuiu para que o sistema bancário participasse ativamente na geração de bolhas especulativas em certos mercados ao longo dos anos 1980 e 1990, sobretudo nos mercados imobiliários de alguns países desenvolvidos. Outra contribuição dos bancos na expansão e propagação do capital fictício se deu com a criação e o desenvolvimento de inúmeros instrumentos derivativos, sobretudo nos

⁹⁶ *Ibidem*, pp. 152-153.

⁹⁷ Ver Plihon, *op. cit.*, p. 126.

Estados Unidos: a exigência do FED, após a crise dos países devedores em 1982, de que o sistema bancário reduzisse seu grau de alavancagem estimulou os bancos a desenvolver instrumentos que não constassem de seus balanços, como é o caso de vários instrumentos financeiros derivativos⁹⁸ (o que reforça a tese de que as limitações impostas pelos bancos centrais à atuação do sistema bancário acabam, via de regra, funcionando como estímulo às inovações financeiras, sofisticando cada vez mais os mercados financeiros).

“Um aspecto importante do empenho dos bancos comerciais na propagação do capital fictício foi o desenvolvimento de novos instrumentos para cobertura de riscos de preços, resultantes da volatilidade das taxas de câmbio e taxas de juros, a partir de sua desregulamentação na década de 70. Estamos nos referindo, em particular, aos instrumentos financeiros a prazo (tais como contratos a prazo de câmbio ou contratos a prazo baseados em índice de bolsa), bem como a outros tipos de derivativos (por exemplo, os *swaps*). [...] Os bancos comerciais estiveram muito envolvidos no desenvolvimento dos derivativos. A publicação *Economic Policy Review* do Federal Reserve Bank de Nova York, de julho de 1995, revela que, em fins de 1994, os sete maiores bancos comerciais norte-americanos acumulavam a módica quantia de 13,7 trilhões de dólares na forma de contratos sobre derivativos, correspondendo a 76,5% do total dos quinze maiores operadores dos mercados específicos de derivativos (incluindo também cinco bancos mercantis e três companhias de seguros). Essa quantia reflete o valor fictício principal dos contratos subjacentes, sendo que o risco de crédito efetivo dos operadores, nessas transações, representa uma fração mínima, provavelmente menos de 200 bilhões de dólares para os sete maiores bancos. Mesmo assim, os derivativos tornaram-se uma importante fonte de rendimentos para os grandes bancos que pertencem ao restrito círculo dos *money center banks*. Em 1994, os lucros obtidos nessas transações representavam entre 15% e 65% dos rendimentos operacionais desses bancos.”⁹⁹

Além de diversificar suas carteiras e ampliar sua atuação nos diversos mercados, deslocando suas atividades em direção à negociação de papéis e moedas e obtendo expressivos rendimentos financeiros com a multiplicação e propagação do capital fictício, os grandes bancos norte-americanos, europeus e japoneses se lançaram, mediante a transnacionalização de suas operações ou a instalação de

⁹⁸ “A utilização de instrumentos derivativos pelo sistema bancário americano cresceu rapidamente; os ativos dos bancos envolvidos com derivativos cresceram 35%, quando passaram de US\$ 2,5 trilhões em 1990, para US\$ 3,1 trilhões no primeiro trimestre de 1995. Porém, o valor nominal [que se refere ao valor de face do ativo principal subjacente] dos contratos derivativos quase triplicou, aumentando de US\$ 6,8 trilhões para US\$ 18 trilhões, no mesmo período. Desses contratos, 63% eram derivativos de taxas de juros, 35% eram derivativos de taxas de câmbio, e os demais eram derivativos relacionados com ações e *commodities*” (Cintra, op. cit., p. 202).

⁹⁹ Guttman, op. cit., pp. 81-82. A contribuição das operações com derivativos na renda total de transações dos bancos, em 1994, alcançou 15% no caso do Chase, 21% no Citicorp, 61% no Chemical e 65% no J. P. Morgan (cf. Cintra, op. cit., p. 204). É importante ressaltar, contudo, que os mercados de derivativos envolvem riscos elevados e nem sempre proporcionam ganhos fabulosos: muitos bancos norte-americanos e ingleses — o Barings é o exemplo mais emblemático — faliram em razão da especulação com derivativos.

agências no exterior, numa rápida internacionalização de suas atividades, ora acompanhando seus principais clientes na realização de operações externas, ora gerindo a colocação de emissões nos mercados internacionais, ora atuando simplesmente como investidores nos mercados financeiros de todo o mundo. Os bancos norte-americanos optaram pela transnacionalização de suas operações, que passaram a responder pela metade de suas atividades totais, ao passo que os bancos europeus preferiram a instalação de agências no exterior, responsáveis por mais de 40% dos negócios, em média, dos principais grupos bancários.¹⁰⁰ A crise da dívida dos países da periferia do capitalismo também contribuiu para a mudança no caráter e na forma de atuação dos grandes bancos internacionais: estes passaram a atuar como uma espécie de bancos de investimento nos países devedores (operação de esquemas de conversão de dívida em investimentos, intermediação na colocação de bônus de um país no mercado internacional, montagem de operações em mercados locais — como privatizações em bolsas —, apoio às exportações de empresas transnacionais etc.).¹⁰¹

Desta forma, embora a lógica de finanças diretas do novo regime monetário e financeiro tenha enfraquecido sensivelmente a atividade bancária tradicional e promovido o predomínio das instituições financeiras não-bancárias (especialmente os fundos de pensão e os de investimento), impondo aos bancos muitas dificuldades nos anos 1980 e a perda da hegemonia no sistema financeiro, não é possível afirmar que eles tenham entrado em decadência no novo regime de acumulação ou deixado de cumprir um papel fundamental no contexto do capitalismo do final do século XX; antes, o contrário. Conforme enfatizado por Braga em sua análise sobre o caso norte-americano, o que há é uma redefinição dos bancos com base no perfil do regime de finanças de mercado.

“Não se trata propriamente de decadência dos bancos, mas de uma metamorfose que é sinal dos tempos. Os bancos se redefinem com base no perfil de *money manager capitalism*¹⁰² que a economia americana foi assumindo. Tratam de contornar as exigências de capitalização e de reservas fazendo operações de *swaps*, futuro e opções — os propalados derivativos, que permitem ganhos de arbitragem, não aparecem nos balanços e ficam ‘ocultos’ da regulação e supervisão. Abriram o campo de serviços na intermediação de negócios, na gestão de fusões e aquisições, na venda de informações das quais são detentores privilegiados. A despeito da legislação restritiva, começaram, na prática, a atuar na subscrição de bônus e ações, nos seguros e investimentos imobiliários, sendo esta a resposta competitiva às demais organizações financeiras, que já estavam, por sua vez, transformando-se em *non-bank banks*, sobretudo as empresas industriais, através de suas financeiras. [...] Em síntese, os bancos seguem

¹⁰⁰ Cf. Palazuelos, op. cit., p. 154.

¹⁰¹ Ver Ferreira, Freitas e Schwartz, op. cit., pp. 18-19.

¹⁰² Aqui o autor remete a Minsky, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

importantes pelo peso persistente no crédito e na criação de liquidez, pela função no sistema de pagamento, por 'fazer o mercado' em parceria com os investidores institucionais na intermediação de ativos, pelo domínio de informações sobre as empresas produtivas cruciais para a gestão de risco. E, sobretudo, porque são o canal pelo qual a moeda central, emitida pelo Estado, ingressa primariamente no sistema."¹⁰³

Assim, com a adaptação de suas estruturas e operações à lógica de funcionamento do novo regime monetário e financeiro, atuando intensamente nos diversos mercados financeiros, o sistema bancário das principais economias capitalistas vem seguindo uma tendência, favorecida pelo processo de desregulamentação, rumo à formação e à consolidação de uma estrutura altamente concentrada e mundial de bancos universais (supermercados financeiros de produtos variados) ou de *holdings* bancárias diversificadas (multibancos) — poderosas instituições financeiras dentro de um regime de acumulação cujo comando da acumulação produtiva é exercido cada vez mais pela esfera financeira.

Poderes públicos

Em face dos três grandes protagonistas do cenário financeiro internacional — os grandes grupos industriais internacionalizados, os investidores institucionais e os grandes bancos —, os poderes públicos nacionais parecem assumir uma função cada vez mais subalterna no funcionamento dos mercados financeiros. A política fiscal e a atividade orçamentária dos governos, bem como as operações realizadas pelas autoridades monetárias dos países capitalistas, cumprem um papel subordinado, de apoio ao desenvolvimento dos mercados financeiros e ao fortalecimento de seus principais agentes. Contudo, a posição subalterna e coadjuvante dos poderes públicos (ou do Estado) no novo regime monetário e financeiro é relativa: por um lado, o crescimento e a sustentação dos mercados financeiros têm como base principal o mecanismo da dívida pública, gerida pelo Estado, que é fundamental para a transferência de renda da sociedade para a esfera financeira — renda que serve de

¹⁰³ Braga, op. cit., p. 154. A crescente importância dos bancos na expansão dos mercados de capitais não significa, contudo, que eles tenham se tomado irrelevantes no processo de intermediação financeira, por cinco razões apontadas por Aglietta e sintetizadas por Braga na citação acima: o crédito bancário ainda possui um peso considerável; o sistema de pagamento tem de ser operado pelos sistemas bancários (a liquidação das operações financeiras dos intermediários não-bancários precisa ser realizada pelo sistema bancário); o sistema bancário continua sendo o principal criador de liquidez (faculdade emissora de crédito, associada à atuação dos bancos centrais); bancos entraram no jogo da intermediação de ativos para operar nos mercados de capitais (como *market makers* ou em parceria com os investidores institucionais); os bancos continuam sendo os principais detentores de informações sobre as corporações não-financeiras (papel relevante na avaliação da qualidade dos projetos de investimento). Cf. Aglietta, *Macroéconomie financière*, loc. cit.; Cintra, op. cit., p. 236.

lastro para a expansão auto-alimentada (fictícia) do capital financeiro dentro do circuito semifechado dos mercados financeiros; por outro lado, a subordinação dos poderes públicos aos “mercados”, bem como o esforço da ação estatal em garantir a sustentação e a execução dos ditames do novo regime monetário e financeiro, não são uma consequência lógica e inexorável do funcionamento dos mercados financeiros, mas, conforme afirma Palazuelos, uma limitação auto-imposta pelas autoridades políticas e econômicas em favor do mercado, seja em razão dos interesses sociais dominantes representados nos governos (particularmente na nação hegemônica, os Estados Unidos), seja como decorrência de uma capitulação às pressões exercidas pelas grandes forças econômicas nacionais e internacionais.

“Em alguns casos pela própria convicção dos governantes ou pelos interesses sociais que representam e em outros casos pelas pressões às quais são submetidos pelas grandes forças econômicas, o certo é que o pensamento e a ação dos governos estão regidos pela ideologia do *laissez faire* ante os mercados financeiros. Aceitam sem mais a lógica imperante nesses mercados e se adscvem ao ‘tic’ dogmático que defende a bondade intrínseca suposta pela plena liberdade de movimentos dos capitais. Um exemplo ilustrativo publicado pela imprensa norte-americana foi o conselho dado pelo secretário do Tesouro, Mr. Rubin, ao presidente Bill Clinton nos meses iniciais de seu primeiro mandato. Durante a campanha eleitoral, Clinton e seus principais assessores haviam criticado duramente a política econômica republicana dos anos 1980, denunciando, entre outros aspectos, que esta houvera favorecido os poderes financeiros em detrimento da atividade industrial. Uma vez instalado na Casa Branca, o ministro aconselhou a seu presidente que não tomasse nenhuma medida que pudesse prejudicar às grandes forças de Wall Street porque, nesse caso, tais forças se oporiam à política presidencial. Tendo em vista os acontecimentos, parece evidente que Clinton tomou devida nota daquele conselho.”¹⁰⁴

É evidente que a dimensão alcançada pelos mercados financeiros e o poder adquirido por seus agentes limitam e condicionam o comportamento dos poderes públicos no novo regime monetário e financeiro, moldando sua atuação conforme os interesses do capital financeiro. Contudo, foram os próprios poderes públicos nacionais os grandes responsáveis pelo fortalecimento da esfera financeira, ao desempenharem um papel de catalisadores no crescimento explosivo das finanças internacionais. Ao mesmo tempo que passaram a sustentar um regime monetário e financeiro compatível com os interesses dos credores, moldando as políticas monetárias, fiscais e cambiais de forma a estimular a valorização financeira dos capitais monetários, os poderes públicos garantiram a transferência de renda da sociedade para os agentes da esfera financeira mediante a gestão da dívida pública e da moeda. As autoridades monetárias passaram a tentar controlar a liquidez resultante da

¹⁰⁴ Palazuelos, op. cit., pp. 149-150.

proliferação de moedas privadas criadas na economia por meio da troca destas por títulos públicos (a juros atrativos), monetizando e sancionando o curso legal dessas moedas. A monetização das moedas privadas e o financiamento não-inflacionário dos déficits públicos mediante a emissão de títulos, sob uma doutrina que impunha a necessidade de uma desinflação que garantisse rendimentos reais aos segmentos credores da economia (juros reais positivos e elevada remuneração para o capital monetário), permitiram a uma classe de rentistas, detentores de ativos da dívida pública, a captação de rendimentos pela via fiscal.

“A formação dos mercados de bônus, a ‘securitização’ da dívida pública e o crescimento, cada vez mais rápido, da parcela dos orçamentos dos países da OCDE consagrada ao serviço da dívida significam que, atualmente, o mecanismo mais importante de captação e transferência [de rendimentos em benefício da esfera financeira] é, de longe, aquele que transita pelos impostos diretos e indiretos nesses países. Uma parte do crescimento da esfera financeira deve-se aos fluxos de riquezas inicialmente formadas como salários e benefícios sociais, ou de rendas de camponeses ou artesãos, antes de serem sugados pelo Estado através de impostos, e depois transferidos, pelo Estado, à esfera financeira, a título de pagamento de juros ou de reembolso do principal da dívida pública.”¹⁰⁵

A posição hegemônica e assimétrica dos Estados Unidos no contexto mundial foi decisiva nesse processo, uma vez que a emissão sem limites de títulos da dívida pública pelo governo norte-americano, desde os anos 1960, foi uma das bases principais para a explosão das transações financeiras internacionais e a imposição do padrão norte-americano — caracterizado pela internacionalização e a institucionalização (maior participação dos investidores institucionais) dos mercados de títulos públicos¹⁰⁶ — como modelo paradigmático, em face da dimensão alcançada pela dívida norte-americana, que teve forte influência na estrutura dos fluxos internacionais de capitais e nos níveis das taxas de juros. Ao longo da década de 1980 e na primeira metade dos anos 1990 observou-se expressivo crescimento no volume de emissões (com aumento da participação relativa das emissões de títulos de curto prazo, indicando que o estoque da dívida é rolado várias vezes por ano) e no estoque da dívida pública dos Estados Unidos, o qual saltou de 27,2% do PIB em 1980 para 52,6% em 1994, quase quintuplicando em volume (Tabela 16). Nesse período o estoque da dívida norte-americana se manteve em 35% a 40% do estoque total de títulos públicos dos principais países da OCDE (o que indica que a dívida mobiliária

¹⁰⁵ Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 16.

¹⁰⁶ Isto é, “os investidores institucionais carregam a maior parte dos títulos de dívida pública e reequilibram seus portfólios com *securities* de diferentes países, numa hierarquia de títulos, fundada nos *T-bill* americanos, determinando que esses mercados sejam altamente internacionalizados” (Cintra, op. cit., pp. 216-217).

dos demais países desenvolvidos cresceu numa proporção semelhante à observada no caso norte-americano), formando a base dos mercados internacionais.¹⁰⁷ A manutenção de taxas de juros elevadas a partir de 1979 determinou um progressivo aumento dos encargos financeiros decorrentes da rolagem da dívida pública, encurtando o raio de manobra da política fiscal (Tabela 17).

Tabela 16
Estoque de dívida do governo norte-americano e dos principais países da OCDE
1980-94

	Estados Unidos		OCDE	A/C
	US\$ bilhões (A)	Em % do PIB (B)	US\$ bilhões (C)	
1980	738	27,2	2.159	34,2
1981	825	27,2	2.188	37,7
1982	988	31,4	2.505	39,4
1983	1.174	34,5	2.840	41,3
1984	1.373	36,5	3.058	44,9
1985	1.598	39,6	3.962	40,3
1986	1.813	42,5	4.995	36,3
1987	1.954	43,0	5.950	32,8
1988	2.097	42,8	6.108	34,3
1989	2.244	42,7	6.254	35,9
1990	2.548	46,1	7.411	34,4
1991	2.845	49,7	8.123	35,0
1992	3.142	52,0	8.752	35,9
1993	3.382	53,3	-	
1994	3.542	52,6	-	

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. *Federal Reserve Bulletin*, vários números (in: Cintra, op. cit.).

Tabela 17
Indicadores da dívida pública
Estados Unidos
1975-1994

	Em US\$ bilhões									
	Receita (A)	Despesa (B)	Déficit líquido (C)=B-A	Juros (D)	Dívida bruta (E)	PIB (F)	Déficit/ PIB C/F	Juros/ PIB D/F	Juros/ déficit D/C	Juros/ despesa D/B
1975	279,1	332,3	53,2	23,3	541,9	1.585,9	3,5	1,46	43,6	6,98
1976	298,1	371,9	73,7	26,7	628,9	1.768,4	4,4	1,51	36,2	7,18
1980	517,1	590,9	73,8	52,5	909,0	2.708,0	2,8	1,94	71,1	8,88
1981	599,3	678,2	79,0	68,8	994,8	3.030,6	2,7	2,27	87,1	10,14
1982	617,8	745,8	128,0	85,0	1.137,3	3.149,6	4,1	2,71	66,4	11,40
1983	600,6	808,4	207,8	89,8	1.371,7	3.405,0	6,3	2,64	43,2	11,11
1985	734,1	946,4	212,3	129,5	1.817,5	4.038,7	5,4	3,21	61,0	13,68
1987	854,1	1.003,8	149,8	138,7	2.346,1	4.589,9	3,4	3,06	92,6	13,82
1990	1.031,3	1.252,7	221,4	184,2	3.206,5	5.546,1	4,0	3,32	83,2	14,70
1991	1.054,3	1.323,4	269,2	194,5	3.598,4	5.724,8	4,7	3,40	72,3	14,70
1994	1.257,7	1.460,9	203,3	203,0	4.643,7	6.736,9	3,1	3,01	99,9	13,90

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. *Federal Reserve Bulletin*, vários números (in: Cintra, op. cit.).

¹⁰⁷ Ibidem, p. 217.

Os gastos com juros da dívida pública, que equivaliam a 1,46% do PIB em 1975, cresceram continuamente a partir de então, atingindo 3,4% do PIB no início dos anos 1990. Em relação às despesas orçamentárias, os gastos com juros dobraram em duas décadas, saltando de menos de 7% em 1975 para quase 14% em meados dos anos 1990.¹⁰⁷ Em 1994 o montante de juros pagos correspondeu ao valor do déficit orçamentário, indicando uma “endogenização do déficit público”: este tornou-se essencialmente financeiro e deixou de ser um fator promotor do gasto e da dinamização da demanda efetiva.¹⁰⁸

“[...] os déficits públicos vêm introjetando uma componente financeira associada ao giro da dívida pública, que é usada preferencialmente para regular o mercado financeiro e cambial. A partir de meados dos anos 70, não existe propriamente um déficit primário crescente do Tesouro, mas um déficit proveniente da circulação financeira dos títulos públicos, como garantidores das operações internacionais denominadas em dólares e da reciclagem do estoque de dívida interna. Trata-se de um ajuste patrimonial e não de fluxos, centrado, dentre outros instrumentos, nos títulos públicos, monetizando-os. Segundo Minsky, há um ‘*government-debt-based money supply*’.”¹⁰⁹

Ao praticar juros reais positivos e, em muitas ocasiões, bastante elevados, as autoridades monetárias dos países desenvolvidos passaram a alimentar os tomadores de títulos públicos e fizeram a dívida pública adquirir uma dinâmica de crescimento estritamente financeira. No novo regime monetário e financeiro, a dívida pública, antes de controlar, incumbe-se de monetizar as moedas privadas criadas e cresce em razão de sua dimensão financeira, drenando recursos da sociedade, retirados do orçamento do Estado (isto é, parcela dos salários e lucros extraídos da sociedade via impostos), para a esfera financeira, tomadora de títulos públicos. A transferência de renda para os capitais financeiros detentores da dívida pública, segundo Chesnais, envolve parcela significativa do produto nacional dos países da OCDE (20% dos gastos orçamentários, 3% a 5% do PIB).¹¹⁰ O principal detentor da dívida pública é, numa proporção cada vez maior, o setor financeiro não-bancário, particularmente os investidores institucionais — os fundos de pensão e os fundos mútuos, principais atores do regime de finanças diretas, tiveram suas demandas de oportunidades de aplicação plenamente atendidas pela forma com que a maioria dos governos da OCDE vem gerindo suas dívidas, mediante a colocação de títulos públicos nos mercados financeiros, num regime de taxas de juros reais positivas. Nos Estados Unidos, entre 1980 e meados dos anos

¹⁰⁷ Segundo Chesnais, o serviço da dívida norte-americana (juros e amortizações) passou de 12,7% em 1980 para 20,1% do orçamento federal em 1990. Ver Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 27.

¹⁰⁸ Cf. Cintra, op. cit., pp. 226-228.

¹⁰⁹ Ibidem, p. 228.

¹¹⁰ Cf. Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 19.

1990, os bancos comerciais domésticos e as famílias reduziram pela metade sua participação como detentores da dívida pública norte-americana (de 19,2% para 9,2% no caso dos bancos e de 19% para 10,5% no caso das famílias), com aumento correspondente da participação dos investidores institucionais, inclusive os estrangeiros.¹¹² Dada a dimensão atingida pelo mercado de títulos públicos, a atuação dos poderes públicos na gestão da dívida pública tornou-se cada vez mais condicionada e moldada pelas pressões e interesses dos detentores desses títulos, os quais passaram a impor suas condições para seguir financiando a rolagem da dívida. Governos e bancos centrais foram se tornando impotentes perante as forças que ajudaram a desencadear.

“Numa situação em que os títulos da dívida pública representam cerca de um terço dos ativos financeiros mundiais (metade foi emitida pelos Estados Unidos), os mercados esperam que os governos apliquem uma política correspondente às prioridades essenciais dos credores. Quando os governos se mostram tentados a se afastar dessa via, os ‘mercados’, isto é, os grandes detentores de títulos da dívida, se encarregam de lembrá-los que não devem fazê-lo. A capacidade de os operadores atingirem seus fins, em razão do volume de ativos financeiros que podem mobilizar, tanto diretamente quanto de forma ‘alavancada’, permite-lhes desencadear crises praticamente quando o desejarem, qualquer que seja sua justificativa no plano dos ‘fundamentos’. Não é difícil descobrir as causas do ‘sucesso’ garantido das grandes vagas de especulação, ou ainda de sua capacidade de serem ‘auto-realizadoras’. A flexibilidade das taxas de câmbio e a liberalização financeira tiraram dos bancos centrais os meios de impedir ataques aos mercados.”¹¹³

Em outras palavras, os agentes da esfera financeira (os “mercados”)¹¹⁴ passaram, graças ao poder alcançado no novo contexto do capitalismo mundial, a “sinalizar” aos governos e aos bancos centrais os rumos desejados para as políticas econômicas (sobretudo na condução da política monetária e na gestão da dívida

¹¹² Cf. Cintra, op. cit., pp. 220-222. O aumento da participação dos investidores institucionais no financiamento da dívida pública norte-americana implica maior velocidade de circulação dos títulos, “pois os fundos institucionais monitorados de modo profissional reagem mais rapidamente a diferenciais de rendimentos esperados através de diversos mercados, nacionais e internacionais. Os investidores institucionais podem transferir recursos de um mercado para outro, tanto domésticos — de *bills* para *notes* — como internacionais — de *US Treasury Bonds* para *German Government Bonds* —, e provocar grandes oscilações nos preços dos títulos das dívidas públicas dos principais países da OCDE (como na crise do mercado de *bônus* de 1994)” (p. 221).

¹¹³ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 268.

¹¹⁴ Segundo Chesnais, a “personificação” (antropomorfismo) dos mercados revela pelo menos três dimensões da ascensão do setor financeiro: “A primeira refere-se ao movimento de relativa autonomização da esfera financeira em relação à produção e, sobretudo, à capacidade de intervenção das autoridades monetárias. A segunda tem a ver com o “fetichismo” (ressaltado por Marx e também por Keynes) das formas de valorização do capital de natureza especificamente financeira. A terceira remete ao fato de que são os operadores que delimitam os traços da mundialização financeira e que decidem quais os agentes econômicos, de quais países e para quais tipos de transação, que participarão desta” (Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 13).

pública), consubstanciados nos princípios que norteiam um regime monetário e financeiro estruturado de forma a favorecer a liberdade de ganhos de capital: taxas de juros reais positivas, taxas de câmbio absolutamente flexíveis, controle da inflação, desregulamentação e liberalização das finanças e da moeda etc. A subordinação dos poderes públicos a esses preceitos no regime de acumulação sob dominância financeira marca o triunfo das idéias e dos interesses daqueles que defendem que as relações econômicas devem se desenvolver num espaço transnacional, sem normas nacionais e sem interferências governamentais ou de qualquer outro tipo de instituições que pretendam regular os movimentos de capitais e de mercadorias.¹¹⁵

Esse poder dos agentes da esfera financeira (a “tirania dos mercados” ou a “ditadura dos credores”), aliado à particular configuração do regime monetário e financeiro e ao desenvolvimento e maior integração entre os diversos mercados, impõe limitações, retira graus de liberdade e torna ineficazes vários instrumentos de política econômica que no regime fordista permitiam ao Estado um maior controle sobre os rumos da acumulação capitalista.¹¹⁶ Por um lado, as políticas de câmbio dos bancos centrais perderam eficácia: a liberalização suprimiu os controles sobre o câmbio e dificultou a esterilização dos crescentes fluxos internacionais de capitais nos mercados de câmbio; as reservas de divisas dos bancos centrais são pequenas para enfrentar a grande massa de recursos mobilizada por grupos industriais, investidores institucionais e bancos nos ataques especulativos contra moedas; e a manipulação das taxas de juros tem efeito limitado em face dos movimentos de desconfiança dos agentes em relação às moedas nacionais sob ataque. Por outro lado, o processo de liberalização e de desregulamentação, as inovações financeiras (como os derivativos e outros instrumentos financeiros não registrados nos balanços das instituições que os operam, reduzindo a transparência e o controle das operações de mercado), a gestão de recursos por fundos institucionais (fora do controle das reservas compulsórias dos bancos centrais) e a multiplicação endógena de uma grande massa de capitais suscetíveis de deslocamento freqüente entre as diversas praças financeiras dificultaram a gestão e reduziram o papel das políticas monetárias, cujas ferramentas se fragilizaram numa era dominada por proliferação de centros de emissão de moedas privadas, fora do controle dos bancos centrais (particularmente no caso do dinheiro eletrônico, que vem progressivamente ameaçando o controle dos bancos centrais sobre os sistemas de

¹¹⁵ Cf. Palazuelos, *op. cit.*, p. 163.

¹¹⁶ Segundo Plihon (*op. cit.*, p. 128), as políticas monetárias implementadas pelas autoridades públicas tomaram-se impotentes frente à “ditadura dos mercados”: “As autoridades monetárias das principais potências financeiras encontram-se, daqui para frente, na situação de ‘buscar lã e sair tosquiados’”.

pagamentos).¹¹⁷

“A dinâmica da riqueza desencadeada pelas estratégias das corporações, pelos sistemas financeiros e pelos mercados em geral tornou a tarefa dos bancos centrais muito mais complexa, difícil e algumas vezes impossível. Não é mais ‘trivial’ definir o próprio dinheiro e os meios de pagamento, acompanhar os fluxos monetários, monitorar a expansão da base monetária e do crédito. [...] O ponto central é que o controle da liquidez exercido pela autoridade monetária está sendo posto em xeque. Os diversos títulos financeiros que rendem juros e circulam mediante as compras e vendas nos mercados secundários têm atributos de meios de pagamento e, portanto, significam um incremento ao conceito de liquidez do ‘velho regime monetário’. Dada a emergência de um mercado de capitais mundialmente integrado — ações, bônus, *commercial papers*, certificados de depósitos, títulos e notas financeiras diversas, bem como os seus ‘derivativos’ —, os bancos podem ter acesso a recursos adicionais para crédito à especulação ou à produção e, assim, contornar a política de reservas de seus bancos centrais nacionais. A emissão de algumas dessas *securities* do mercado de capitais, por sua vez, não é monopólio do sistema bancário. Elas podem ser geradas por corporações industriais, comerciais e diversos tipos de companhias financeiras. [...] Essa espiral financeira, que é monetária (dinheiro fiduciário central em espécie) — que é ‘riqueza de papel’ (títulos financeiros) e que é, no limite, a mera contabilidade de valores potencialmente realizáveis (‘fictícios’) —, vem tornando o exercício da política monetária um jogo de tentativa-e-erro, quando não de erros pura e simplesmente.”¹¹⁸

Se é verdade que os poderes públicos fortaleceram sua orientação de mercado e passaram a desenvolver suas políticas em consonância com os interesses dos agentes da esfera financeira, seja por meio da gestão da dívida pública pelos governos (uma dívida securitizada e realimentada por seus custos financeiros, que mergulhou os Tesouros nacionais em crises fiscais permanentes), seja mediante a gestão da política monetária pelos bancos centrais (que sancionaram as moedas e o imediatismo, ou “curto-prazismo”, dos mercados financeiros), é preciso contudo, como já assinalado, relativizar esse poder dos agentes privados sobre os poderes públicos e a transformação destes em meros coadjuvantes da especulação: trata-se sobretudo de uma subordinação política dos governos e das autoridades monetárias aos grandes capitais financeiros, e não de uma subordinação inexorável decorrente do esvaziamento dos instrumentos de política econômica à disposição dos poderes públicos, pois estes seguem contando com poderosos instrumentos e ferramentas para interferir nos campos monetário e financeiro.

¹¹⁷ Sobre a privatização crescente da moeda, a disseminação do dinheiro eletrônico e o surgimento da *cybercash* na Internet, ver Guttman, op. cit., pp. 69-72.

¹¹⁸ Braga, op. cit., pp. 165-166. Em outras palavras, a gestão da política monetária passou da administração da moeda de referência e da criação de crédito produtivo (fordismo) para uma política quase à mercê dos ativos financeiros públicos e privados. Segundo Braga, os bancos centrais fortaleceram a orientação de mercado na implementação de suas políticas e capitularam ante o mercado, sancionando o imediatismo do mercado monetário.

“Insiste-se com demasiada freqüência na tese de que a globalização financeira esvazia o conteúdo dos instrumentos que os poderes públicos têm em suas mãos para atuar em matéria monetária e financeira. No entanto, essa proposição só é correta se se aceita previamente que a lógica e a dinâmica dos mercados financeiros não devem ser perturbadas. Caso contrário, embora resulte evidente que qualquer processo de internacionalização reduz as margens de manobra nacionais, não cabe inferir daí que os governos e os bancos centrais careçam de instrumentos importantes, que — caso estivessem dispostos a utilizá-los — poderiam influir de modo significativo no comportamento dos mercados financeiros.”¹¹⁹

Entretanto, no regime de acumulação sob dominância financeira, os poderes públicos, bem como as instituições oficiais que atuam em âmbito internacional (via de regra subordinadas ao domínio hegemônico norte-americano), só vêm utilizando seus instrumentos de política econômica para favorecer a valorização do capital financeiro ou para socorrer os principais atores financeiros e seus mercados dos freqüentes processos de instabilidade ou de crise internacional, criando “redes de segurança” para preservar os interesses dos credores e da esfera financeira e renunciando a qualquer tipo de controle ou fiscalização sobre os movimentos de capitais (os poderes públicos socorrem os agentes privados, mas não impedem a ocorrência de turbulências ou de crises). Por ideologia ou por pragmatismo, os governos se ocupam de respeitar o julgamento dos “mercados” (menos anônimos do que geralmente se afirma),¹²⁰ garantir moedas fortes (mas com taxas de câmbio sempre flexíveis), reduzir a carga fiscal e eliminar os controles que limitam os movimentos do capital, financiar a dívida pública mediante a colocação de títulos nos mercados financeiros e restabelecer o equilíbrio das contas públicas (isto é, manter déficits financeiros e produzir superávits orçamentários primários, os quais são transferidos, via pagamento de juros e amortizações, para a esfera financeira, detentora dos títulos da dívida pública). Os bancos centrais procuram preservar os preços dos ativos financeiros, estender seus mecanismos de “empréstimos de última instância” para o socorro de bancos e de outros agentes do sistema financeiro e fortalecer sua capacidade de combater os novos tipos de crise surgidos com o advento da liberalização e da internacionalização financeiras (os bancos centrais socorrem, mas não controlam; são “reféns dos mercados”). Sob o comando da nação hegemônica, os organismos multilaterais, sobretudo o FMI e o Banco Mundial, e, mais esporadicamente, os bancos centrais dos

¹¹⁹ Palazuelos, op. cit., p. 150. Um dos principais instrumentos à disposição dos poderes públicos é a capacidade de decidir sobre o nível da taxa de juro básica de curto prazo: “como a passagem pela moeda central é inexorável, a despeito da existência de ‘centros privados de emissão monetária’ — agentes emissores dos títulos líquidos ou quase-líquidos —, os bancos centrais ainda detêm a capacidade de influir ou até mesmo de determinar a taxa de juro de curto prazo, o objetivo realístico da política monetária” (Braga, op. cit., p. 166).

¹²⁰ Cf. Serfati, op. cit., p. 181.

países desenvolvidos (juntamente com os ministros das finanças, todos sob o comando — explícito ou implícito — do Federal Reserve norte-americano) procuram intervir de forma a solucionar as crises de falta de liquidez e a administrar as crises financeiras internacionais, resguardando os interesses e privilégios dos capitais financeiros e socializando os custos pela via fiscal.

O FMI, em especial, converteu-se no grande prestador de última instância do capitalismo internacional no contexto da mundialização financeira, procurando evitar um processo de desvalorização em cadeia dos ativos financeiros nos mercados mundiais. Após perder suas funções e sua própria razão de ser com a derrocada da ordem monetária construída em Bretton Woods, o FMI reformulou suas funções e recuperou importância no novo regime monetário e financeiro criado a partir dos Estados Unidos, participando da gestão da crise da dívida externa dos países da periferia capitalista, da implementação da regulação financeira privada, da gestão das crises de crédito internacionais (juntamente com os Estados ocidentais e os grandes bancos internacionais) e da extensão dos princípios do novo binômio (regime de acumulação/modo de regulação) para os países do Terceiro Mundo (concessão de pacotes de ajuda financeira em troca de duros ajustes macroeconômicos). Na verdade, o FMI é um dos principais artífices da disseminação e da plena aplicação dos postulados que presidem a lógica do novo regime monetário e financeiro pelo mundo, juntamente com outros pilares institucionais do processo de mundialização financeira, como o Banco Mundial e a OMC. Suas receitas de ajuste macroeconômico independem da situação peculiar de cada país: sempre prescrevem superávits fiscais, políticas monetárias restritivas (duros ajustes monetários mediante taxas de juros elevadas), rápida liberalização e desregulamentação dos mercados nacionais, ampla abertura ao capital externo e privatizações, mesmo que os países sob monitoramento não apresentem déficits orçamentários ou sofram pressões inflacionárias importantes (como era o caso de alguns países asiáticos atingidos pela crise de 1997). Os princípios ideológicos defendidos pelo FMI e sua forma de atuação se identificam claramente com os interesses que norteiam os mercados financeiros internacionais e os interesses hegemônicos norte-americanos: o FMI é um grande agente dos “mercados” e da lógica expansiva do processo de internacionalização financeira, tendo se convertido num órgão emblemático do processo de mundialização financeira.

4.3 Alguns tópicos conclusivos

1) No regime de acumulação sob dominância financeira, as características fundamentais dos mercados financeiros são:¹²¹ grande magnitude de intercâmbios, capazes de criar uma oferta financeira tão elástica que parece infinita; possibilidade aberta por essa grande oferta de recursos para que empresas e países, que de outra forma não obteriam financiamento externo, tenham acesso a esses mercados; rapidez, variedade de instrumentos e redução de custos de financiamento permitidas pelos mercados internacionais (ligação transacional informatizada dos mercados de ativos); autonomia de movimento desses mercados, que se adaptam a qualquer conjuntura econômica; articulação mantida pelos mercados internacionais com os sistemas financeiros nacionais, que também se internacionalizam por meio dos investimentos em carteira; protagonismo dos grandes operadores, em meio à miríade de agentes que intervêm nos diferentes mercados (capital monetário concentrado nas mãos de um pequeno número de grandes operadores), com destaque para as empresas internacionais, os grandes bancos e os investidores institucionais; primazia de um grupo limitado de países, Estados Unidos à frente, que concentram a maior parte das transações financeiras; a capacidade da dinâmica financeira em integrar um número crescente de países não desenvolvidos, aumentando o potencial expansivo do capital internacional; crescente diversidade de instrumentos financeiros, sejam moedas, obrigações, ações, empréstimos, créditos securitizados ou derivativos; integração estabelecida entre esses componentes financeiros por meio de operações combinadas, cujo nexos nos anos 1990 são as operações com derivativos (futuros, opções e *swap*); extrema volatilidade dos instrumentos utilizados e operações realizadas; elevado conteúdo especulativo de grande parte das transações financeiras, sobretudo nos mercados de divisas e de derivativos; reprodução sistemática de um clima de incerteza nos mercados, apesar de alguns terem surgido como elementos de cobertura frente aos riscos, como é o caso dos derivativos e das linhas de crédito securitizadas; propensão a burlar os controles públicos e particularmente as cargas fiscais vigentes em cada país; recusa ao estabelecimento de mecanismos que permitam a cooperação econômica internacional; dificuldade de fixar limites de contenção que evitem o contágio de mecanismos desestabilizadores entre os diferentes mercados e os distintos países.

2) No novo regime monetário e financeiro, regido por taxas de juros reais elevadas, “inflação zero” e taxas de câmbio flexíveis, a busca de ganhos financeiros num

¹²¹ Cf. Palazuelos, op. cit., pp. 202-203.

horizonte temporal de curtíssimo prazo passou a ser o objetivo estratégico dos agentes da esfera financeira, ditando o comportamento das empresas (financeiras ou não-financeiras) e dos centros de decisão capitalistas. Com a liberalização e desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais e a transição do regime de finanças administradas do fordismo para um regime de finanças de mercado, os investidores financeiros passaram a operar e a compor suas carteiras de ativos fazendo “arbitragem” entre os diversos instrumentos financeiros ou compartimentos dos mercados. Moedas, ações, imóveis e *commodities* tornaram-se objetos de intensa especulação, ao passo que os mercados de títulos públicos e privados ganharam, na maior parte do mundo, dinâmica própria. O extraordinário crescimento das transações financeiras nas décadas de 1980 e 1990 — particularmente impulsionado pelo surgimento dos instrumentos de cobertura contra riscos (derivativos) — transformou a esfera financeira na ponta-de-lança do movimento de mundialização da economia. Conforme enfatizado por Chesnais, é na esfera financeira que as operações de capital envolvem os montantes mais elevados, que a mobilidade é maior e que os interesses privados recuperaram a iniciativa em relação ao Estado.¹²²

3) A mundialização financeira envolve a internacionalização dos vários segmentos dos mercados financeiros e a integração internacional dos mercados financeiros nacionais, com diluição das fronteiras entre instrumentos, prazos e instituições. Uma série de movimentos facilitou essa crescente interdependência geográfica e funcional dos mercados nacionais e dos segmentos de mercado no novo regime monetário e financeiro: a liberalização monetária e financeira (maior mobilidade internacional do capital), a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais (permitindo a integração mediante operações de arbitragem), a expansão dos mercados de capitais e a institucionalização da poupança financeira, a proliferação de inovações financeiras (securitização, instrumentos derivativos etc.), o desenvolvimento da informática e de tecnologias de comunicação etc. É certo, entretanto, que as aplicações financeiras domésticas são preponderantes (apesar da eliminação de controles sobre os movimentos internacionais de capitais) e que a internacionalização financeira recente e o grau de integração dos mercados de capitais podem ser mais limitados do que sugerem os números relativos, por exemplo, aos fluxos brutos de capital. Embora os fluxos internacionais de capitais tenham crescido rapidamente nas últimas décadas e os mercados financeiros estejam cada vez mais integrados, estes ainda estariam longe de

¹²² Cf. Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 11.

constituir um mercado global unificado.¹²³ Contudo, a grande questão da internacionalização ou da mundialização financeira não parece estar tanto numa diversificação multinacional das carteiras dos investidores, mas na internacionalização de uma lógica financeira rentista e especulativa, gestada e exportada pelos Estados Unidos, que vem subordinando as estratégias de acumulação do capital produtivo na maioria dos países capitalistas. É a internacionalização do regime de acumulação sob dominância financeira e de seu modo de regulação rentista de mercado o que parece mais importante no contexto do capitalismo do final do século XX, e nem tanto a magnitude da internacionalização dos portfólios privados (diversificação internacional das carteiras e maior volume de aplicações externas).

4) Para Chesnais, a expressão “mundialização financeira” designa “as estreitas interligações entre os sistemas monetários e os mercados financeiros nacionais, resultantes da liberalização e desregulamentação adotados inicialmente pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido, entre 1979 e 1987, e nos anos seguintes pelos demais países industrializados. A abertura, externa e interna, dos sistemas nacionais, anteriormente fechados e compartimentados, proporcionou a emergência de um espaço financeiro mundial. Nem por isso os sistemas financeiros nacionais foram eliminados com a liberalização e desregulamentação. Estas apenas os integraram, de forma ‘imperfeita’ ou ‘incompleta’, dentro de um todo com três particularidades. Em primeiro lugar, é *fortemente hierarquizado*: o sistema financeiro dos Estados Unidos domina os outros, em função da posição do dólar e também das grandes dimensões dos mercados norte-americanos de bônus e ações. Não desapareceu o ‘desenvolvimento desigual’ dos países (mesmo dentro da OCDE), nem a concorrência entre eles, tendo a moeda e as finanças entre seus instrumentos. Pelo contrário, foram até reavivados pela liberalização e desregulamentação financeiras. É isso que explica por que, em segundo lugar, esse todo ‘mundializado’ é *marcado por uma carência de instâncias de supervisão e controle* [...]. Por fim, *a unidade dos mercados financeiros é assegurada pelos operadores financeiros*, em graus diferentes de um a outro compartimento (câmbio, obrigações, ações etc.). É errado atribuir a unidade dos mercados financeiros, essencialmente, às tecnologias (telecomunicações, informática) que proporcionam, concretamente, a interligação das praças financeiras. Essa interligação nasce das

¹²³ Cf. Batista Jr., op. cit. Segundo o autor, o grau de internacionalização financeira e a interdependência das políticas macroeconômicas são maiores hoje do que nos anos 1950 e 1960 (quando os mercados financeiros eram mais segmentados e regulados), mas menores do que nos tempos do padrão-ouro. Da mesma forma os fluxos líquidos de capital são menores do que nas décadas anteriores à I Guerra Mundial, mas o volume bruto de transações financeiras e a velocidade de deslocamento internacional dos fundos são atualmente muito maiores.

operações que transformam uma virtualidade técnica em fato econômico. [...] A integração internacional dos mercados financeiros nacionais tornou-se possível a partir de sua abertura regulamentar e de sua interligação em tempo real. Mas o efetivo contexto dessa integração decorre, de forma concreta, de decisões tomadas e das operações efetuadas pelos gestores das carteiras mais importantes e mais internacionalizadas. Não é irrelevante a 'personificação' (antropomorfismo) dos mercados. Sem dúvida, é isso que permite revelar, ao mesmo tempo, pelo menos três dimensões da ascensão do setor financeiro. A primeira refere-se ao movimento de relativa autonomização da esfera financeira em relação à produção e, sobretudo, em relação à capacidade de intervenção das autoridades monetárias. A segunda tem a ver com o 'fetichismo' (ressaltado por Marx e também por Keynes) das formas de valorização do capital de natureza especificamente financeira. A terceira remete ao fato de que são os operadores que delimitam os traços da mundialização financeira e que decidem quais os agentes econômicos, de quais países e para quais tipos de transação, que participarão desta".¹²⁴

5) A mundialização financeira derivou para um regime de finanças especulativas, fonte permanente de instabilidade. Embora não seja um fenômeno novo na história do capitalismo, a especulação ganhou importância inusitada com a multiplicação de inovações financeiras observada desde a crise do fordismo. A especulação financeira, que se tornou independente do processo cíclico e representa importante fonte de rendimento para os agentes financeiros, está baseada numa grande variedade de serviços financeiros (compra e venda de títulos a fim de obter lucros decorrentes da diferença entre preços de compra e venda) que proporcionam comissões e direitos para quem os fornece. A partir da profunda transformação do sistema financeiro internacional, ocorrida com a liberalização financeira, aquele que investe (ou empresta) pesquisa o melhor rendimento, passando de um título a outro, de uma moeda a outra, ou de um procedimento de cobertura a outro: da obrigação em alguma moeda nacional à obrigação em dólares, da ação à opção, da opção ao futuro. Esses mercados particulares (obrigações, divisas, derivativos etc.) passaram progressivamente a se integrar num mercado financeiro único e internacionalizado, caracterizado por uma dupla unidade: de lugar (praças financeiras interconectadas, graças aos avanços das telecomunicações) e de tempo (24 horas por dia, ininterruptamente). Segundo Plihon, ao proceder a uma liberalização total das finanças, as autoridades monetárias dos países industrializados abriram uma caixa-de-

¹²⁴ Chcsnais, "Introdução geral", loc. cit., pp. 12-13.

pandora, alimentando as finanças especulativas e dando razão a Keynes, que afirmava que o risco de predomínio da especulação tende a crescer quando a organização dos mercados financeiros progride.¹²⁵ As finanças internacionais desenvolvem-se segundo sua própria lógica, com relação apenas indireta com o financiamento do comércio e dos investimentos produtivos. O essencial das operações financeiras internacionais consiste em um vaivém incessante entre moedas e os diferentes instrumentos financeiros. O crescimento vertiginoso das finanças internacionais corresponde a uma mudança sistêmica: a própria natureza do sistema financeiro internacional se transformou, agora sob o domínio da especulação. Dizer que os mercados se tornaram fundamentalmente especulativos é sublinhar dois outros aspectos: os agentes raciocinam a curtíssimo prazo (miopia crescente de todas as categorias de operadores) e os operadores tendem a se abstrair da realidade dos fundamentos, em proveito da procura de uma “opinião” quanto à tendência do mercado. Essa vertente especulativa intervém porque os mercados tornaram-se mais voláteis e aos investidores falta um ponto de partida para ancorar suas antecipações.¹²⁶ Em outras palavras, a especulação é uma consequência direta das dimensões sistêmicas do regime mundial de finanças de mercado e dos fundamentos de caráter rentista dos mecanismos de determinação da regulação da moeda e das finanças no regime de acumulação sob dominância financeira.

6) De acordo com Cintra, “o desequilíbrio entre os mercados financeiros que operam em escala global e as regulamentações nacionais constitui a maior fonte de ganho especulativo e amplia enormemente a rentabilidade da circulação financeira internacional. De modo geral, os investidores procuram explorar as ‘anomalias’ dos

¹²⁵ Keynes afirmava que, em face da incerteza quanto ao futuro, os agentes econômicos têm de escolher entre duas atitudes: empreender (prever o rendimento descontado dos investimentos produtivos) ou especular. A especulação é definida como um comportamento de preferência pela liquidez e de proteção contra a incerteza. Quando a incerteza no futuro é grande, a economia de empresa recua em proveito do espírito especulativo e a circulação financeira torna-se mais ativa do que a circulação industrial. Para Keynes, os mercados financeiros só contribuem para o bom funcionamento do empreendimento se existe uma separação de funções entre os que investem e os que poupam. A confusão entre estas funções significa que a moral de empresa recua e que, sistematicamente, a especulação se expande. Cf. Plihon, op. cit., p. 124.

¹²⁶ Cf. *ibidem*, pp. 111-114. Conforme destacado no capítulo anterior, a especulação consiste, segundo a definição clássica de Kaldor, na compra ou venda de bens com intenção de revenda (ou de recompra) em uma data posterior, quando a ação é motivada pela esperança de uma modificação do preço em vigor e não por uma vantagem ligada ao uso do bem, uma transformação qualquer ou a transferência de um mercado a outro. Ou seja, a especulação corresponde ao conjunto das operações que são iniciadas para realizar os ganhos de capital futuro e que não têm por objetivo contribuir, direta ou indiretamente, para o financiamento da produção e do comércio. Grande parte das transações financeiras é hoje diretamente impulsionada pelas antecipações de mais-valias futuras sobre o valor dos títulos. Ver *ibidem*, p. 113.

mercados e, freqüentemente, vendem suas posições tão rapidamente quanto as adquiriram. [...] ‘o Fundo Quantum de George Soros e outros *hedge funds* dedicam muito tempo estudando os fundamentos econômicos e políticos de diferentes países, buscando situações de ‘desequilíbrio’ que oferecem oportunidades lucrativas’”.¹²⁷

7) Segundo Chesnais, a dinâmica específica da esfera financeira — que cresce a um ritmo muito superior aos índices de crescimento do investimento, do PIB ou do comércio exterior no novo regime de acumulação — alimenta-se de dois tipos de mecanismos: inflação do valor dos ativos (formação de capital fictício) e transferências efetivas de riqueza para a esfera financeira (serviço da dívida pública e políticas monetárias); tais transferências assumem a forma de rendimentos financeiros, dos quais vivem camadas sociais rentistas.¹²⁸ No que diz respeito à inflação do valor dos ativos, cabe salientar que as taxas de juros elevadas, a engenharia financeira proporcionada pelo processo de desregulamentação e liberalização e o desenvolvimento dos mercados de bônus, de ações e de derivativos promoveram um extraordinário aumento do capital fictício, forma do capital que dá origem a rendimentos financeiros graças à negociação especulativa de ativos em papel, isto é, ativos financeiros líquidos e negociáveis no mercado (ver capítulo anterior). O fato de serem negociáveis e líquidos encoraja as posições especulativas (realização de lucros em operações que não têm como objeto o financiamento da atividade produtiva). Segundo Guttmann, a especulação monetária (divisas) e os demais veículos do capital fictício prosperam relativamente isolados da economia: enquanto o capital de empréstimo depende dos lucros industriais, o capital fictício não se identifica com o capital produtivo (embora se alimente de transferências cujas raízes estão neste), circulando com liberdade em relação às vicissitudes do capital industrial e vivendo várias vidas (cf. Marx). Daí o grande aumento da proporção de transações financeiras no PIB no final do século XX, tendência acentuada com o aumento extraordinário do potencial multiplicador do capital fictício representado pelos derivativos. Contudo, tanto Chesnais quanto Guttmann enfatizam que a autonomia do capital fictício é apenas relativa, isto é, não está imune à influência do resto da economia. Segundo Chesnais, o inchaço da esfera financeira tem raízes “reais”: embora parcela elevada das transações financeiras tenha lugar no campo fechado formado pelas relações entre instituições especializadas, sem contrapartida no intercâmbio de mercadorias e serviços nem no investimento, há vínculos fortes entre a esfera da produção e do

¹²⁷ Cintra, op. cit., p. 178. A citação refere-se a *The Economist*, 07/10/1995, p. 29.

¹²⁸ Cf. Chesnais, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996, p. 15.

comércio internacional e a esfera das finanças.¹²⁹ O maior perigo criado pelo capital fictício é que os operadores tendem a “super-reagir” a informações interpretadas como negativas, adotando o mesmo comportamento, isto é, uma corrida coletiva em busca de segurança, a qual pode destruir o capital fictício tão facilmente como se formou, mediante maciça deflação de ativos. Uma desvalorização do capital fictício provoca prejuízos, por contágio, ao capital de empréstimo e ao capital industrial, uma vez que as operações de crédito e as transações com títulos e derivativos (que atualmente caracterizam o capital fictício) formam uma estrutura “em teia de aranha”, afetando-se mutuamente.¹³⁰

8) A transferência de renda para a esfera financeira não se dá apenas pelo mecanismo da dívida pública gerida pelo Estado (política monetária restritiva — juros elevados e financiamento da dívida mediante a emissão de títulos — e utilização de recursos orçamentários para o pagamento do serviço da dívida pública), mas também por intermédio da apropriação de parte da renda produzida pelos grandes grupos industriais, uma vez que estes têm as suas atividades e estratégias de acumulação subordinadas a seus controladores, os quais cada vez mais são os investidores institucionais (sobretudo os fundos de pensão e os fundos de investimentos). É desses dois pólos do lado real da economia (apropriação de dividendos distribuídos pelos grupos industriais, que reproduzem o capital produtivo de forma ampliada, e Estado, que transfere renda retirada da sociedade via impostos) que se alimenta a esfera financeira para expandir o capital fictício (capital-dinheiro) e exercer a sua “tirania” sobre as políticas econômicas, perpetuando os mecanismos de transferência de renda e de estoque de riqueza (propriedade de ativos reais) a seu favor.¹³¹ Em resumo, o grupo industrial reproduz o capital produtivo de forma ampliada, distribuindo dividendos aos seus controladores, e o Estado transfere a renda produzida no setor produtivo (parcela dos salários e dos lucros retirados da sociedade via impostos); sobre essa base real multiplica-se vertiginosamente o capital fictício, comandado pela esfera financeira (os

¹²⁹ Cf. Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 15. Este tema será aprofundado no próximo capítulo.

¹³⁰ Cf. Guttmann, op. cit., pp. 83-84.

¹³¹ Como já observado no capítulo anterior, a proliferação das formas de capital-dinheiro (múltiplos instrumentos financeiros), “facilitada pela abertura e desregulamentação dos mercados financeiros (a ‘globalização financeira’), não significa apenas a sua ‘autonomização’ no seio da esfera financeira e sua excrecência em relação ao capital produtivo posto em movimento pelo processo de trabalho. A frutificação desse capital-dinheiro — sob a forma de dividendos, de juros e de variedades ‘híbridas’ de rendimento — se baseia, no fim das contas, no valor criado na esfera da produção de bens. Atualmente, a ‘tirania dos mercados’ não significa nada mais que o direito dos que centralizam esse capital-dinheiro, depois de o terem criado e multiplicado, de arrogar para si uma parte desmesurada das riquezas criadas no processo de produção” (Serfati, op. cit., p. 146).

“mercados”), a qual se apropria, por meio do capital-dinheiro centralizado, de uma parcela crescente da renda e da riqueza socialmente produzida.

9) Segundo Palazuelos, não deixa de ser um paradoxo o fato de os capitais financeiros, que tiveram nos déficits públicos (por meio da dívida emitida para financiá-los) uma das raízes nutrientes de sua expansão desde os anos 1970, agora pressionarem, por meio de seus porta-vozes, contra esses déficits, alegando que são desestabilizadores da economia.¹³² Na verdade, esse paradoxo é apenas aparente, uma vez que a pressão por economias orçamentárias, em nome do equilíbrio e da austeridade, é uma pressão pela redução dos gastos públicos com custeio e investimento. Desta forma, um superávit primário, resultante da redução dos gastos orçamentários, pode ser transferido integralmente para a esfera financeira, dado que o déficit financeiro do Estado não diminui em razão da lógica do regime monetário e financeiro vigente, isto é, da política de juros altos mantida para “evitar a retomada da inflação”, uma verdadeira obsessão nos discursos e nas práticas dos presidentes dos bancos centrais dos países ocidentais. São raros os argumentos na direção da redução do déficit financeiro (por exemplo, com juros mais baixos), a não ser no caso do discurso em defesa das privatizações das empresas públicas (transferência de propriedade pública para grandes fundos ou grupos privados), cujas receitas serviriam para reduzir parte da dívida pública — o que, via de regra, acaba não ocorrendo, seja porque o motor de todo o processo são os juros altos, os quais fazem a dívida crescer novamente segundo uma dinâmica estritamente financeira, seja porque os recursos das privatizações acabam sendo direta ou indiretamente apropriados pelo setor financeiro por meios variados (inclusive mediante técnicas pouco ortodoxas, como os ataques especulativos contra moedas de economias “emergentes” empenhadas em processos de privatização).

10) O processo de securitização substituiu o sistema de crédito bancário tradicional (vigente durante o fordismo), tornando o crédito flexível e negociável, isto é, conferindo um caráter “curto-prazista” a operações que eram de longo prazo. O crédito bancário, que gera moeda “do nada”, cedeu lugar aos títulos (*securities*), que também são moeda gerada “do nada”, mas com capacidade de circulação, crescimento e retroalimentação muito mais rápidas. O capital fictício, em suma, encontrou mecanismos mais apropriados para crescer aceleradamente e com poucas barreiras no regime de acumulação sob dominância financeira. A base do processo, em âmbito

¹³² Ver Palazuelos, op. cit., p. 62.

mundial, são os títulos norte-americanos, isto é, a dívida da nação hegemônica, paradigma do processo de acumulação capitalista da segunda metade do século XX.

11) A volatilidade está na origem da criação dos mercados de derivativos, bem como em seu crescimento e retroalimentação. Como enfatiza Cintra, não há necessidade de mecanismos de *hedge* em mercados estáveis: estes oferecem poucas possibilidades de ganhos especulativos.¹³³ Por outro lado, o próprio mecanismo de *hedge*, ao ampliar a segurança do aplicador, também facilita o processo especulativo, aumentando a volatilidade dos mercados de ativos. Ao ampliar a volatilidade, a multiplicação dos mecanismos de proteção microeconômicos aumenta a incerteza macroeconômica.

12) Segundo Cintra, e conforme salientado nos capítulos anteriores, grande parte das transformações financeiras observadas a partir da década de 1980 “está relacionada com a flexibilização (mercados secundários e instrumentos derivativos) das operações em termos de prazos, taxas de remuneração e moedas de emissão, para enfrentar a instabilidade dos mercados trazida pelo novo contexto macroeconômico. Estimativas de várias organizações indicam que praticamente dois terços do movimento do conjunto dos principais mercados se referem a operações intra-agentes financeiros. Ou seja, a amplitude da dinâmica financeira é desproporcional às necessidades imediatas de intermediação de recursos entre os agentes superavitários e os demandantes finais de recursos, e está fortemente condicionada pela flexibilização dos ativos financeiros e pelos movimentos de arbitragem. Assim, os principais beneficiários dos desenvolvimentos nos mercados financeiros são os próprios agentes desses mercados”.¹³⁴

¹³³ Ver Cintra, op. cit., p. 187.

¹³⁴ *Ibidem*, pp. 204-205.

CAPÍTULO 5

A DINÂMICA DO NOVO REGIME MONETÁRIO E FINANCEIRO

Neste capítulo, dedicado à discussão da dinâmica do novo regime monetário e financeiro, abordam-se as principais características, interações e resultantes da lógica operacional de uma forma institucional responsável por um processo de acentuada financeirização da economia mundial e por uma inusitada hipertrofia da esfera financeira, a qual vem crescendo, há mais de duas décadas, a taxas muito mais elevadas do que o investimento, a produção e o comércio internacional.

Na primeira seção examinam-se os principais aspectos que conferem às relações financeiras a primazia na dinâmica econômica do regime de acumulação sob dominância financeira e do modo de regulação rentista de mercado. Na segunda seção são discutidas a importância da incorporação da instabilidade à lógica de funcionamento do novo binômio, a metamorfose sofrida pelas crises financeiras, a fragilidade sistêmica crescente e os mecanismos utilizados para a neutralização dos abalos e crises ao longo das décadas de 1980 e 1990. Na terceira seção discute-se a influência decisiva da nova regulação da moeda e das finanças sobre a configuração e a dinâmica assumidas pelas demais formas institucionais que compõem o atual binômio, enfatizando que as transformações da forma institucional regime monetário e financeiro não se dão de forma endógena e estanque, mas articuladas e mutuamente influenciadas pelas mutações na relação concorrencial intercapitalista, na relação trabalho, na forma de organização do Estado e no regime internacional hegemônico. A última seção trata de algumas das principais propostas apresentadas para redefinir o marco regulatório da moeda e das finanças predominante no capitalismo do final do século XX, indicando as barreiras e os limites existentes para a implementação de medidas que abalem minimamente os pilares de sustentação do atual regime monetário e financeiro.

5.1 A primazia das relações financeiras na dinâmica econômica

O processo de mundialização do capital observado nas últimas três décadas do século XX abrange, segundo Chesnais, o aumento da importância do comércio exterior nas economias nacionais, a evolução dos grupos industriais no sentido de se tomarem redes mundiais de produção, reorganizando sucessivamente os vários setores industriais em oligopólios mundiais, e a disseminação de importantes progressos tecnológicos nas áreas de telecomunicações e informática, os quais ajudaram a contornar as barreiras geográficas da economia mundial. Contudo, em nenhum setor a

tendência à mundialização e à integração em escala global avançou tanto quanto no campo das instituições e dos mercados financeiros (conforme visto no capítulo anterior). Esse processo de mundialização financeira, cujo dinamismo está vinculado às transformações financeiras desencadeadas a partir dos Estados Unidos, permitiu e consolidou a hegemonia do capital financeiro na nova fase da acumulação do capital inaugurada a partir da crise do regime fordista — um capital financeiro mais concentrado e centralizado do que em qualquer período anterior do capitalismo e que privilegia a flexibilidade a curto prazo e as formas de valorização líquidas e seguras. Embora a riqueza seja criada na esfera da produção, é a esfera financeira que comanda, cada vez mais, a repartição e a destinação social dessa riqueza no novo regime de acumulação (o que justifica a denominação *regime de acumulação sob dominância financeira*).¹

“Os Estados Unidos dispõem do maior mercado de capitais em relação a qualquer nação e de investidores altamente sofisticados. Essa característica implica crescente predominância quantitativa e qualitativa da forma financeira do capital sobre as demais, isto é, constitui-se um ‘modelo’ em que prevalece a lógica financeira de valorização sobre as demais esferas de circulação do capital. Não no sentido de anulá-las — o que é rigorosamente impossível, pois é inexorável para o capital o cumprimento, em qualquer momento ou etapa, do circuito completo da sua circulação (capital-dinheiro, capital-produtivo e capital-mercadorias) —, mas de subordinar a apropriação privada do lucro e a correspondente acumulação de capital aos critérios e requisitos de valorização próprios do capital financeiro como sua forma mais avançada, por ser mais geral e abstrata. Trata-se da emergência de uma situação em que o movimento da fração capital-dinheiro tende a imprimir sua marca no conjunto das operações do capitalismo contemporâneo. ‘Portanto, ocorre a reafirmação pelo capital-dinheiro de uma *autonomia* perante o capital industrial, cujos limites são estabelecidos apenas através da *viabilidade* a médio e longo prazo de *um regime de acumulação rentista*’.”²

O regime monetário e financeiro engendrado e estruturado pelos Estados Unidos e difundido mundialmente a partir da política monetária norte-americana³ e dos processos de liberalização e desregulamentação das atividades financeiras nas décadas de 1980 e 1990 — no contexto da “revolução conservadora” que reafirmou a centralidade do dólar e dos Estados Unidos no capitalismo mundial e garantiu a

¹ Cf. Chesnais, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996; Guttmann, Robert. “As mutações do capital financeiro”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

² Cintra, Marcos Antonio M. “A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapcsp, 1998, p. 232. O trecho citado refere-se a Chesnais (idem).

³ Conforme visto anteriormente, a política monetária norte-americana conduzida pelo FED é a base da regulação da moeda e das finanças no regime de acumulação sob dominância financeira, uma vez que é ela que determina a taxa de juro de referência para a economia mundial.

crescente primazia de um modo de regulação rentista de mercado nos principais países desenvolvidos⁴ — impulsionou a expansão e a integração internacional dos mercados financeiros e promoveu uma financeirização profunda da economia mundial, cuja dinâmica passou a ser caracterizada por um predomínio marcante das relações financeiras sobre aquelas de natureza eminentemente produtiva (subordinação do capital produtivo às exigências do capital financeiro), originando, conforme discutido no Capítulo 3, uma autonomização e uma hipertrofia da esfera financeira de dimensões inusitadas (a esfera financeira passou a crescer muito mais do que o investimento, o PIB ou o comércio exterior das economias capitalistas, transformando o cenário econômico mundial em benefício dos agentes credores e dos rentistas que operam nos mercados financeiros e inaugurando um período de preeminência do “capital fictício” e da atividade especulativa).⁵ Essa primazia das relações financeiras na dinâmica econômica capitalista a partir dos anos 1980, tanto nos países desenvolvidos quanto em muitas das economias periféricas, fica particularmente patente no conteúdo viesado das políticas econômicas dos poderes públicos, no comportamento rentista de extensos segmentos sociais e nas estratégias centrais das empresas do setor produtivo.

O viés financeiro das políticas econômicas

As políticas econômicas implementadas pelos governos e pelas autoridades monetárias, conforme enfatizado nos capítulos anteriores, passaram a girar em torno do vínculo triangular entre preços, taxas de juros e taxas de câmbio e financiamento da dívida pública. Por um lado, a “ordem trinitária”⁶ do regime monetário e financeiro predominante nas economias capitalistas desenvolvidas a partir dos anos 1980 (manutenção de taxas de juros reais elevadas, políticas desinflationistas e câmbio flexível), sustentada pelos governos e bancos centrais, converteu a estabilidade

⁴ A mundialização financeira foi gestada nos Estados Unidos, mas adquiriu dinâmica própria ao longo das décadas de 1980 e 1990. Contudo, o espaço financeiro mundial permanece fortemente hierarquizado: o sistema financeiro dos Estados Unidos domina os demais e centraliza a riqueza financeira, graças à hegemonia mundial do dólar e à dimensão dos mercados de capitais norte-americanos. Os Estados Unidos, conforme assinalado no Capítulo 3, continuam sendo a sede principal do capital que se valoriza sob a forma dinheiro, o ponto do qual partem todos os mecanismos que caracterizam o regime de acumulação sob dominância financeira e o principal beneficiário da expansão das finanças e da configuração do binômio que comanda o capitalismo no final do século XX.

⁵ Segundo Serfati, o triunfo do capital-dinheiro sobre a sua forma produtiva, graças a uma subversão das condições financeiras e monetárias da acumulação, caracteriza o capitalismo “fim-de-século” (Serfati, Claude. “O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 144-146).

⁶ Cf. Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madri: Síntesis, 1998, p. 205.

monetária (leia-se inflação baixa e elevada remuneração do dinheiro) no fim primordial do funcionamento econômico, atendendo os interesses do capital financeiro. Por outro lado, os poderes públicos (tanto dos países da OCDE quanto do Terceiro Mundo), dentro da pauta imposta pelo desenvolvimento dos mercados financeiros e seus agentes, reduziram a carga fiscal, eliminaram os controles que limitavam os movimentos do capital e passaram a transferir renda para a esfera financeira (recursos orçamentários/fiscais) pelo mecanismo do financiamento da dívida pública (emissão de títulos públicos, rentáveis, com alta liquidez e sem riscos) — uma dívida que passou a crescer segundo uma dinâmica estritamente financeira, em razão da particular configuração do núcleo operacional do regime monetário e financeiro vigente (sobretudo a manutenção de juros reais elevados).

“O primeiro mecanismo que permitiu, durante o período contemporâneo, a transferência de riquezas em grande escala para a esfera financeira foi e continua a ser o serviço da dívida esmagadora que um grande número de países do Terceiro Mundo arrasta como uma bala de canhão, há trinta anos, a título de juros dos créditos bancários associados que lhes foram propostos na década de 70, no momento em que era preciso tirar da recessão os países da OCDE e também fazer ‘render’ os depósitos dos petrodólares. O segundo mecanismo de punção massiva é o que foi estabelecido logo após a titularização da dívida pública dos países da OCDE e o crescimento como bola-de-neve da fração dos orçamentos utilizadas a serviço da dívida. Em virtude do nível atingido pela renda nacional desses países, o mecanismo de captação e de transferência, de longe, quantitativamente o mais importante, é o que aí transita pelo imposto direto e indireto.”⁷

Toda a gestão monetária, fiscal, financeira e cambial dos poderes públicos passou a estar fortemente condicionada pela lógica rentista do regime monetário e financeiro vigente desde o início dos anos 1980. Ao converter-se no grande devedor do sistema econômico no novo regime de acumulação e conduzir suas políticas econômicas segundo os interesses da esfera financeira, o Estado abriu mão de seu papel de estimulador da demanda agregada e modificou a repartição social da renda, uma vez que o elevado volume de recursos fiscais desviados para a esfera financeira no financiamento da dívida pública implicou uma redução do gasto público com investimentos e políticas sociais e o abandono de políticas distributivas e de sustentação do *Welfare State*, típicas do fordismo. Além disso, a perda de receitas fiscais decorrente da redução dos impostos sobre os rendimentos do capital, que variou de intensidade conforme o país, permitiu aos agentes da esfera financeira auferir

⁷ Chesnais, François. “A emergência de um regime de acumulação mundial predominantemente financeiro”. *Praga – Estudos Marxistas*. São Paulo: Hucitcc, nº 3, 1997, p. 39. Segundo o mesmo autor, é necessário “questionar o caráter sacrossanto da dívida pública, cuja aceitação é a pedra angular da dominação das finanças” (“Introdução geral”. In: Chesnais (org.), op. cit., p. 33).

ganhos em duas frentes: além da desoneração fiscal, esses agentes encontraram no mercado de títulos públicos uma fonte cada vez mais atraente de valorização de seus recursos financeiros, uma vez que os governos foram obrigados a cobrir a redução de suas receitas fiscais recorrendo ao endividamento mediante a emissão de títulos públicos rentáveis e líquidos.

“Uma vez que as taxas de juros não apenas são superiores à inflação, mas também superiores ao crescimento dos PIBs, o regime econômico da mundialização financeira surge como aquele em que os déficits são preenchidos num fenômeno de ‘bola-de-neve’, contexto em que também se dá um profundo processo de modificação na repartição de rendas, em favor dos rendimentos financeiros, grande parte dos quais de natureza especulativa. Durante muitas décadas, essa categoria de rendimentos permaneceu fraca, às vezes até inexistente [...]. Mas durante a década de 1980 os rendimentos do capital aplicado nos mercados de títulos e acionários começaram a crescer cada vez mais rapidamente. Em seu relatório anual de 1995, a Unctad observa que ‘os rendimentos oriundos de juros sobre aplicações, que haviam praticamente desaparecido durante os ‘trinta anos gloriosos’, em função de taxas de juros muito baixas, agora aumentaram rapidamente. Surgiu um novo tipo de rentista, detentor dos títulos da dívida pública pelos quais os bancos não mais se responsabilizam’.”⁸

O comando dos Estados Unidos, dada a sua posição “assimétrica” e dominante num contexto de forte hierarquização do poder político e econômico mundial, foi decisivo em todo esse processo: por um lado, a emissão ilimitada de títulos da dívida pública, graças à capacidade de endividamento propiciada pela preeminência do dólar, foi uma das condições básicas para a explosão das transações financeiras internacionais; por outro lado, essa expansão do mercado de títulos públicos, conjugada à política monetária praticada pelos Estados Unidos a partir de 1979, definiu as bases rentistas da regulação da moeda e das finanças do novo regime de acumulação e contribuiu para garantir a difusão internacional das medidas de liberalização e desregulamentação financeiras — com destaque para a abertura do sistema financeiro japonês em 1983-84, por imposição das autoridades monetárias norte-americanas; o desmantelamento dos sistemas nacionais de controles cambiais na Europa, com a criação do mercado único de capitais em 1990; e a geração dos “mercados financeiros emergentes” a partir do movimento de liberalização nos países da periferia capitalista, sob o impulso dos Estados Unidos e de organismos internacionais como o FMI e o Banco Mundial⁹ — e de um modelo de financiamento dos déficits públicos fundado na emissão de títulos que oferecem elevada

⁸ Chesnais, François. “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 260-261.

⁹ Ver Plihon, Dominique. “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano”. In: Chesnais (org.), op. cit., p. 111.

rentabilidade, liquidez e segurança. Todos os privilégios obtidos pelo capital financeiro ao longo desse processo passaram a ser, ademais, garantidos pelas principais potências mundiais, Estados Unidos à frente, e pelas instituições monetárias internacionais (FMI, BIS e Banco Mundial), as quais se encarregam de intervir, evitar a desvalorização em cadeia de ativos financeiros e socializar os custos, pela via fiscal, quando se apresentam dificuldades no horizonte dos mercados financeiros (abalos, turbulências, crises financeiras ou de liquidez).

O comportamento rentista de extensos segmentos sociais

A primazia das relações financeiras na dinâmica econômica é também explicitada pelo comportamento de extensos segmentos sociais (sobretudo as famílias das classes de renda média e alta) que vêm alimentando um espírito rentista e especulativo, procurando aumentar suas rendas atuais ou garantir suas aposentadorias futuras por meio da rentabilidade financeira de suas reservas monetárias.¹⁰ O formato do regime monetário e financeiro e a expansão dos mercados financeiros e de seus agentes, particularmente os fundos de investimento e os fundos de pensão, que absorvem esses recursos monetários excedentes dos grupos sociais, vêm colaborando para um intenso processo de transferência de renda em favor desses segmentos sociais rentistas (mais extensos nos países desenvolvidos e reduzidos às camadas de renda mais elevada nos países da periferia capitalista). As poupanças das famílias canalizadas para os mercados financeiros são aplicadas por seus agentes na aquisição, sobretudo, de títulos da dívida pública. Assim, parte dos recursos orçamentários transferidos para a esfera financeira por meio do serviço da dívida pública — recursos que servem de lastro para processos de valorização de ativos financeiros cujo “valor” é largamente fictício — assume a forma de rendimentos financeiros, que alimentam as camadas sociais rentistas.

Esse novo tipo de “rentismo”, associado à detenção de títulos da dívida pública, com captação de rendimentos pela via fiscal, é uma consequência direta do modo de regulação da moeda e das finanças instituído a partir dos anos 1980, podendo ser observado tanto nos países desenvolvidos quanto nos “emergentes”, independentemente do grau de mundialização alcançado pelos sistemas financeiros nacionais. Conforme enfatizado no Capítulo 3, a nova configuração do regime monetário e financeiro e a hipertrofia financeira resultante da transformação do capital financeiro e da rápida expansão do capital fictício — com forte descolamento entre a

¹⁰ Ver Palazuelos, op. cit., p. 205.

acumulação produtiva e a financeira a partir da transformação da esfera financeira em campo de valorização específico para operações de um novo tipo (não mais intermediação ou criação de crédito para investimento), suscetíveis de proporcionar lucros financeiros — estabeleceram uma nova correlação de forças nas relações econômicas capitalistas, impondo o que alguns autores denominam “ditadura dos credores e dos mercados”, com transferência de poder para os credores nas relações de crédito e de financiamento e para os rentistas que operam (especulam) nos mercados financeiros. Na nova forma de economia daí resultante a prioridade não é mais o investimento, mas a especulação, a aposta: há um ressurgimento do rentismo como tendência parasitária do capitalismo. A manutenção do *status quo* que garante a primazia das relações financeiras na dinâmica econômica é do interesse, portanto, não apenas das principais instituições que comandam as ações da esfera financeira (investidores institucionais, grandes grupos industriais internacionalizados e bancos), mas também, conforme Galbraith,¹¹ de uma ampla “coalizão de grupos sociais que se beneficia das situações de altas taxas de juros, baixo crescimento e elevadas taxas de desemprego” (ou de emprego de má qualidade, com redução de salários e de direitos).

“[...] a política econômica tem sido ditada, em grande parte, pelas instituições financeiras privadas, que atualmente estão em condições de impor ao restante da sociedade as suas opções favoráveis a uma inflação baixa, altas taxas de juros reais, redução dos déficits orçamentários estruturais e desregulamentação de todos os mercados. Essas prioridades de política econômica tendem, ainda, a ser apoiadas por instituições ou por setores sociais de grande influência política: os bancos centrais independentes e as administrações financeiras de empresas industriais, que detêm importantes carteiras de títulos e divisas; a geração do *baby boom* de pós-guerra, começando a se preocupar com seus sistemas de aposentadoria por capitalização; e os setores de classe média alta, detentores de poupança, que lucram com a liberalização financeira, porque agora têm acesso a formas de aplicação que antes só eram acessíveis às grandes fortunas. Os políticos que viraram as costas às preferências dessa poderosa coalizão, favorecendo outros objetivos políticos, têm sido castigados com grandes fugas de capital até serem obrigados, através de graves crises de câmbio, a mudar de política.”¹²

O novo binômio que comanda os destinos da acumulação capitalista é caracterizado, portanto, pelo triunfo das idéias e interesses daqueles que controlam o capital financeiro e defendem a liberdade de movimentação e de ganhos de capital. Para Chesnais, o capital financeiro de características rentistas, cuja prioridade consiste na remuneração elevada do dinheiro em curtíssimo prazo, é o epicentro do capitalismo atual.¹³ Em outras palavras, o período atual não é uma mera etapa transitória de fuga

¹¹ Galbraith, John K. *La cultura de la satisfacción*. Barcelona: Ariel, 1993.

¹² Guttmann, op. cit., p. 86.

¹³ Cf. Chesnais, *A mundialização do capital*, loc. cit.; “Mundialização financeira e vulnerabilidade

especulativa a partir da crise do fordismo, mas um período que tem uma lógica própria, em que o capital financeiro e uma mentalidade rentista subordinam as estratégias do capital produtivo e definem o ritmo do processo de acumulação — um fenômeno ainda mais claro quanto se observam as estratégias adotadas pelas empresas do setor produtivo nas últimas décadas do século XX e o cada vez mais notório predomínio de um regime de finanças parasitárias, que vem afetando negativamente a acumulação produtiva.

As estratégias das empresas do setor produtivo e o predomínio das finanças parasitárias

É no comportamento e nas estratégias centrais das empresas do setor produtivo que a primazia das relações financeiras na dinâmica econômica capitalista do final do século XX afeta mais diretamente o ritmo do processo de acumulação de capital, tornando mais lento o crescimento da economia mundial (um crescimento, além de mais lento, fortemente diferenciado segundo a posição ocupada pelas nações na hierarquia econômica e política internacional). Conforme discutido nos dois capítulos anteriores, as grandes empresas converteram a “ordem trinitária” do regime monetário e financeiro mundialmente predominante desde o início dos anos 1980 num marco de referência rígido, dentro do qual passaram a tomar suas decisões produtivas, comerciais e financeiras. As decisões no campo industrial passaram a depender de uma multiplicidade de variáveis financeiras, sobretudo da evolução das taxas de câmbio e de juros e de suas diferenças nacionais. O resultado, graças à difusão mundial de medidas de liberalização, desregulamentação e estímulo às inovações financeiras, foi um notável aumento da importância das operações puramente financeiras dos grupos industriais multinacionais, isto é, uma profunda deformação dos balanços das empresas não-financeiras, em benefício dos ativos financeiros (imobilizações ou aplicações financeiras) e em prejuízo do investimento produtivo de longo prazo.¹⁴ Há, portanto, uma subordinação das atividades produtivas dos grandes grupos industriais à lógica financeira, rentista e “curto-prazista” que passa a dominar a gestão da riqueza no novo regime de acumulação — um regime que, num contexto mais amplo, estabelece uma clara hierarquização das relações econômicas, pela qual cabe às

sistêmica”, loc. cit.

¹⁴ Serfati (op. cit., pp. 147-151) chama a atenção para a importância, também, da gestão centralizada de caixa, que permitiu às grandes corporações internacionais conciliar suas extensas redes de produção e de distribuição e realizar uma gestão financeira vantajosa, explorando de maneira altamente rentável as oportunidades disponíveis para a obtenção de elevados ganhos financeiros em suas operações internacionais.

finanças e aos mercados financeiros ocupar a cúpula do sistema, orientando as ações e os movimentos do capital que se dedica à produção ou à comercialização (particularmente por meio da implementação dos novos princípios e critérios de gestão do sistema de *corporate governance*) e afetando (desfavoravelmente) o investimento e as condições de acumulação do capital industrial.

Para avaliar em todas as suas dimensões as conseqüências do processo de financeirização da economia mundial e dessa particular hierarquização das relações econômicas no capitalismo do fim do século XX (predominância do capital-dinheiro sobre a sua forma produtiva), é fundamental compreender o próprio papel do desenvolvimento das finanças no processo de acumulação capitalista e o real conteúdo da dicotomia entre as finanças “virtuosas” e as finanças “viciadas” (ou entre as finanças “industrializantes” e as “parasitárias”). Salama sintetiza essa discussão:

“Seria um erro pensar que [as finanças] devem ser assimiladas, em todas as circunstâncias, como uma atividade parasitária, segregando as rendas, acentuando as desigualdades entre os ganhos do capital e os do trabalho, minando a acumulação, limitando a criação de empregos e favorecendo o desenvolvimento de uma sociedade de exclusão onde a socialização pelo trabalho tornar-se-ia mais e mais difícil. O desenvolvimento das finanças e, com ele, o surgimento de sofisticados produtos financeiros, permite o desenvolvimento do capital. O ciclo do capital só pode, com efeito, se desencadear se as atividades financeiras permitem que o capital produtivo se desenvolva. Elas são, um pouco como as atividades de comércio analisadas por Marx, ‘indiretamente produtivas’. Elas custam e esse custo é tomado da mais-valia, mas elas permitem que seja obtida mais-valia. Trata-se, então, das finanças que se poderia qualificar de ‘virtuosas’. [...] o desenvolvimento do setor financeiro é necessário para o financiamento dos investimentos — e, mais particularmente, quando a produção atinge um tamanho, uma complexidade e uma sofisticação importantes. Ele também é útil para atenuar os riscos de câmbio e de taxa de juros e para aplicar, provisoriamente, os fundos que estão aguardando para serem alocados. A indústria encontra, então, no mercado financeiro os recursos de que necessita para investir, as garantias e também uma fonte de lucro. A relação é positiva para a indústria. As finanças, então, são consideradas como ‘virtuosas’. Mas, paralelamente, os empréstimos e/ou o aumento do capital têm um custo para a empresa: o pagamento de juros e/ou a distribuição de dividendos são tomados da mais-valia criada. Esses dois aspectos não têm o mesmo peso. Quando o segundo prevalece, o financiamento pelo mercado é menos apreciado pelas empresas e a especulação é mais procurada. Quando os ativos financeiros tornam-se mais importantes no balanço das empresas, existe uma forte probabilidade de que essas atividades caminhem junto com a atividade principal. A financeirização desenvolve-se, então, em diferentes graus, segundo os diferentes ramos da economia. [...] As forças que conduzem à autonomia do capital da esfera produtiva, a procurar mais e mais o lucro na esfera financeira, a tomar a forma de um capital ‘fictício’, são muito poderosas. [Com a financeirização das atividades], o setor financeiro parece, então, se autonomizar do setor produtivo. A relação que existe entre esses dois setores

torna-se mais e mais misteriosa e pouco transparente. O dinheiro parece, então, engendrar dinheiro [...]. De 'virtuosas', as finanças tornam-se, então, 'viciadas'.”¹⁵

Ao ampliar as oportunidades de valorização puramente financeira do capital e consolidar uma lógica rentista e curto-prazista no comportamento dos grandes grupos industriais, a dinâmica do novo regime monetário e financeiro favoreceu a financeirização da economia mundial e o desenvolvimento de um sistema de finanças “viciadas” ou “parasitárias”, inibidor do investimento produtivo privado de longo prazo e do crescimento mais acelerado da economia. Tal como exposto nos capítulos anteriores, o sistema de finanças industrializantes (finanças solidárias à acumulação produtiva do capital) que caracterizava o regime fordista foi posto em xeque, endogenamente, pela prática dos próprios agentes econômicos (grandes empresas, bancos e novas organizações financeiras).¹⁶ Nesse processo, as grandes empresas foram determinantes para uma transformação da gestão da riqueza que passaria a beneficiar a esfera financeira. No contexto de grande incerteza quanto às perspectivas econômicas após a crise do fordismo, os grandes grupos industriais modificaram profundamente suas decisões estratégicas em relação à valorização de seus capitais, encerrando cada vez mais as suas atividades de produção na rede de contradições e de oportunidades criadas pela progressiva mundialização das finanças desencadeada pela política de reafirmação hegemônica dos Estados Unidos. As formas produtivas e financeiras passaram a se interpenetrar permanentemente e, com a expansão de seus serviços e departamentos financeiros, os grandes grupos, embora com preponderância industrial, assumiram cada vez mais as características de grupos financeiros, utilizando a especulação com moedas e ativos financeiros como importante fonte de rendimentos. Esse comportamento fez com que os grandes grupos empresariais, ao engendrarem uma financeirização de suas atividades, contribuíssem em grande medida para esse processo mais amplo de financeirização da economia mundial. A financeirização dos grandes grupos industriais a partir dos anos 1980, contudo, não se deu apenas no âmbito de suas atividades — financeirização traduzida pela multiplicação dos circuitos diretos de valorização D-D’, isto é, sem passar pelo ciclo de produção, com aumento da participação dos ativos financeiros na composição dos balanços das empresas —, mas também no âmbito da propriedade e do comando: a presença cada vez maior dos

¹⁵ Salama, Pierre. “A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 231-232 e 239-240. A oposição entre finanças industrializantes e finanças parasitárias, discutida por Braga e já citada no Capítulo 2, é similar à oposição entre finanças virtuosas e finanças viciadas aqui discutida por Salama (cf. Braga, José Carlos de S. “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha”. In: Cintra e Freitas (orgs.), op. cit.

¹⁶ Ver as teses de Minsky, resumidas no Capítulo 1, e Braga (idcm).

investidores institucionais (agentes mais poderosos da esfera financeira) como acionistas controladores das empresas do setor produtivo e a implementação dos princípios e critérios de gestão do *corporate governance* traduzem, muito mais do que a multiplicação das atividades financeiras dos grupos, o predomínio da “lógica financeira” sobre a “lógica produtiva” que caracteriza o regime de acumulação sob dominância financeira, o comando crescente da esfera financeira sobre a repartição e a destinação da riqueza criada no setor produtivo.

Desta forma, ao estimular uma gestão das empresas do setor produtivo fundada numa lógica rentista, especulativa e de encurtamento do horizonte de valorização do capital (isto é, inibidora do investimento de longo prazo e, por conseguinte, da reprodução ampliada do capital), o regime monetário e financeiro instituído após a crise do fordismo contribuiu decisivamente para que as finanças se transformassem de atividade fundamental para o desenvolvimento do capital produtivo num instrumento constrangedor da acumulação produtiva. A financeirização crescente das relações econômicas e o inusitado poder alcançado pelos principais agentes da esfera financeira passaram a impor limites ao aumento da taxa de acumulação, impedindo a retomada de um crescimento mais vigoroso e homogêneo da economia mundial, similar ao observado durante a vigência do binômio fordista — o crescimento econômico no novo binômio adquiriu um caráter profundamente diferenciado e assimétrico, beneficiando quase que exclusivamente a nação hegemônica, única a apresentar um crescimento consistente e ininterrupto ao longo da década de 1990. Ao adquirir um caráter predominantemente parasitário, segregando rendas, minando a acumulação e restringendo o crescimento econômico, as finanças passaram a desempenhar um papel de suma importância na dinâmica de transformação estrutural das demais formas institucionais que compõem o regime de acumulação sob dominância financeira e o modo de regulação rentista de mercado. A incontrolável dinâmica liberalizadora do regime monetário e financeiro no processo de mundialização financeira, aliada a uma endogenização da instabilidade à lógica operacional desse regime — instabilidade financeira mundialmente disseminada e altamente funcional para os interesses dos agentes da esfera financeira —, passou a afetar de forma decisiva a configuração adquirida pela relação trabalho, pela relação concorrencial intercapitalista, pela forma de organização dos Estados nacionais e pela relação de cada país com o regime internacional no binômio mundialmente hegemônico no final do século XX.

5.2 A endogenização da instabilidade, a metamorfose das crises financeiras, a fragilidade sistêmica e a neutralização dos abalos e crises

As características institucionais e a dinâmica assumidas pelo novo regime monetário e financeiro têm sido fonte de permanente instabilidade monetária e financeira e de uma internacionalização dos mercados financeiros marcada por especulação, volatilidade, incerteza e fortes tensões desestabilizadoras. A liberalização das finanças e os movimentos de arbitragem permitidos pela variabilidade e oscilação internacional das taxas de câmbio (liberalizadas em 1973) e das taxas de juros (liberalizadas em 1979 e positivas desde então); o processo de desregulamentação, a crescente privatização da moeda e a instituição de um regime de finanças de mercado, desintermediadas e altamente especulativas (o capital financeiro privilegia operações de curto prazo, líquidas e seguras); a expansão dos mercados monetário e de capitais, a autonomização da circulação financeira, a intensificação dos fluxos financeiros internacionais e a dilatação ilimitada, mas puramente nominal, do capital financeiro, conferindo-lhe um caráter amplamente “fictício”; a implementação de políticas monetárias e de gestão da dívida pública responsáveis pela manutenção de taxas de juros superiores às taxas de crescimento econômico (com impactos negativos sobre a produção e o nível de atividade econômica); as políticas desinflacionistas e de sustentação do valor de uma imensa massa de ativos monetário-financeiros que circulam livremente pelos mercados internacionais; o acirramento das contradições entre as finanças sem fronteiras e os territórios nacionais de produção; o regime de taxas flexíveis entre as moedas e a ausência de uma moeda efetivamente mundial (a utilização do dólar beneficia desmesuradamente o país emissor, sendo um dos fatores preponderantes a garantir a hegemonia econômica mundial norte-americana)¹⁷; as inovações financeiras e a institucionalização da atividade especulativa nos sistemas monetários, de crédito e de capitais mediante o desenvolvimento de instrumentos de proteção microeconômicos (derivativos); e o comportamento especulativo dos principais agentes da esfera financeira (grupos industriais, investidores institucionais e bancos) nos diferentes mercados, dentre outros fatores, têm sido responsáveis pelo desencadeamento de fortes tensões e choques desestabilizadores dos mercados

¹⁷ “Enquanto a moeda privada bancária se tornou essencialmente ‘apátrida’ e circula hoje em escala global na busca constante de melhores rendimentos, o nosso sistema monetário internacional ainda se baseia em moedas nacionais servindo como moeda mundial. O dólar norte-americano continua a ser o ‘primeiro entre iguais’ 25 anos depois do colapso do regime de Bretton Woods” (Guttmann, op. cit., p. 88).

financeiros e por uma perpetuação da instabilidade monetária e financeira internacional e da especulação no modo de regulação rentista de mercado e no regime de acumulação sob dominância financeira.

Entretanto, longe de ser um resultado indesejável de seu funcionamento, a instabilidade, que é intrínseca às economias monetárias e ao processo de acumulação,¹⁸ parece ter sido integralmente incorporada como elemento constitutivo da lógica operacional do novo binômio que regula o sistema capitalista. Para preservar a sua institucionalidade monetário-financeira e garantir a sua coerência interna, o regime de acumulação sob dominância financeira depende e se alimenta dessa instabilidade e da atmosfera especulativa e volátil a ela associada. Em outras palavras, a instabilidade foi endogenizada pelo novo binômio e se apresenta como um componente estrutural necessário para o seu funcionamento (embora constitua, também, a sua principal contradição). Os choques, sobressaltos, turbulências financeiras periódicas e crises financeiras localizadas ou disseminadas,¹⁹ fenômenos resultantes da permanente instabilidade monetária e financeira e do caráter volátil dos mercados, além de constituírem uma característica historicamente marcante do novo binômio, parecem ser também parte imprescindível de sua lógica acumulativa. São esses fenômenos que oferecem oportunidades de se obter ganhos (e perdas) extraordinários no sistema financeiro mundializado (um sistema que, pelas suas características especulativas, cada vez mais se assemelha a um grande “cassino” financeiro global). Sem eles, a concentração e a centralização do capital em benefício da esfera financeira seriam mais lentas, quando não insustentáveis.

De fato, se a instabilidade, os desequilíbrios e a incerteza influenciam a formação das taxas de juros, as quais se elevam quando esses fatores se intensificam e recrudescem, pode-se afirmar que num regime monetário e financeiro que se alicerça sobre a manutenção de taxas de juros elevadas (ou ao menos satisfatoriamente positivas para os credores), de forma a garantir as remunerações e satisfazer os interesses rentistas dos agentes da esfera financeira, esses fenômenos (funcionais para

¹⁸ Ver Capítulo 1, sobretudo a seção dedicada a H. Minsky.

¹⁹ Segundo Chesnais, E. P. Davis realiza um esforço para definir uma terminologia mais precisa, de forma a atribuir aos variados abalos e sobressaltos financeiros a importância que eles realmente têm, sem recorrer sempre à expressão “crise financeira”. Esta seria reservada apenas para definir os acontecimentos que podem ter manifestas repercussões sobre a produção e a distribuição. Assim, para Davis, “empregam-se os termos ‘risco sistêmico’, ‘distúrbios’ ou ‘instabilidade’ para descrever abalos nos mercados financeiros que acarretam mudanças imprevistas nos preços e volumes nos mercados de créditos ou de ativos, levando ao perigo de falência de empresas financeiras, perigo que ameaça estender-se a ponto de atingir os mecanismos de pagamento, bem como a capacidade do sistema financeiro de alocar capital” (Davis, E. P. *Debt, financial fragility and systemic risk*. Oxford: Clarendon Press, 1992, p. 117, apud Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 256).

preservar a “ordem trinitária” que caracteriza a regulação da moeda e das finanças desde a década de 1980) passaram a ser estimulados por esses agentes e foram incorporados à dinâmica operacional do novo binômio, isto é, a instabilidade, as turbulências e crises passaram a fazer parte do novo regime de acumulação como instrumentos necessários para alavancar e perenizar os ganhos e a supremacia dos comandantes do processo: os grandes poderes da esfera financeira. A dinâmica de fraca acumulação industrial e produtiva e de lento crescimento econômico que caracteriza o novo binômio tornou ainda mais funcionais para o capital financeiro os episódios de instabilidade e de crise, uma vez que estes se constituem na principal forma disponível para acelerar a concentração e a centralização do capital num contexto de baixo crescimento.

Assim, taxas de câmbio voláteis e incertas, políticas monetárias restritivas e déficits públicos crescentes aumentam as incertezas e os juros, alimentando os ganhos do sistema financeiro, sobretudo em episódios de turbulência ou de crise. As experiências de crises cambiais nos anos 1980 e 1990, por exemplo, foram seguidas, em quase todos os casos, de uma elevação das taxas de juros, apoiando a hipótese de que o efeito essencial de tais crises, se não mesmo a sua função, é contribuir para o fortalecimento dos princípios do regime monetário e financeiro hegemônico e sua implementação por meio das políticas econômicas dos governos.²⁰ Já os crescentes déficits públicos observados em diversos países (desenvolvidos ou não) — déficits que, conforme visto nos capítulos anteriores, assumem uma dinâmica de crescimento eminentemente financeira (encargos financeiros explosivos em função da manutenção de juros elevados) — passaram a produzir desequilíbrios macroeconômicos que, com extrema frequência, acarretaram variações importantes nas taxas de juros e de câmbio, “fonte de inquietude nos mercados”, segundo avaliação dos organismos internacionais (FMI, BIS, Banco Mundial, OCDE etc.). Contudo, a suposta “inquietude” dos mercados é apenas relativa e aparente, uma vez que as desordens provocadas pela gestão dos passivos públicos e pelas conseqüentes variações das taxas de juros e câmbio fazem parte do jogo especulativo que nutre e expande a esfera financeira, permitindo ao capital financeiro, particularmente mediante o financiamento das dívidas públicas nacionais, apropriar-se da renda e do estoque de riqueza socialmente produzidos. Até mesmo as crises financeiras mais importantes representam oportunidades substanciais para elevar os ganhos dos profissionais do sistema financeiro internacional.²¹ No contexto do capitalismo do final do século XX, a

²⁰ Ver Chesnais (idem), pp. 267-269.

²¹ É preciso deixar claro, contudo, que há uma intensa concorrência entre os diversos operadores dos

instabilidade e a ocorrência periódica de choques, turbulências e crises servem de justificativa e de argumento para os agentes dos “mercados” em favor de políticas monetárias restritivas e da manutenção de taxas de juros liberalizadas e elevadas (discurso da disciplina monetária e do controle dos agregados monetários para combater a instabilidade, respeitando-se sempre o “julgamento dos mercados”)²² — daí a funcionalidade desses fenômenos para a preservação e a perenização da “ordem trinitária” que caracteriza o regime monetário e financeiro mundialmente hegemônico.

A metamorfose das crises financeiras

Apropriadas pelo jogo especulativo resultante das dimensões sistêmicas do regime de finanças de mercado e dos fundamentos rentistas dos mecanismos de determinação das taxas de juros e câmbio, as crises financeiras, que eram um sintoma da crise do setor produtivo da economia e da deterioração da forma institucional regime monetário e financeiro no fordismo e nos binômios anteriores do sistema capitalista, parecem agora se converter em fenômenos funcionais para a preservação e o funcionamento do modo de regulação rentista de mercado e do regime de acumulação sob dominância financeira. Contudo, se há efetivamente uma mudança de natureza das crises financeiras no novo binômio, é preciso avaliar a profundidade dessa transformação e examinar seus efeitos sobre a dinâmica de acumulação capitalista.

Conforme discutido no Capítulo 1, no período de euforia especulativa do processo endógeno que conduz potencialmente a uma crise financeira há um descolamento entre o lado real e o lado financeiro da economia. Os agentes do setor produtivo aumentam seus níveis de endividamento junto ao setor financeiro, formam

mercados financeiros e que nem todos ganham simultaneamente com os abalos financeiros. Muitos perdem e são varridos do sistema. No conjunto, porém, o sistema financeiro (o “cassino”) vem sendo beneficiado desde a consolidação do novo regime monetário e financeiro, concentrando renda em favor de seus principais agentes e alavancando sucessivamente o crescimento do capital fictício.

²² Contudo, longe de proporcionar uma maior estabilidade macroeconômica ou um saneamento das finanças públicas, a implementação dessas políticas fundadas em preceitos monetaristas são responsáveis por uma perpetuação da instabilidade, particularmente porque a manutenção de taxas de juros elevadas conduz a um aumento dos déficits públicos e a novos episódios disruptivos decorrentes do acirramento dos movimentos especulativos, produzindo um círculo vicioso difícil de ser rompido e que beneficia unicamente os segmentos rentistas da sociedade. “[...] as políticas econômicas aplicadas pelos principais países industrializados vivem um impasse, a partir da metade dos anos 90: flexibilizando os sistemas financeiros, as autoridades públicas colocaram-se à mercê dos mercados. Estes últimos impuseram, então, políticas rigorosas que engendraram uma contenção no ritmo de crescimento, assim como um aumento dos desequilíbrios e da instabilidade econômica e financeira. O círculo vicioso da dívida pública, alimentado pela alta das taxas de juros causadas pelas políticas monetaristas e liberais, é a melhor ilustração do fracasso destas últimas” (Plihon, op. cit., p. 139).

estruturas financeiras cada vez mais amplas, complexas e arriscadas e aceleram a formação de capital fictício, alimentando o crescimento de um capital financeiro cuja magnitude não guarda relação direta com a acumulação do setor produtivo (formam-se encadeamentos de créditos e débitos que não têm vínculo com a realidade, fora da esfera financeira). Durante a vigência do padrão-ouro, esse capital fictício formado na fase de euforia especulativa era destruído bruscamente por uma crise financeira aniquiladora da pirâmide de dívidas construída na relação entre empresas e bancos.²³ Com o advento da moeda fiduciária de curso forçado, emitida pelo banco central (papel-moeda criado pelo Estado, ou moeda de crédito), e o abandono do padrão-ouro, tornou-se possível evitar a ocorrência de crises financeiras bruscas, uma vez que as ações anticíclicas dos governos no âmbito fiscal e as prontas intervenções das autoridades monetárias, fornecendo liquidez mediante operações de empréstimo em última instância²⁴ (intervenções que caracterizaram a atuação dos Estados capitalistas a partir da crise do fordismo, em meados dos anos 1970), passaram a impedir uma desvalorização rápida e maciça dos ativos mobiliários, garantindo a segurança dos sistemas monetários e financeiros nacionais, sancionando as inovações financeiras e as apostas privadas (estrutura de endividamento instável) e debelando o amadurecimento de crises financeiras. O capital fictício deixou de ser destruído bruscamente com a neutralização das crises, mas o processo inflacionário gerado pelo novo sistema passou a distribuir lentamente no tempo a desvalorização das dívidas, trazendo perdas para os agentes credores da esfera financeira e impondo freios à expansão auto-alimentada do capital fictício.

Com a desintegração do fordismo e o progressivo questionamento da supremacia do dólar e dos Estados Unidos no contexto internacional, a opção da nação hegemônica, afinada com os interesses do capital financeiro, foi por implementar uma política monetária que utilizava a dívida norte-americana (títulos no *open market*) para controlar a liquidez (mercado de títulos), eliminar a inflação (juros altos, que permitiram aos credores voltar a ganhar nas relações de crédito) e reafirmar sua hegemonia mundial (valorização do dólar a partir da elevação dos juros e atração dos

²³ “A característica principal de uma crise financeira é que todos os detentores de um dado tipo de ativo financeiro (e logo, por efeito de contágio, o conjunto das formas de ativos financeiros) procuram converter o mais rapidamente possível, e todos ao mesmo tempo, seus ativos em moeda, isto é, querem exercer efetivamente sua preferência pela liquidez, que os operadores consideram como um direito. Ora, a preferência pela liquidez só pode ser exercida desde que todo mundo não a exerça” (Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 273-274).

²⁴ “Se não se pode controlar a expansão de crédito em um *boom*, pode-se ao menos tentar parar a limitação de crédito, em uma crise” (Kindleberger, Charles P. *Manias, pânico e crashes – um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992, p. 212).

capitais internacionais para a aquisição da dívida pública norte-americana). A guinada na política monetária dos Estados Unidos no final da década de 1970, cuja lógica foi progressivamente disseminada para o resto do mundo, permitiu que as perdas privadas com a desvalorização lenta de ativos decorrente do processo inflacionário fossem substituídas por uma socialização das perdas mediante a expansão das dívidas públicas, processo que, além de estancar a deflação de ativos financeiros e dívidas e a queima de capitais fictícios, reafirmou a supremacia da economia e da moeda norte-americanas no contexto de um novo regime de acumulação e de um novo modo de regulação, consolidados nos anos 1980.

Desta forma, com a construção de uma nova regulação da moeda e das finanças a partir da nação hegemônica — um regime baseado em taxas de juros reais fortemente positivas e políticas desinflacionistas —, os credores e o capital financeiro deixaram de conviver com o lento processo de desvalorização de seus ativos mobiliários e passaram a auferir lucros financeiros substanciais (juntamente com as grandes empresas, cuja prioridade deixou de ser o investimento produtivo para recair sobre a obtenção de lucros financeiros), drenando rapidamente para si uma parcela substantiva da renda e do estoque de riquezas produzidos pela sociedade mediante os processos de liberalização, desregulamentação, gestão da dívida pública e crescente participação no comando das empresas do setor produtivo (dada a aquisição de volumes expressivos de direitos de propriedade dessas empresas, particularmente pelos investidores institucionais). Com base nessa nova configuração do regime monetário e financeiro e na atmosfera especulativa por ele criada, o capital fictício pôde crescer sem freios, particularmente com a engenharia financeira proporcionada pelo processo de liberalização e desregulamentação e a expansão dos mercados ligados à gestão das dívidas públicas e às operações de arbitragem. O conjunto da sociedade, por seu turno, seguiu pagando pela neutralização das crises financeiras, não mais pela via do processo inflacionário (anos 1970), mas pela via fiscal (o Estado deixa de priorizar a utilização de impostos na construção e/ou manutenção de um *Welfare State* e passa a destinar os recursos orçamentários para o financiamento da dívida pública) e por meio da redução do ritmo de crescimento da atividade econômica e do emprego.

A concentração de renda em favor da esfera financeira e a consolidação de um modo de regulação rentista de mercado tiveram como efeitos mais marcantes a desaceleração do crescimento das economias capitalistas e a multiplicação de episódios de turbulência financeira. A ausência de uma depuração da esfera financeira após um período de euforia especulativa, com a desvalorização ou a destruição de ativos cujos valores não guardam correspondência com a acumulação produtiva (isto é,

queima de ativos mobiliários financeiros representativos de um capital fictício), mantém a economia num processo de permanente tensão e permite a formação de novas bolhas especulativas, ora num mercado, ora em outro (imóveis, *commodities*, câmbio, obrigações, ações ou derivativos) — bolhas que acabam se tornando parte integrante da vida econômica no novo regime de acumulação. Todas elas tendem a estourar, e as ações de socorro patrocinadas pelos poderes públicos, os quais beneficiam os atores financeiros e socializam os prejuízos, acabam repercutindo negativamente sobre a esfera produtiva, já relativamente estagnada. Sem a válvula de escape de uma crise financeira violenta ou de um processo inflacionário crônico (desvalorização lenta dos ativos), a tensão tende a aumentar, inibindo uma expansão mais vigorosa da produção e gerando abalos, turbulências e crises financeiras cada vez mais variadas e freqüentes, de maior ou menor intensidade, as quais são debeladas até o limite pelas intervenções de empréstimo de última instância das autoridades monetárias nacionais²⁵ e dos organismos internacionais (o FMI e o BIS são hoje os principais emprestadores de última instância da economia mundial, encarregados de evitar a desvalorização em cadeia dos ativos monetário-financeiros nos mercados internacionais²⁶). Tais abalos, turbulências e crises financeiras não apenas tornaram-se mais freqüentes desde os anos 1980 como também perderam seu vínculo direto com o ciclo de acumulação produtiva, tendo origem agora na esfera monetária e financeira.

“O processo de liberalização e de mundialização financeira foi marcado por abalos e sobressaltos, além de várias crises financeiras ‘autênticas’. A quantidade, a variedade e a extensão internacional desses abalos financeiros vêm aumentando [particularmente desde 1986]. [...] Os ‘acontecimentos’ que marcaram a história monetária e financeira recente — especialmente nos últimos quinze anos — são diferentes dos abalos de amplitude equivalente em épocas anteriores do capitalismo, se tomarmos o ponto de vista de sua relação com o movimento de produção e intercâmbio. Estes não se dão no apogeu, ou perto do apogeu, de uma longa fase de expansão ou de um forte *boom* como o dos anos 1927-29. Não foram o aspecto propriamente financeiro de uma crise de superprodução clássica. Não foram, pelo menos até agora, o prenúncio de um desmoronamento brutal da produção e do intercâmbio em grande número de países. Em compensação, têm como pano de fundo o contínuo declínio do crescimento dos países da OCDE [...]. Num trabalho sobre as crises financeiras norte-americanas, M.

²⁵ “Até agora, essas crises [decorrentes de corridas coletivas em busca de segurança (risco de maciça desvalorização de ativos)] foram administradas com eficácia pelos bancos centrais, que injetaram grandes quantias de fundos líquidos nos mercados financeiros, antes que o curto-circuito se tornasse incontornável. Intervenções desse tipo “socializam os prejuízos”, repartindo-os num espaço social maior ou escalonando-os no tempo” (Guttmann, *op. cit.*, p. 85).

²⁶ “[...] a internacionalização das economias capitalistas exige um *lender of last resort* mundial, isto é, que algum ou alguns países se responsabilizem pela estabilidade do sistema como um todo” (Cintra, *op. cit.*, p. 229). “[...] assim que surgem dificuldades, as instituições financeiras internacionais e as maiores potências do globo precipitam-se em defesa dos privilégios desse capital monetário, quaisquer que sejam o preço a pagar e os custos a socializar por via fiscal” (Chesnais, *A mundialização do capital*, *loc. cit.*, pp. 15-16).

Wolfson demonstra que as transformações do sistema financeiro modificaram sensivelmente suas próprias características. Sendo, por formação teórica, partidário de uma interpretação centrada no sistema de crédito, em suas relações com o movimento cíclico de expansão, de mudança de rumo e de contração da produção, do investimento e do intercâmbio, Wolfson constata que, após a Segunda Guerra Mundial, só em duas ocasiões essa teoria correspondeu plenamente aos fatos. Primeiro, na curta recessão vivida pelos Estados Unidos, em 1966, na qual um retrocesso na produção foi seguido por problemas bancários e por uma forte retração do sistema de crédito (*credit crunch*). Depois, por ocasião da recessão internacional de 1974-75, em que a queda na produção e no comércio exterior desencadeou falências bancárias e foi, por sua vez, agravada por estas, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa (especialmente com a quebra do banco Herstatt). As falências bancárias em 1981-83 nos Estados Unidos estão ligadas à recessão, é claro, mas esta não tem origem direta no ponto de inflexão cíclico da produção. Foi, simplesmente, provocada, ou pelo menos amplificada, pela política monetária adotada por P. Volcker em 1979-80. A seguir, os anos de 1983-89 foram marcados por uma série de quebras financeiras que não tinham relação imediata com o estado geral da produção e intercâmbio, os quais passaram por temporária recuperação. A recessão de 1990-91 corresponde ainda menos à interpretação pela qual a crise financeira viria em decorrência de abalos com origem na esfera da produção, depois agravados pela própria crise financeira. A crise partiu da esfera financeira e depois afetou, com maior ou menor gravidade, a produção, o investimento e o nível de emprego, e não o contrário. Por isso, M. Aglietta refere-se à recessão de 1990-91 qualificando-a, inequivocamente, de 'recessão financeira', ressaltando assim seu caráter peculiar".²⁷

A hipótese de que as crises provocadas pela esfera financeira conduzem a uma recessão no setor produtivo inverte a causação defendida pelos enfoques cíclicos, segundo a qual uma euforia na fase de expansão do ciclo econômico leva a um endividamento crescente, formação de estruturas de endividamento arriscadas, crescimento do capital fictício e crise financeira. Desta forma, a idéia segundo a qual, a partir dos anos 1980, os abalos e as crises financeiras deixaram de ter origem na esfera da produção (deixaram de ocorrer no apogeu de uma longa fase de expansão do setor produtivo), sendo manifestações de recessões financeiras (conforme Aglietta), as quais, por sua vez, afetam negativamente a esfera produtiva, está de acordo com a tese

²⁷ Chesnais, "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica", loc. cit., pp. 249, 252 e 254-255 (a referência a M. Aglietta remete a *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 1995, pp. 62 ss.; o texto de M. Wolfson citado é *Financial crises. The postwar US experience*. Nova York: M. E. Sharpe, 1994, 2ª ed.). A interpretação de Wolfson, segundo Chesnais, "associa a expansão da oferta de crédito e o crescente endividamento empresarial e privado à fase de expansão do ciclo econômico. A recessão é marcada pela incapacidade empresarial e privada de quitar seus pagamentos e pela contração e fechamento do crédito pelos bancos. A crise financeira (que pode varrer o sistema bancário e destruir o sistema de crédito) apresenta-se, portanto, como componente essencial do ciclo econômico; ocorre próxima ao ponto de inflexão da fase de expansão cíclica (*upper turning point*). [...] durante a fase ascendente do ciclo, as oportunidades de lucro estimulam a demanda de créditos e empréstimos bancários e levam à expansão do investimento, financiado pelo endividamento. A elevação das taxas de juros e o aumento das necessidades de refinanciamento acabam desembocando em situações marcadas pelo superendividamento das empresas e enfraquecimento das estruturas financeiras" (idem, pp. 254-255).

de que teria havido uma metamorfose das crises financeiras no regime de acumulação sob dominância financeira.²⁸ Na medida em que há um novo binômio plenamente configurado, não há dúvida de que a dinâmica de suas crises e episódios de instabilidade tende a assumir características peculiares, compatíveis com a nova configuração de suas formas institucionais. Embora os episódios de abalos, turbulências e crises financeiras desde a consolidação do novo regime monetário e financeiro revelem-se fruto direto não mais do esgotamento da acumulação na esfera produtiva, mas de recessões produzidas endogenamente por uma esfera financeira hipertrofiada, não houve porém, salvo melhor juízo, uma mudança na essência das crises financeiras no capitalismo: ainda que se manifestem por outros mecanismos e apresentem uma complexidade crescente, elas continuam sendo reflexo de um descolamento da esfera financeira em relação à esfera produtiva, da formação de um capital fictício que, em algum momento, tem a sua existência posta em questão pela dinâmica do processo de acumulação.

A razão de fundo para a multiplicação de episódios de abalos e crises financeiras a partir da vigência do novo binômio parece estar no efeito conjugado de uma relativa estagnação do crescimento da economia desde a desintegração do fordismo, da forma peculiar pela qual se contornou a crise de 1974-75 (isto é, a própria crise do fordismo) e da maneira como se construíram o novo binômio e a lógica operacional do novo regime monetário e financeiro. A atuação anticíclica dos governos na manutenção das taxas de lucros privados e as intervenções de empréstimo em última instância das autoridades monetárias durante a crise do fordismo romperam a lógica seguida pelas crises financeiras durante a vigência do padrão-ouro: os poderes públicos debelaram uma crise econômica e financeira de amplas proporções (com queima brutal de ativos reais e fictícios, como na Crise de 1929), ao custo de uma relativa estagnação econômica e de um processo inflacionário crônico na segunda

²⁸ "A 'recessão padrão' é a que nasce da esfera da produção e que se traduz na interrupção da venda das mercadorias, na falência de empresas industriais e no sucateamento ou reestruturação de uma parte do aparelho produtivo. O processo de sancamento ocorre essencialmente através da demissão de assalariados, da liquidação de estoques e do desmantelamento (que é uma forma de destruição do capital físico) de centros de produção mais ou menos numerosos. [...] No caso da 'recessão financeira', os fatos ocorrem de forma muito menos fácil. Porque é exposta subitamente a supervalorização grosseira (que pode muitas vezes ser também fraudulenta) de ativos financeiros que têm, independentemente da própria sobrecavaliação, a característica de serem freqüentemente ativos financeiros representativos de um capital fictício. Nesse caso, o processo de sancamento é infinitamente mais complexo, devido a um conjunto de razões políticas sociais e econômicas. [...] Quando penetramos no coração do sistema financeiro, nos confrontamos com a própria essência da propriedade privada, seu caráter sacrossanto, sua intangibilidade. Liquidar ativos financeiros coloca, por isso, infinitamente mais problemas que preparar um caminho de demissões, mesmo se estas fazem parte igualmente da panóplia de meios usados no setor financeiro" (ibidem, pp. 281-282).

metade dos anos 1970 — processo este que acabou estimulando uma progressiva internacionalização das finanças e a intensificação das pressões por uma abertura financeira mundial. A liberalização e a desregulamentação das finanças, no bojo do processo de reafirmação da hegemonia norte-americana no contexto mundial, marcaram a transferência do comando da acumulação capitalista — isto é, da definição e implementação das estratégias que norteiam o processo de acumulação e apropriação da renda e da riqueza socialmente produzidas — para as mãos dos agentes da esfera financeira (capital financeiro). O progressivo fortalecimento desses agentes a partir do desenho institucional do novo binômio permitiu-lhes utilizar as inovações financeiras e a financeirização da economia para se apropriarem, pelos mecanismos já discutidos anteriormente, de uma renda que, dada a estagnação da produção, já não cresce no mesmo ritmo observado durante a “Era de Ouro”, multiplicando, para tanto, um capital eminentemente fictício que se valoriza num circuito financeiro semifechado, engendrando tensões permanentes que conduzem a abalos e crises financeiras recorrentes e de intensidades variadas. O descolamento da esfera financeira em relação à esfera real, que antes ocorria numa fase de euforia expansiva do setor produtivo, passou a dar-se com crescimento lento da produção e com uma euforia financeira e especulativa auto-alimentada, sob o comando de agentes financeiros que procuram se apropriar o quanto podem da renda produzida pelo setor produtivo. As crises financeiras cada vez mais freqüentes, que efetivamente se revelam como fruto de “recessões financeiras”, são, ao que tudo indica, conseqüência natural, diferida no tempo, de um processo de relativa estagnação do crescimento econômico que se arrasta desde meados dos anos 1970, associado a um regime de acumulação e a um modo de regulação que conferiram à esfera financeira um papel estelar nas relações capitalistas.

Desta forma, é possível defender a idéia de que as crises financeiras mudaram porque o Estado atuou de uma forma sem precedentes para contornar a grande crise do longo ciclo de acumulação do fordismo e porque houve uma transformação estrutural e institucional responsável pela substituição do fordismo por um novo binômio, dominado pelos interesses dos agentes da esfera financeira. Embora sejam sintoma do quadro de hipertrofia financeira e estagnação econômica produzido pela dinâmica operacional do novo regime monetário e financeiro e se anunciem, à primeira vista, como fenômenos que ameaçam os interesses dos agentes financeiros, os abalos e as crises financeiras são funcionais e fortalecem a manutenção dos princípios desse regime, na medida em que legitimam a “ordem trinitária” sobre a qual se sustenta a regulação da moeda e das finanças e permitem uma aceleração do processo de

concentração de renda em favor da esfera financeira (o Estado fornece liquidez e impede a desvalorização dos ativos financeiros, endivida-se nesse processo e financia a dívida pública ampliada recorrendo ao sistema financeiro, remunerando vantajosamente os seus agentes), muito embora a contrapartida desse processo seja a inibição permanente de um processo de retomada mais consistente do crescimento econômico. No regime de acumulação sob dominância financeira, articulado a um modo de regulação rentista de mercado, as crises financeiras e a relativa estagnação econômica se retroalimentam mutuamente.²⁹

Assim, a instabilidade, os abalos, choques e crises em mercados financeiros cada vez mais mundializados e integrados parecem fazer parte do jogo de acumular e concentrar renda mais rapidamente em favor dos grandes poderes financeiros. Mas esse processo é contraditório e apresenta limites. A formação de um volume quase ilimitado de capital fictício e a recorrência de episódios multiformes de instabilidade, turbulência ou crise financeira a partir da constituição do novo binômio e de uma mundialização financeira desigual e fortemente hierarquizada vêm gerando um quadro de crescente fragilidade sistêmica na economia mundial.

Fragilidade sistêmica na dinâmica do novo regime monetário e financeiro

A dinâmica adquirida pelo novo padrão de regulação da moeda e das finanças consolidado no início dos anos 1980 — marcadamente liberalizadora (liberalização de dois preços-chave da economia: as taxas de juros e as taxas de câmbio), desregulamentadora (retirada de barreiras de regulamentação e redução de transparência nos sistemas financeiros), mundializante (mundialização financeira “desigual” e “imperfeita”, baseada na interligação de sistemas nacionais separados e fortemente hierarquizados³⁰), concentradora (concentração de renda em favor da esfera financeira e aguçamento da concorrência dentro do setor financeiro) e produtora de instabilidade (funcional para uma valorização mais acelerada do capital financeiro) — produziu uma progressiva hipertrofia da esfera financeira (mercados mais amplos e

²⁹ Ver *ibidem*. Conforme discutido no Capítulo 2, a evidência de que o período posterior a 1973 é marcado por uma queda tendencial regular nas taxas de crescimento (ao menos até os primeiros anos da década de 1990) permite, segundo Chesnais, “formular a hipótese de que haveria uma interação de mão dupla entre a esfera financeira e a esfera de criação de valor. Os abalos financeiros, com seu cortejo de efeitos sobre o sistema de crédito, não seriam estranhos à tendência de desaceleração da produção e do investimento. No sentido inverso, a atonia do crescimento constituiria um contexto propício à multiplicação dos abalos financeiros. Essa interação dar-se-ia num contexto inédito de superprodução, crônica e contida ao mesmo tempo, que teria sido alcançada pelos grandes oligopólios” (*ibidem*, p. 253).

³⁰ Cf. *ibidem*, p. 258.

complexos, instrumentos cada vez mais sofisticados, supervalorização da cotação e dos rendimentos dos ativos mobiliários e formação de uma imensa massa de capital fictício), a qual, por sua vez, favoreceu e estimulou a ocorrência de sucessivos abalos financeiros (peculiares à nova configuração adquirida pelo capitalismo após a desintegração do regime fordista e funcionais para os interesses dos agentes no comando do novo modelo), cuja diversidade e frequência vêm contribuindo para gerar um quadro de fragilidade sistêmica crescente no âmbito da economia capitalista financeirizada do final do século XX, inibindo a abertura de um novo horizonte de expansão econômica mais vigorosa e sustentável.

“[...] a multiplicação dos abalos financeiros explica o aparecimento de novas expressões, entre as quais se destacam a ‘fragilidade sistêmica’ e o ‘risco de sistema’. Essas expressões são utilizadas em dois sentidos diferentes, referindo-se a duas preocupações ligadas, porém distintas. Em primeiro lugar, trata-se de expressar a nova relação existente entre a produção e o intercâmbio, de um lado, e a esfera financeira, de outro, relação marcada pela multiplicação de abalos financeiros, não sendo possível vinculá-los, de forma imediata, à conjuntura econômica [ocorrência de recessões financeiras]. Mas o termo serve também para designar o fato de que o sistema financeiro atingiu tais dimensões e tal complexidade, em função de sua hipertrofia de crescimento, que estas podem gerar, por si mesmas, uma ‘fragilidade sistêmica’, que se manifesta nos comportamentos dos principais operadores.”³¹

O risco sistêmico, associado à crescente acumulação de fatores de vulnerabilidade e fragilidade sistêmicas em mercados financeiros domésticos e internacionais cada vez mais integrados, não deve ser entendido, segundo Aglietta, como uma justaposição de riscos individuais e independentes, mas como uma relação particular entre certos comportamentos microeconômicos e certos estados macroeconômicos resultantes da interação desses comportamentos. Aglietta define o risco de sistema como a possibilidade de que surjam estados econômicos nos quais as respostas racionais dos agentes individuais aos riscos que percebem, em lugar de conduzir a uma melhor repartição dos riscos por diversificação, levem a aumentar a insegurança geral.³² Em outras palavras, o risco sistêmico é “um risco de instabilidade

³¹ *Ibidem*, p. 255.

³² Aglietta, *op. cit.*, p. 72. Segundo Chesnais (*idem*, p. 256), essa definição de Aglietta “remete aos resultados de todas as teorias não-cíclicas sobre os abalos financeiros. Tanto em M. Aglietta como em A. Orlean, a idéia de que algo que pode parecer uma resposta ‘racional’ para um agente econômico isolado torna-se uma conduta suicida se for adotada por todo o mundo, é evidentemente de inspiração keynesiana. No campo financeiro, essa hipótese é corroborada pelas pesquisas às quais estão associados os nomes de J. K. Galbraith e de C. P. Kindleberger, nos Estados Unidos, e de A. Orlean na França, que falam do contágio de pagamentos antecipados e de comportamentos, tanto na fase de ‘euforia financeira’ e de bolha especulativa, quando se tem ‘alta alimentando a alta’, como na hora em que as ‘reações em cadeia’ repercutem a destruição dos preços de ativos e levam aos *crashes* e às crises financeiras graves”.

global que resulta da propagação de movimentos quando a interação de comportamentos individuais, corretivos, amplifica os desequilíbrios”.³³ A monetário e financeiro do binômio que comanda a dinâmica operacional do regime século XX, ao produzir maior volatilidade e instabilidade nos preços básicos da economia (juros e câmbio) e facilitar a repercussão de abalos e crises externas nas economias nacionais (dada a crescente interligação mundial dos mercados financeiros a partir dos processos de liberalização e desregulamentação), tem se mostrado particularmente fecunda em alimentar o processo de fragilização sistêmica e em situar o risco sistêmico na ordem do dia do cenário econômico mundial. O *crash* das bolsas em 1987 (a partir de Wall Street), o desmoronamento do mercado de *junk bonds* em 1989, a queda da bolsa de Tóquio e sua repercussão sobre outras bolsas da região em 1990, a recessão gerada pela esfera financeira em 1990-91 (com a fragilização do sistema bancário e a crise do setor imobiliário em diversos países desenvolvidos, especialmente no Japão), a desestabilização e a crise de várias moedas européias e do Sistema Monetário Europeu em seu conjunto em 1992-93, as fortes turbulências no mercado norte-americano de obrigações e nos mercados internacionais de divisas em 1994-95, a crise mexicana e a ameaça de contágio nos mercados “emergentes” no mesmo período, os *crashes* financeiros asiáticos e suas repercussões internacionais em

³³ Plihon, op. cit., p. 132. Para Braga, o risco sistêmico é “menos o de uma catástrofe análoga à da década dos 30 e mais esta instabilidade mesma, que não abre plenamente um novo horizonte de desenvolvimento com estabilidade monetária, distribuição de renda e dos frutos do progresso técnico” (Braga, José Carlos de S. *Íconomia política da dinâmica capitalista: observações para uma proposta de organização teórica*. Campinas: IE-Unicamp, 1995, Textos para Discussão nº 51, p. 37, apud Cintra, op. cit., p. 239). Uma explicação mais ortodoxa dos riscos sistêmicos, segundo Chesnais, é oferecida por F. Mishkin em *The economics of money, banking and financial markets* (Nova York: M. E. Sharpe, 1992), cuja ênfase recai sobre a “assimetria de informação” existente nas relações de crédito. Essa assimetria decorre de dois casos básicos: a *seleção adversa* (quem se beneficia da falta de “boas informações” é o solicitante de empréstimos que oferece menos garantias, e não o mais seguro) e o *risco moral* (quem concede empréstimo não tem como controlar um comportamento arriscado do beneficiário). Esse conceito estende-se também às situações em que os agentes estão convictos de que o jogo seja sempre salvo por intervenções de empréstimo em última instância e socialização de perdas (política do “*too big to fail*” dos anos 1980 e criação de redes de segurança para preservar interesses dos credores/especuladores). Com o desencadear de uma crise financeira, a seleção adversa e o risco moral aumentam a incapacidade dos mercados de alocarem fundos, provocando a contração da atividade econômica por meio da redução da oferta de crédito pelos bancos (quatro fatores agravam os riscos de seleção adversa e de risco moral: a elevação dos juros, a queda dos preços dos ativos, o aumento da incerteza e a deflação não prevista). “Explicar o risco de sistema em termos da ‘assimetria de informação’ pode assumir um caráter decididamente apologético. Enquanto a fragilidade sistêmica é consequência direta da hipertrofia das finanças, esse tipo de explicação permite alçar que a resposta aos abalos do sistema deve se basear em melhorar os sistemas de informação e de controle de como são usadas as quantias adiantadas pelos credores ou investidores financeiros. [...] os ‘mercados’ são bons; ruins são os que estão atuando nelas!” (Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 257). Ver também Aglietta, op. cit., pp. 72-74.

1997-98, a crise financeira russa de 1998 e a crise da moeda brasileira em 1999 são exemplos de episódios específicos de fragilidade, que ilustram as cinco fontes de fragilidade sistêmica mais características das finanças mundializadas, apontadas por Chesnais: a volta ao regime de finanças de mercado, a fraqueza dos sistemas nacionais de crédito no regime de finanças diretas, a difusão das finanças especulativas nos mercados imobiliário e de *commodities*, a incorporação dos mercados “emergentes” aos mercados financeiros internacionais e a fraqueza das instituições e dos mecanismos disponíveis em âmbito internacional para injetar liquidez e socializar prejuízos.³⁴

Dentre as fontes de fragilidade sistêmica destacadas por Chesnais, a consolidação de um sistema desregulamentado e mundializado de finanças de mercado, com a eliminação gradativa de todas as formas de controle administrativo das taxas de juros, do crédito e dos movimentos de capitais (ou seja, a própria regulação das finanças no novo binômio), é, sem dúvida, a mais importante (na verdade, ela está na origem das demais, moldando o perfil de cada uma delas). A falta de controle sobre as instituições e as operações da esfera financeira, a desregulamentação e o acirramento da concorrência entre as instituições financeiras, a alavancagem financeira permitida pelos mercados de capitais (base privilegiada para a formação e a expansão de uma elevada massa de capital fictício) e o comportamento especulativo dos agentes nos dinâmicos mercados de títulos são fatores geradores de instabilidade e de crescente acirramento do risco sistêmico.

“Voltar ao regime de finanças de mercado, mais uma vez tendo como centro os mercados de títulos, significa também voltar ao tipo específico de crise gerada pelas modalidades de funcionamento desses mercados. O nível extraordinariamente elevado atingido pelo valor nominal dos ativos mobiliários financeiros, seu teor, em boa parte, fictício, o tênue vínculo entre certas categorias de ativos e seus correspondentes na economia real, os adiantamentos e reações miméticas que caracterizam os mercados de títulos e, por fim, os riscos de que abalos oriundos dos mercados primários de títulos se estendam aos mercados de derivativos: são esses fatores que fazem de *crashes* como o de 1987, ou o do Nikkei, em Tóquio, em 1990 (cujos efeitos ainda não se apagaram), uma fonte permanente de risco sistêmico.”³⁵

A proliferação de inovações e de dispositivos de proteção microeconômica que acompanhou a consolidação do sistema de finanças de mercado, particularmente com a criação de uma variada gama de instrumentos derivativos (os quais permitem transformar incerteza financeira em risco), acentuou de forma dramática a dicotomia apontada por Aglietta em sua definição de risco sistêmico: a sofisticação dos

³⁴ Cf. Chesnais, *idem*, pp. 263-265.

³⁵ *Ibidem*, p. 263.

mecanismos estabilizadores e de proteção (*hedge*) contra riscos microeconômicos, em lugar de reduzir o risco sistêmico, contribuiu para a radicalização de uma incerteza irredutível no âmbito de uma lógica macroeconômica, ampliando a instabilidade, a volatilidade e a especulação que alimentam a transferência de renda em favor da esfera financeira. Quanto mais amplos são os mecanismos de defesa microfinanceira, mais evidente se revela a dicotomia entre a segurança microeconômica e a crescente incerteza macroeconômica e maior parece ser o risco sistêmico.

“[...] os instrumentos derivativos apresentam aspectos contraditórios. Por um lado, aumentam a previsibilidade dos agentes econômicos, pois possibilitam um processo de transferência de risco de preço, reduzindo a incerteza, do ponto de vista microeconômico. Por outro lado, uma vez que operam alavancados (*hedge funds*), generalizando o ‘espírito especulativo’ dos agentes, e como estão relacionados com amplas redes de transmissão, eles repõem a instabilidade, do ponto de vista macroeconômico, ampliando a fragilidade do sistema financeiro globalmente unificado [...]. A existência de diversidade de opiniões entre os agentes é de fundamental importância para o funcionamento dos mercados de derivativos. Esses instrumentos caracterizam-se pela transferência de riscos entre os agentes, em geral dos consumidores para os *dealers* do mercado. Quando os agentes decidem realizar as mesmas posições e ao mesmo tempo, o mercado quebra. Em outras palavras, os mecanismos de prevenção contra riscos de preço (derivativos) e de crédito (taxas de juro flutuantes) são simples instrumentos de *transferência* de risco de um agente para o outro. Assim, não existe de fato uma eliminação do risco, pois o funcionamento do sistema supõe que haja avaliações distintas por parte dos agentes e que essas avaliações se compensem entre si (*bull* e *bear* na linguagem keynesiana). Não existe nenhum mecanismo de segurança que seja capaz de cobrir o risco do conjunto do sistema, em face de uma tendência de avaliação de risco que vá em uma única direção (baixista). Ou seja, o risco sistêmico continua presente. [...] Se o desenvolvimento dos instrumentos derivativos viabiliza maior flexibilidade e proteção ao risco individual, também introduz novos riscos, sobretudo em termos agregados, uma vez que aumenta a fragilidade das instituições financeiras, com profundos riscos de ruptura do sistema. Dada a crescente interpenetração, o risco sistêmico de ruptura se dá em nível mundial.”³⁶

O risco de convergência de opiniões que ameaça a estabilidade dos mercados de títulos e de derivativos e pode conduzir a crises financeiras difusas — risco significativamente acentuado pelo sistema de finanças diretas, uma vez que a diversidade de expectativas vem diminuindo com a concentração de recursos nas carteiras dos grandes investidores institucionais e com o desenvolvimento de sofisticados sistemas de informação — guarda semelhanças claras com os fenômenos de contágio das previsões e de mimetismo de comportamento típicos dos mercados bursáteis. Estes possuem uma dimensão auto-referencial que faz com que os operadores individuais deixem de agir como calculadores autônomos e sejam

³⁶ Cintra, op. cit., pp. 234-236 e 239. O autor remete a Aglietta, op. cit.

extremamente sensíveis ao comportamento dos demais investidores, acompanhando-os em suas apostas, temores e manias menos racionais.³⁷ Conforme já destacado no capítulo anterior, o movimento próprio do valor das ações, cuja capitalização se dá muitas vezes sem correspondência direta com o comportamento da valorização do capital produtivo, pode conduzir a um descolamento importante entre os valores fundamentais, isto é, entre o curso efetivo das ações nas bolsas de valores e a real capacidade futura das empresas de produzirem lucros. É nesse contexto, segundo Chesnais, que se inserem o contágio das previsões e do comportamento e o acentuado mimetismo dos operadores das bolsas, que podem provocar crises nas bolsas, isto é, crises de liquidez financeira em que se observa uma corrida coletiva e desesperada em busca da conversão de ações em ativos mais líquidos, preferencialmente em moeda — uma busca pela liquidez que, nesse momento, revela a natureza artificial da valorização financeira, já que nem todos os ativos podem ser simultaneamente convertidos em moeda (para que a liquidez seja conservada, é preciso que existam investidores interessados não em liquidez, mas numa rentabilidade futura do capital que os estimule a manter seus títulos em carteira)³⁸.

“As quedas mais ou menos espetaculares das cotações, que acontecem em todos os mercados acionários mundiais, cada vez que Wall Street se enfraquece ou estremece, não refletem tanto uma interligação direta das praças, e sim, mais, o mimetismo das reações dos investidores. Esse contágio de uma praça financeira a outra expressa a resposta nervosa dos detentores de títulos, pois são bem conhecidos, quando não o seu caráter fictício, pelo menos os níveis totalmente irrealistas de capitalização, anunciando *crashes* de maior ou menor gravidade. No caso desses mercados, a integração profunda resulta também de sua abertura, é verdade, mas sobretudo das operações efetuadas dia a dia, hora a hora, nos pregões dos grandes operadores financeiros.”³⁹

A segunda fonte de fragilidade sistêmica apontada por Chesnais está diretamente vinculada à primeira: o desenvolvimento de um sistema de finanças diretas de mercado provocou um enfraquecimento dos sistemas nacionais de crédito, cujos mecanismos são fundamentais para oferecer liquidez aos diversos operadores e instituições que atuam nos diferentes mercados por ocasião de choques ou abalos financeiros, permitindo debelar crises financeiras locais ou sistêmicas. Segundo a análise de Chesnais (compatível com a abordagem de Minsky, apresentada no Capítulo 1), a amplitude do contágio desencadeado por um abalo financeiro depende da disponibilidade e da velocidade de intervenções de empréstimo em última instância e da solidez dos mecanismos nacionais de crédito capazes de criar e direcionar

³⁷ Cf. Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 271.

³⁸ Cf. *ibidem*, p. 274.

³⁹ Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., pp. 29-30.

rapidamente esses recursos. A variedade e a importância alcançadas pelos mercados de títulos no contexto do regime de finanças de mercado e o grande número de operadores que passaram a cumprir o papel de “criadores de mercado” (*market makers*) ampliaram o leque de situações em que pode ser necessária a intervenção dos bancos centrais e outras instituições públicas como emprestadores de última instância. Eis aí o papel peculiar do sistema bancário e sua posição estratégica em transformar ou não um determinado “choque” em uma “crise de sistema”. Um sistema bancário robusto pode contribuir para criar liquidez para os operadores e as instituições em dificuldades e conter ou interromper a propagação do abalo inicial. Se as suas estruturas forem frágeis, porém, tal vulnerabilidade pode ajudar a propagar as consequências do choque. Ocorre que o processo de desregulamentação e mundialização financeira, bem como a disseminação mundial e a consolidação do novo regime monetário e financeiro, resultaram na debilitação dos sistemas bancários nacionais (ao menos no que tange ao papel destes na criação de liquidez mediante operações tradicionais de crédito) e na ascensão dos investidores institucionais no cenário financeiro, ampliando o quadro de fragilidade sistêmica ao tornar mais débeis os mecanismos de intervenção necessários para conter os efeitos negativos dos abalos financeiros e neutralizar o amadurecimento de crises.

“[...] o processo de mundialização financeira implicou o enfraquecimento dos sistemas bancários da maioria dos países, em função tanto das formas que tal mundialização assumiu, quanto da transição para o regime de finanças de mercado. Com a mundialização, os sistemas nacionais de crédito ficam na peculiar posição de não serem (e talvez nunca poderão ser) tão internacionalizados quanto os mercados, mas terem de ajudar as economias nacionais a suportar as consequências dos choques que nascem em todas as partes do sistema onde mais se entrecruzam finanças diretas e mundialização. Esses sistemas nacionais têm ainda mais dificuldades em cumprir seu papel, pois os bancos centrais e os bancos comerciais deixaram de ser as mais fortes instituições financeiras. Desde que ocorreu a mudança para o regime de finanças diretas, os bancos passaram a sofrer a crescente concorrência dos fundos de pensão e fundos mútuos de investimento, os quais, graças aos chamados mecanismos de ‘desintermediação’, fruto da desregulamentação financeira, puderam assumir algumas das partes mais lucrativas das atividades anteriores dos bancos.”⁴⁰

⁴⁰ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 264. É importante enfatizar que o processo de desregulamentação financeira elevou o risco sistêmico não apenas por haver enfraquecido o papel de criador de liquidez exercido pelo sistema bancário, mas também por haver permitido a inúmeras instituições financeiras o ingresso em novos campos de atuação, “para os quais ainda não há um conhecimento adequado ao controle dos riscos inerentes aos novos mercados e instrumentos” (Ferreira, Carlos K. L., Freitas, Maria Cristina P. de e Schwartz, Gilson. “Formato institucional do sistema monetário e financeiro. um estudo comparado”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1998, p. 70).

A terceira fonte de fragilidade sistêmica enfatizada por Chesnais, qual seja, a difusão das finanças especulativas nos mercados de *commodities* e imobiliário, resulta igualmente da lógica do novo regime monetário e financeiro, embora seja um fenômeno recorrente desde o início do processo de desintegração do fordismo — o processo especulativo criado em torno petróleo nos anos 1970 é o principal exemplo, conforme analisado no Capítulo 2. Para Chesnais, a intensidade da concorrência estabelecida dentro dos mercados financeiros e o grau de financeirização atingido pela economia tiveram como consequência a generalização dos comportamentos próprios dos mercados financeiros para outros mercados, como o setor imobiliário — um mercado particularmente propício à formação de bolhas especulativas, que estouram quando faltam condições elementares de liquidez, como ocorreu nos Estados Unidos, no Reino Unido e no Japão durante a recessão de 1990-91 — e os mercados de matérias-primas, nos quais as instituições e os mecanismos de estabilização das cotações de produtos de base transformaram-se em espaço de intensa especulação, criando mais uma fonte de abalos financeiros e prejudicando a estabilidade dos preços e do comércio de matérias-primas, em detrimento dos agentes econômicos mais vulneráveis.⁴¹

A disseminação do novo regime monetário e financeiro para as economias da periferia do capitalismo e a consequente incorporação desses mercados “emergentes” ao processo de internacionalização financeira constituem outra fonte de fragilidade sistêmica importante. A liberalização das finanças em países com profunda dependência exterior e vulnerabilidade financeira, a rápida desregulamentação de seus mercados financeiros, instigada por organismos internacionais como o FMI e o Banco Mundial, as decisões de arbitragem e especulação tomadas pelos gestores das principais carteiras de ativos, as quais exercem impactos decisivos sobre os rumos das políticas macroeconômicas das economias periféricas, e a ancoragem ao dólar como garantia para atrair os recursos financeiros dos investidores externos (recursos frequentemente constituídos por capitais extremamente voláteis, em particular

⁴¹ Cf. Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 264-265. “O montante de capitais financeiros especulativos a partir de 1988 — quando se completa a desregulação dos países capitalistas avançados, que alcançou os mercados imobiliário, de *commodities* e de capitais, com sucessivas crises — amplia desmesuradamente o volume de derivativos ligados a operações de securitização de risco e arbitragem financeira, sobretudo depois da crise europeia de 1992. Esses mercados passam a apresentar um efetivo e crescente risco privado intra-sistêmico, levando à securitização cada vez maior dos ativos” (Tavares, Maria da C. e Melin, Luiz Eduardo. “A reafirmação da hegemonia norte-americana”. In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luis (orgs.). *Poder e dinheiro — uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 63).

movimentados pelos grandes investidores institucionais) contribuíram para estabelecer mais um elemento de risco sistêmico, no plano internacional.

“Incorporar, ao sistema ‘incompleto’ de mundialização financeira, países que, antes, tinham sistemas fechados [...] acaba resultando na criação de economias muito frágeis, nas quais certos abalos financeiros, dominados pelas reações dos investidores estrangeiros, podem se propagar de forma contagiosa, atingindo funções essenciais do sistema financeiro e estendendo-se à esfera da produção e intercâmbio. A crise mexicana de 1994-95 — em que o desmoronamento do mercado financeiro levou, em poucos dias, a um começo de paralisação do sistema bancário — é um exemplo desse tipo de risco.”⁴²

A última fonte de fragilidade sistêmica destacada por Chesnais, a qual traduz o caráter “imperfeito” da mundialização financeira, é a fraqueza e ineficácia dos mecanismos e instrumentos disponíveis em âmbito internacional para injetar liquidez e socializar prejuízos, dada a inexistência de uma autoridade dotada de mandato e de meios financeiros para tanto. A ausência de instâncias supranacionais ou de ações coordenadas sistemáticas entre as principais nações envolvidas torna os abalos e as crises financeiras internacionais muito mais difíceis de solucionar do que os distúrbios financeiros domésticos: os meios de intervenção pública que funcionam de forma relativamente adequada e eficaz em âmbito nacional (embora também venham se enfraquecendo ao longo do tempo) ficam sujeitos a fortes pressões quando se tenta utilizá-los em âmbito internacional, mesmo quando a estratégia de intervenção parte da nação hegemônica (caso da crise mexicana de 1994-95, cujo contágio internacional só foi contido à última hora, dada a resistência inicial do Congresso norte-americano em aprovar medidas de socorro para a nação vizinha).⁴³

Uma fonte adicional de fragilidade financeira sistêmica, embora seus impactos geralmente ocorram de forma indireta, é representada pelos sucessivos abalos e crises cambiais observados desde a derrocada do sistema de Bretton Woods e a adoção de um regime excessivamente volátil de taxas de câmbio flexíveis entre as moedas.⁴⁴ Como já assinalado, as crises de câmbio, materializadas a partir de ataques especulativos dos operadores financeiros contra determinadas moedas⁴⁵ (a enorme

⁴² Chesnais, *idem*, p. 265.

⁴³ Cf. *ibidem*, p. 265.

⁴⁴ Um dos episódios mais significativos de crise cambial durante a vigência do novo regime monetário e financeiro corresponde à crise europeia de 1992-93. A maciça especulação contra a maioria das moedas do Sistema Monetário Europeu (SME), entre agosto e setembro de 1992, com novos ataques especulativos em julho de 1993, provocou perdas substanciais de reservas em divisas e obrigou vários países europeus a promover uma grande desvalorização de suas moedas, abandonando o SME, em que pese a ampliação de 15% das margens do sistema em 1993.

⁴⁵ Um ataque especulativo contra uma determinada moeda nada mais é do que a atuação simultânea de um conjunto de especuladores realizando vendas repentinas e vultosas dessa moeda, podendo conduzir

massa de recursos voláteis em circulação nos mercados internacionais permite realizar apostas e derrubar cotações cambiais com certa frequência e sem maiores dificuldades)⁴⁶, vêm sendo quase sempre seguidas por elevações relativamente duráveis das taxas de juros — a alta dos juros é o mecanismo de política econômica utilizado pelos governos para estabilizar as cotações cambiais, uma vez que estimula a entrada de capitais externos e a permanência de capitais domésticos, ampliando as reservas em divisas. Na medida em que a elevação das taxas de juros repercute negativamente sobre o investimento, a produção e o emprego, desacelerando o crescimento econômico e deteriorando as contas públicas (juros maiores oneram a dívida pública, ao passo que a menor atividade econômica reduz a arrecadação), acaba afetando também a esfera financeira, a qual, embora ganhe com a elevação da remuneração do capital monetário, passa a enfrentar, em virtude da redução do fluxo de renda socialmente gerado passível de ser apropriado, maior concorrência interna, elevação dos riscos assumidos pelos operadores, acirramento da especulação e maior propensão à ocorrência de choques ou de abalos financeiros. Entretanto, as crises cambiais também podem ser fonte direta de fragilidade sistêmica: segundo Chesnais, nos casos em que elas estão associadas de forma imediata e direta a um desmoronamento dos mercados de títulos e acionários, como foi o caso da crise mexicana de 1994-95, podem causar sérios danos às propriedades essenciais do sistema financeiro internacional, ampliando os riscos e a fragilidade sistêmica.

Com base nesse conjunto de fatores, Chesnais acredita estar ocorrendo um acirramento contínuo da fragilidade financeira sistêmica no regime de finanças de mercado, a qual pode atingir um ponto crítico e desencadear uma crise sistêmica em âmbito mundial.

“Podemos sem dúvida formular a hipótese de que ocorra um crescimento quase mecânico da fragilidade sistêmica dos principais sistemas financeiros nacionais, sob o

a um esgotamento das reservas cambiais do país (caso a autoridade monetária intervenha no sentido de defender a cotação de sua moeda) e/ou a uma desvalorização num prazo muito curto (dada a sofisticação dos sistemas de comunicações de alcance mundial), com conseqüente crise monetária.

⁴⁶ Segundo Paulani e Braga, “dada a engrenagem da internacionalização financeira, mesmo os países que se comportam da melhor forma possível relativamente às exigências dos capitais de curto prazo, que arcando com todos os custos dessa decisão em termos de renda e emprego, podem ser vítimas, a qualquer momento, de um ataque especulativo, seguido de fuga em massa de capitais. Pouco importa, no caso, se o ataque tem fundamento real ou se é mero reflexo condicionado de crises que se deram em outros lugares. A vulnerabilidade do país é a mesma” (Paulani, Leda M. e Braga, Márcio B. *A nova contabilidade social*. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 162). Tavares e Melin (op. cit., p. 67) enfatizam a mesma idéia: “Paradoxalmente, os ataques especulativos verificam-se tanto quando os pretensos ‘fundamentos macroeconômicos’ são sólidos — caso da França em 1992, em pleno processo de ‘deflação competitiva’ — como quando são fracos — caso da Inglaterra, quando a *City* londrina vinha sendo submetida a uma crise de ativos financeiros desde a queda da bolsa de valores de Londres”.

efeito acumulado de choques financeiros e de repetidas dificuldades bancárias, do enfraquecimento da capacidade de intervenção dos bancos centrais e da hipertrofia cada vez mais evidente das finanças. Resumamos: o nível atingido pelo montante do valor nominal dos ativos financeiros, assim como o fato de o setor financeiro se alimentar sem cessar de transferências vindas de esferas em que existe criação efetiva de valor e de riqueza; o vínculo cada vez mais tênue entre as transações financeiras e suas contrapartidas no nível da produção, do investimento e da circulação mercantil; a extensão tomada pelos mercados derivativos, que duplicam ou triplicam os mercados financeiros 'primários'; os riscos ainda pouco conhecidos [...] que resultam da abertura e da desregulamentação de mercados financeiros 'emergentes' pouco desenvolvidos e pouco experimentados criam — citando apenas alguns elementos — um contexto propício ao nascimento e à propagação de poderosos choques financeiros, capazes de afetar funções essenciais do sistema financeiro num conjunto de países. Numa hipótese deste tipo, não deixariam de ocorrer efeitos de contágio sério na esfera da produção e do intercâmbio".⁴⁷

A crescente fragilidade sistêmica observada a partir de meados da década de 1980 não desembocou num processo de crise sistêmica generalizada graças às sistemáticas intervenções dos poderes públicos dos países desenvolvidos e dos organismos monetários internacionais (empréstimos de última instância utilizados para evitar um processo de desvalorização em cadeia de ativos financeiros, com socialização dos prejuízos), em que pese o progressivo enfraquecimento dos instrumentos oficiais de intervenção.

Episódios de crise e atuação do Estado

Os sucessivos episódios de abalos, turbulências e crises que acompanharam o processo de liberalização e mundialização financeira nas últimas duas décadas do século XX — traduzidos por corridas coletivas de agentes dos mercados financeiros em busca de segurança (risco de maciça desvalorização de ativos mobiliários e de queima de capital fictício) e pela falência de um número significativo de empresas — foram administrados de forma relativamente eficaz pelos bancos centrais, que evitaram o desencadeamento de crises sistêmicas incontroláveis mediante a injeção de grandes quantias de fundos líquidos nos mercados financeiros, isto é, mediante a repartição dos prejuízos num espaço social mais amplo (a conhecida "socialização dos prejuízos").⁴⁸ Embora os bancos centrais tenham se tornado mais eficazes em suas intervenções isoladas ou mesmo coordenadas em períodos de crise (extensão do campo de ação das operações de empréstimo em última instância, de forma a lidar com os "novos tipos de

⁴⁷ Chesnais, "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica", loc. cit., pp. 291-292.

⁴⁸ Ver Guttman, op. cit., p. 85. Uma cronologia dos principais choques financeiros observados nos Estados Unidos, Europa, Japão e novos países industrializados desde 1970 é apresentada por Chesnais (idem), pp. 250-251.

crise a que a economia se tornou sujeita com o advento da liberalização financeira, da informatização e da globalização⁴⁹), tais intervenções possuem um potencial de estabilização apenas efêmero: não atuam sobre as causas estruturais da instabilidade e da fragilidade sistêmica crescente (ao contrário, apenas repõem a instabilidade sob novos parâmetros), operando exclusivamente no sentido de impedir o amadurecimento de uma crise sistêmica e de garantir a apropriação de lucros financeiros substanciais por parte dos principais agentes da esfera financeira (ganhos que se acentuam em períodos de forte instabilidade financeira). Em outras palavras, a atuação dos poderes públicos (governos e autoridades monetárias) e dos organismos financeiros internacionais (FMI, Banco Mundial e BIS) em períodos de crise e de abalos financeiros tem se limitado a garantir o pleno funcionamento dos princípios do regime monetário e financeiro vigente, sobretudo no que diz respeito à manutenção da instabilidade como elemento fundamental do processo de transferência de renda em favor dos agentes que comandam a esfera financeira.

Uma série de episódios de abalos e de crises ocorridos desde meados dos anos 1980 — cuja ocorrência foi intensificada pela vigência de um regime de acumulação dominado pelas finanças e controlado por interesses econômicos de tipo rentista — ilustra a dinâmica do processo de fragilização sistêmica crescente e a atuação do Estado e dos organismos financeiros internacionais (a serviço das nações no topo da hierarquia econômico-financeira mundial) no socorro à esfera financeira e na neutralização de crises sistêmicas potenciais.⁵⁰ Limitando a análise apenas aos principais, um primeiro episódio a merecer destaque é o *crash* da Bolsa de Nova York em 1987 e a extensão do choque para outras bolsas, cujas características e amplitude revelam de forma clara como a volta ao regime de finanças de mercado e a fraqueza dos sistemas nacionais de crédito no regime de finanças diretas se converteram em fontes de fragilidade sistêmica. Após as medidas de desregulamentação dos mercados bursáteis, em 1986, as bolsas voltaram a atrair elevadas massas de capitais e se converteram em palco de movimentos especulativos de grande amplitude, sobretudo

⁴⁹ Cf. Guttman (idem), p. 91.

⁵⁰ Segundo Chesnais, “foi nos Estados Unidos que houve, nos últimos vinte anos, o maior número de abalos que exigiram a intervenção do FED e das agências especializadas complementares do governo federal, na qualidade de ‘último recurso’ de empréstimo. Isto se explica facilmente em função do movimento dos Estados Unidos no sentido de voltar a finanças de mercado e das peculiaridades do sistema bancário norte-americano, em que ainda subsistem centenas de bancos locais ou regionais [...]. Mas essas intervenções estenderam-se por duas vezes ao México, e se estenderiam à Argentina ou ao Brasil, se estes países tivessem sofrido crises análogas à mexicana de 1994-95. O papel do dólar no sistema monetário mundial e o montante da dívida aplica nos mercados de títulos constituem fontes potenciais de uma grave contradição entre as importâncias criadas para fins de liquidez e a defesa do nível do dólar” (Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 267).

com a entrada em cena dos grandes investidores institucionais (fundos de pensão, mútuos e de investimentos) e grupos industriais com atuação internacional. Após vários meses de intenso movimento altista, as cotações das ações na Bolsa de Wall Street atingiram níveis incompatíveis com as expectativas de lucro futuro das empresas. O conteúdo fictício do nível alcançado pelas bolsas produziu um movimento de desconfiança que resultou no desabamento das cotações em Wall Street (22,6% em um só dia) e também nos mercados derivativos de contratos a prazo sobre índices da bolsa de Chicago, em outubro de 1987. Diante da corrida dos agentes pela liquidez e da conseqüente ameaça sobre os sistemas de pagamento de títulos e o sistema de pagamentos interbancários (em razão da interconexão das redes), e dada a fragilidade financeira enfrentada pelos bancos comerciais nesse período,⁵¹ incapacitados de fornecer liquidez para a estabilização dos mercados, o Federal Reserve interveio para criar a liquidez necessária, abrindo todos os procedimentos de redesconto e aumentando brutalmente a massa monetária em circulação. Em virtude dessa intervenção maciça do banco central norte-americano, fornecendo empréstimos de última instância inclusive para instituições financeiras não bancárias, a crise foi debelada.⁵² A rapidez e a amplitude dos meios utilizados explicam por que o sistema de pagamentos interbancários não foi abalado e por que não ocorreu uma crise similar à de 1929. Embora uma crise sistêmica de grandes dimensões tenha sido evitada, a operação de salvamento patrocinada pelos poderes públicos não ficou evidentemente isenta de custos.

“A operação teve conseqüências precisas no plano financeiro, assim como um determinado custo econômico. A injeção maciça de nova liquidez contribuiu para o inchaço da bolha especulativa artificial, apoiada no financiamento das fusões/aquisições, através da emissão de *junk bonds* — que acabou por estourar em 1989 —, assim como no financiamento de operações ‘de risco’ no ramo imobiliário. Ela forneceu, com disposições governamentais muito favoráveis, um balão de oxigênio às caixas de poupança privadas, cuja falência final acabou sendo tanto mais grave. No plano internacional, foi preciso aumentar o nível das taxas de juros para oferecer garantias e manter os investidores institucionais japoneses nos mercados de títulos americanos. Assim, foi a totalidade da economia mundial que contribuiu, à sua própria maneira, para o pagamento da conta do *crash*.”⁵³

Em outras palavras, além de os agentes da esfera financeira terem sido socorridos por uma intervenção de empréstimo em última instância, com a

⁵¹ Sobre as dificuldades enfrentadas pelos bancos na década de 1980, em razão da crise da dívida externa dos países periféricos e da concorrência representada pelos investidores institucionais e pelos grandes grupos industriais (beneficiados pela liberalização e pela desregulamentação), ver o capítulo anterior.

⁵² Cf. Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 272-275.

⁵³ *Ibidem*, p. 275.

socialização dos prejuízos, a terapia posterior ao *crash* de 1987 consistiu em beneficiar ainda mais o mercado financeiro mediante a elevação dos juros, base principal de sustentação da regulação da moeda e das finanças no contexto do regime de acumulação sob dominância financeira. Isto porque, embora a queda das cotações das ações tenha sido rapidamente contida e a ruptura do sistema doméstico de pagamentos evitada, a onda de choque mundial após o *crash* de Wall Street produziu fortes impactos sobre os mercados de títulos mais internacionalizados da época: os mercados de eurotítulos. Os emissores de papéis privados (grupos industriais e bancos) não encontravam compradores e as cotações dos títulos públicos nos mercados secundários passaram a oscilar intensamente. Os principais países industrializados se mobilizaram, então, para socorrer os Estados Unidos, fornecendo capitais que permitiram aos poderes públicos norte-americanos organizar uma suave baixa na cotação do dólar, de forma a combater os efeitos recessivos do *crash*. A desvalorização de 1987-88 não foi, portanto, provocada diretamente pelos mercados: ela se apoiou na colaboração dos bancos centrais estrangeiros, sobretudo o do Japão, cujos capitais e reservas oficiais aportados atingiram soma equivalente, em termos reais, ao volume de capital investido pelos Estados Unidos no Plano Marshall.⁵⁴ A elevação dos juros permitiu recompensar os capitais estrangeiros investidos na operação de socorro, ampliando a remuneração auferida pelos segmentos credores da esfera financeira em âmbito internacional.

A recessão de 1990-91, marcada pela fragilização dos bancos e pela crise no setor imobiliário em países do centro dinâmico do capitalismo (sobretudo Estados Unidos, Japão e Reino Unido), oferece outro exemplo de intervenção do Estado no sentido de evitar a ocorrência de uma crise sistêmica e garantir a operacionalidade da “ordem trinitária” que sustenta o regime monetário e financeiro em vigor desde os anos 1980. Serve igualmente para ilustrar como a difusão das finanças especulativas e a generalização dos comportamentos próprios dos mercados financeiros para outros mercados, como o imobiliário, contribuíram para ampliar a fragilidade e o risco sistêmico na economia mundial. A erosão das receitas e a fragilização dos bancos a partir do processo de desintermediação financeira desencadeado pela liberalização e desregulamentação das finanças estimularam as instituições bancárias a buscar novos clientes e a realizar financiamentos mais arriscados, sobretudo no setor imobiliário, degradando progressivamente a qualidade dos créditos concedidos.⁵⁵ Para se proteger

⁵⁴ Cf. *ibidem*, p. 276.

⁵⁵ No caso específico do Japão, os bancos transformaram o mercado imobiliário em atividade principal, “de forma que, durante os anos 80, os empréstimos concedidos aos profissionais do mercado imobiliário ou a instituições não-bancárias especializadas nesse mercado [...] passaram de 10% para 26% do conjunto dos empréstimos bancários” (*ibidem*, p. 284).

dos riscos e encontrar novas fontes de receitas, os bancos também aproveitaram o movimento de desregulamentação para intensificar a criação de inovações financeiras, investir em ativos mais rentáveis (frequentemente de alto risco, como os *junk bonds*) e atuar nos novos mercados, particularmente nos mercados de produtos derivativos. O *boom* imobiliário dos anos 1980, alavancado pela expansão do crédito bancário destinado a novos empreendimentos, assumiu a forma de uma bolha especulativa, a qual sofreu um primeiro impacto com o desmoronamento do mercado de *junk bonds* em 1989 e acabou estourando em 1990, quando o temor pelo aumento da inflação levou a um aperto das políticas monetárias norte-americana, britânica e japonesa.⁵⁶ A eclosão da bolha especulativa do setor imobiliário pôs em estado falimentar ou pré-falimentar um grande número de bancos e de instituições financeiras, especialmente no Japão.

“A gênese da recessão deve ser procurada nos fatos que marcaram os anos de 1987-90. O *crash* de outubro de 1987 poderia ter desencadeado uma depuração da esfera financeira, com a destruição de uma fração mais ou menos importante dos ativos financeiros (esta destruição foi espetacular em 1929) e a redução drástica do valor da fração restante. Mas as autoridades monetárias decidiram de outra forma. Produziu-se assim um ‘milagre’. Em alguns meses, o *crash* e os temores nascidos com ele foram esquecidos. A curva dos ativos financeiros retomou seu curso ascendente, ao mesmo tempo que começava o *boom* imobiliário, que viria a se transformar numa bolha especulativa. O regime financeiro de taxas de juros positivas, instaurado em benefício dos credores em 1981-82, impedia porém que essa forma de crescimento fosse viável a longo prazo. Com efeito, o nível elevado das taxas de juros ‘conferia dessa vez um caráter precário ao inchaço nominal dos patrimônios. Bastou que as perspectivas de evolução das taxas de juros mudassem, e que fosse prevista a sua alta, para que os preços dos ativos reais (imobiliários) afundassem e que os dos ativos propriamente financeiros ameaçassem seguir o mesmo caminho’⁵⁷. Isso explica que tenham sido precisamente as medidas de política macroeconômica antiinflacionárias adotadas pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido (endurecimento da política monetária, juros altos), destinadas a preservar os níveis das taxas de juros reais favoráveis à manutenção dos rendimentos dos credores, que desencadearam a recessão de 1990-91. [...] A maneira como a recessão foi depois administrada, de forma a limitar a perda de valor dos ativos

⁵⁶ No Japão, a mudança na política monetária correspondeu, segundo Chcsnais (idem, p. 279), a uma “vontade explícita de quebrar a especulação imobiliária e a especulação nas bolsas, que haviam, no entanto, recebido uma forte ajuda das autoridades monetárias”. De acordo com Braga, “entre o começo de 1989 e o início de 1990, a taxa oficial de desconto do Banco do Japão saltou de 2,5% para 6% ao ano, e restringiu-se o crédito advindo da especulação. Iniciava-se a queda do índice da Bolsa de Tóquio e dos preços imobiliários. As seqüelas sobre os agentes privados em posições patrimoniais altamente especulativas e a recessão macroeconômica resultante são conhecidas e atuais. Ocorre nesse tipo de gestão um ‘*crash* controlado’, em que as autoridades monetárias, em parceria com os agentes privados ganhadores na especulação, promovem o socorro das demais instituições perdedoras. Via fusões, são concedidos empréstimos especiais, auxílios fiscais, o que aumenta o grau de centralização do capital e de ônus financeiro para o Estado. Este decorre tanto de pacotes fiscais contra a recessão *post-festum*, quanto das operações de salvamento das empresas financeiras que, no mínimo, envolvem ‘renúncia fiscal’” (Braga, “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza...”, loc. cit., p. 169).

⁵⁷ Fitoussi, Jean-Paul. *Le débat interdit*. Paris: Arléa, 1995, p. 145.

financeiros e a preservar os interesses dos credores (quer dizer, dos rendimentos especulativos), teve profundas e duráveis repercussões no investimento, na produção e no emprego. A partir de 1990, não deixou de crescer a lista das sociedades imobiliárias forçadas a anunciar perdas, por vezes consideráveis. A posição particularmente difícil dos bancos deveu-se ao fato de que, de um lado, estes tinham aceitado ativos patrimoniais, tanto imobiliários quanto das bolsas, como garantia de créditos e, por outro lado, tinham sido forçados a se refinarciar segundo as condições do novo regime de finanças diretas, isto é, a taxas de juros indexadas pelas taxas do mercado monetário.”⁵⁸

Os riscos sistêmicos agudos suscitados pela recessão de 1990-91 (uma “recessão financeira”, segundo Aglietta) e o perigo de espirais contagiosas de deflação de débitos e destruição de ativos monetário-financeiros, com subsequente desvalorização dos elementos constitutivos do capital produtivo, levaram o banco central norte-americano a afrouxar a política monetária e a reduzir as taxas de juros (embora estas não tenham deixado de se manter substancialmente positivas), bem como a estender as operações de empréstimo em última instância e os mecanismos de salvamento de instituições financeiras, a ampliar as redes de segurança e a organizar a socialização das perdas por intermédio da utilização de fundos públicos.⁵⁹ A fragilidade sistêmica imposta pela dinâmica operacional do regime monetário e financeiro consolidado nos anos 1980 e pela gigantesca massa de ativos mobiliários cada vez mais desvinculados da acumulação produtiva (isto é, representativos de um capital eminentemente fictício) torna cada vez mais complexo e imprevisível um processo de depuração financeira e liquidação de ativos financeiros, razão pela qual a intervenção tempestiva do Estado (especialmente o das nações mais bem situadas na hierarquia econômico-financeira mundial), neutralizando crises sistêmicas e socializando prejuízos pela via fiscal, tornou-se decisiva para garantir a sobrevivência do próprio binômio que comanda a acumulação capitalista no final do século XX.

“Entre os ‘mortos e feridos’ de uma crise financeira ou da falência de uma instituição importante, encontramos tanto membros da classe dominante econômica e política, quanto componentes centrais da base social e eleitoral das oligarquias que governam as democracias ocidentais. Sanear balanços significa muitas vezes anunciar a poupadores modestos que seu patrimônio mobiliário (títulos de diversos tipos) ou imobiliário perdeu uma grande parte, senão a totalidade, de seu valor, sabendo que

⁵⁸ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 279-280.

⁵⁹ No Japão, contudo, “uma conjunção particular de crise financeira e do sistema político [...] levou a que o governo ficasse de mãos atadas e não pudesse impor a socialização, via impostos, das perdas provocadas pela crise imobiliária. Assim, foi no Japão que o esvaziamento da bolha especulativa foi mais rude e teve conseqüências mais sérias e duráveis. [...] Nunca houve acordo político completo para salvar as sociedades de crédito imobiliário e as falências se sucederam em 1995. A idéia de que seria necessário aceitar a ‘socialização das perdas financeiras’, mediando seus encargos pelo orçamento e pela política fiscal, era dificilmente aceita por uma grande parte da opinião pública japonesa, devido às ligações entre as sociedades de crédito imobiliário e os meios mafiosos” (ibidem, pp. 284-285).

eles não terão qualquer consolação ao descobrirem que este patrimônio correspondia a capital fictício (ou, se preferirmos, que seu valor dependia de 'convenções' que voaram em pedaços devido às circunstâncias econômicas, aos erros ou aos dolos de gestão). Mas, tratando-se do sistema financeiro contemporâneo, há fatos mais graves ainda. Devido à densidade e à complexidade das cadeias de dívidas e de créditos, assim como ao enredo dos ativos e passivos dos bancos e das instituições financeiras, a falência de uma instituição financeira importante é um passo que pode (diferente da falência de uma empresa, mesmo importante, do setor industrial) arrastar consigo o edifício inteiro, destruir uma grande parte do setor financeiro como tal. [...] Compreendemos, assim, por que, nos países onde a 'revolução conservadora' foi levada mais longe, a 'saída da recessão financeira' foi a mais rápida e completa, já que, paradoxalmente, os governos destes países tiveram também (pelo menos até hoje) liberdade de ação para socializar as perdas do setor financeiro pela via fiscal, jogando o ônus para as camadas sociais mais pobres e acentuando ainda os traços do novo regime salarial. Trata-se de uma outra expressão do caráter hierarquizado da mundialização financeira: ela submete os sistemas financeiros nacionais a pressões e a choques cada vez mais uniformes; mas cabe a cada sistema, em função de um conjunto de parâmetros políticos, econômicos e financeiros que lhe são característicos, encontrar os meios de enfrentá-los."⁶⁰

Já o episódio da crise mexicana de 1994-95 ilustra claramente como a incorporação dos mercados "emergentes" ao jogo das finanças internacionais desregulamentadas nos anos 1990 (com a liberalização dos mercados financeiros domésticos e a securitização da dívida pública segundo um modelo norte-americano) e como a carência de instâncias e a precariedade dos mecanismos internacionais de intervenção se constituíram em fontes importantes de fragilidade sistêmica. A rápida liberalização e a plena abertura externa do mercado financeiro mexicano no início dos anos 1990 e a brutal expansão do déficit externo a partir de então, que alcançou 8% do PIB em 1994 — um déficit comercial e em transações correntes que sustentou o crescimento da economia e foi financiado mediante a emissão de títulos públicos altamente rentáveis e a atração de volumes expressivos de capitais externos⁶¹ —,

⁶⁰ *Ibidem*, p. 282.

⁶¹ "O déficit comercial foi o principal fator que aumentou o déficit exterior [...]. Passou-se de uma situação de quase equilíbrio, em 1990 (um déficit de 882 milhões de dólares), para um buraco beirando os 13,5 bilhões de dólares em 1993 e, em 1994, de 13,7 bilhões de dólares só nos nove primeiros meses do ano. Como por milagre, esse buraco começou a ser preenchido por um afluxo de investimentos de carteira num montante quase equivalente e cujo crescimento casou com o do déficit de transações correntes. Este era de 14,9 bilhões de dólares em 1991, 24,8 em 1992, 23,3 em 1993 enquanto os investimentos, cujo montante era modesto em 1990 (1,9 bilhão), passaram a 12,7 bilhões em 1991, a 18 bilhões em 1992, e a 28,4 bilhões em 1993. É impossível não ver a responsabilidade dos Estados Unidos na formação e no financiamento desse déficit, já que o FMI e a OCDE fecharam os olhos para ele. O inchaço perfeitamente artificial das importações mexicanas contribuiu para a recuperação americana de 1992-93, enquanto que os fundos de investimento americanos foram os primeiros a se aproveitar do crescimento vertiginoso da capitalização das bolsas e do recurso do governo mexicano ao mercado de títulos para colocar seus bônus do Tesouro. [...] Até hoje, nenhum novo país industrial (NPI) foi tão longe na via perigosa da titularização de sua dívida a curto prazo" (*ibidem*, p. 287).

conduziram a uma crise financeira aguda no final de 1994 (após um forte ataque especulativo e o anúncio de uma inevitável desvalorização do peso, cuja apreciação efetiva em relação ao dólar entre 1989 e 1993 atingira 30%)⁶² e a uma intensa fuga de capitais de curto prazo para o exterior (capitais domésticos e externos), responsáveis pelo afundamento da moeda, do mercado de títulos e do mercado acionário mexicanos, dada a estreita conexão alcançada pelos mercados de câmbio, de obrigações e bursátil, atingidos pelo contágio das previsões e pelo comportamento mimético (“efeito rebanho”) dos operadores financeiros que manipulam os capitais altamente concentrados que se valorizam nos mercados desregulamentados e liberalizados. A crise de liquidez atingiu duramente o sistema bancário (extremamente exposto e vulnerável, dada a formação de uma estrutura de endividamento frágil e instável durante a euforia especulativa dos anos 1992-93) e, por meio deste, estendeu-se rapidamente para as empresas, as famílias e o conjunto da economia. Da mesma forma, o Estado mexicano, dada a contração de liquidez resultante do estouro da bolha especulativa do mercado de títulos, viu-se incapacitado de refinar seus papéis e suas obrigações nos mercados e de saldar seus compromissos de curto prazo. O *default* mexicano, contudo, a exemplo dos demais episódios de instabilidade e de crise durante a vigência do regime de acumulação sob dominância financeira, revelou-se altamente lucrativo para os principais agentes das finanças internacionais.

“A crise mexicana ilustra o papel desempenhado, na integração financeira, pelas operações ditas ‘de arbitragem’, efetuadas por operadores financeiros que possuem meios financeiros suficientemente amplos para poder escolher, a todo momento, as formas mais vantajosas de aplicação e de especulação oferecidas, mesmo que estas comportem um risco elevado, mas também para liquidar suas posições muito rapidamente. [...] As vendas de bônus do Estado, ocorridas no México em janeiro e fevereiro [1995], não foram apenas a consequência de um ‘pânico’. Muitas fizeram parte de estratégias normais de reorientação de investimentos, depois do vencimento de aplicações que haviam se tornado muito arriscadas, mas que haviam rendido bons benefícios. O afundamento brutal do ‘mercado financeiro emergente’ (que ainda poucas semanas antes do *crash* era chamado de ‘exemplar’) se desenvolveu assim cumulativamente, desencadeando em menos de um mês o início de uma recessão que se aprofundou de mês a mês. No ano de 1995 houve uma queda de 7% e uma taxa de inflação próxima aos 50%. O desemprego chegou aos 25% da população ativa, enquanto os salários sofriam uma perda de poder de compra na ordem de 55% e dois milhões e meio de pessoas cruzavam o limiar da ‘pobreza extrema’. O sistema bancário hipertrofiado, que fora, durante a euforia dos anos 1992-93, incitado a assumir posições muito arriscadas nos mercados liberalizados e a oferecer crédito ‘à moda ianque’ aos lares e às empresas, contribuiu para o contágio e acelerou a repercussão das tendências recessionistas.”⁶³

⁶² Cf. Palazuelos, op. cit., p. 171.

⁶³ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 288-289.

O risco de propagação da crise mexicana para outros mercados “emergentes”, particularmente o Brasil, a Argentina e as economias com as contas externas mais fragilizadas do Sudeste Asiático, impunha uma urgente intervenção externa no mercado mexicano para debelar uma crise financeira sistêmica. A retirada maciça dos recursos investidos nesses mercados “emergentes” pelos investidores prejudicados pela crise mexicana poderia provocar novas crises nos mercados de títulos e romper as “longas e frágeis cadeias de créditos e débitos”, afetando diretamente, também, os mercados de produtos derivativos. Ademais, os investidores institucionais norte-americanos, que possuíam um volume significativo de ativos financeiros aplicados nos mercados de títulos e de ações mexicanos, enfrentavam um sério risco de sofrer pesadas perdas mediante um processo de desvalorização brutal e em cadeia desses ativos. Para preservar o capital financeiro e debelar a crise, os Estados Unidos e o FMI lograram mobilizar 50 bilhões de dólares na operação de socorro ao México, em fevereiro de 1995 (dos quais foram efetivamente utilizados 27 bilhões), muito embora tal operação tenha sido marcada por sérias dificuldades e lentidão para reunir as somas necessárias, dada a resistência do Congresso norte-americano e dos países-membros do G-7 (além da falta de coordenação destes últimos).⁶⁴ No episódio da crise mexicana, a ausência de mecanismos rápidos e eficazes de socorro (relativamente à agilidade e à velocidade demonstradas pelos operadores institucionais na movimentação de capitais pelos mercados financeiros internacionais), bem como de organismos internacionais dotados de poder e de credibilidade para atuar tempestivamente, explicitou a vulnerabilidade sistêmica dos mercados mundiais sob um regime de finanças desregulamentadas e especulativas.

Um último episódio a merecer menção — seguramente o principal deles, por sua magnitude e extensão — diz respeito à crise financeira do Sudeste Asiático em 1997.⁶⁵ Não se pretende aqui deter-se nos detalhes da crise, nem nas características

⁶⁴ “Antes de poder definitivamente anunciar um plano de salvamento, a administração Clinton foi obrigada a dar um curto-circuito no Congresso, a servir-se do fundo de estabilização do dólar, que hoje está seriamente desguarnecido, e a dar também um curto-circuito nas negociações com os outros membros do G-7, para encaminhar para o México uma soma de 50 bilhões de dólares, ou o equivalente ao montante total dos fluxos de investimento destinados ao conjunto dos novos países industriais (NPI) e dos países em desenvolvimento em 1993 (um ano, no entanto, ‘fausto’ quanto ao montante de capitais indo para estes países). A amplitude dos valores envolvidos traduziu a importância do que estava em jogo. Tratava-se tanto do futuro do Nafta quanto da necessidade de tranquilizar os investidores institucionais e evitar a propagação da crise” (ibidem, pp. 289-290). A forte criação de liquidez representada pela operação de salvamento do México acabou provocando, contudo, um movimento de desafio ao dólar entre março e maio de 1995, contornado em meados desse ano, quando o dólar passou a apresentar um movimento regular de apreciação que se estenderia até 1997.

⁶⁵ Os episódios do México e do Sudeste Asiático constituem bons exemplos de crises financeiras “autênticas”, na medida em que seus desdobramentos afetaram fortemente o setor produtivo das

peculiares de cada economia envolvida nesse complexo processo, mas apenas destacar alguns aspectos relativos à dinâmica seguida pelos *crashes* financeiros asiáticos, à participação dos operadores financeiros nos ataques especulativos e à operação internacional de socorro às economias em crise.

A crise se iniciou com a desvalorização do bath tailandês em julho de 1997 (um acontecimento, em princípio, aparentemente insignificante), após alguns meses de ataques especulativos. A rápida depreciação da moeda tailandesa frente ao dólar, ao qual estava ancorada, contagiou sucessivamente as moedas da Malásia (ringitt), Indonésia (rupia), Filipinas (peso) e Coréia do Sul (won), expondo aos ataques especulativos também o dong vietnamita e os dólares de Hong Kong, Taiwan e Cingapura.⁶⁶ Dada a estreita interconexão regional dessas economias, sobretudo no que diz respeito ao comércio exterior (intensa concorrência entre os exportadores da região nos mercados mundiais), a crise monetária se acentuou e se propagou nos meses seguintes e incorporou outras características, afetando duramente as bolsas de valores e de divisas da região,⁶⁷ provocando a fuga de capitais de curto prazo (com desabamento dos mercados de títulos e acionários), agravando as dificuldades dos sistemas bancários e financeiros da Coréia do Sul, Indonésia e Tailândia (elevação dos custos dos empréstimos externos contraídos por bancos e por empresas locais e degradação dos ativos bancários) e acentuando os problemas financeiros já visíveis na principal economia asiática, a japonesa. Embora os fatores envolvidos na determinação da crise asiática obedecessem a questões nacionais de naturezas diversas, havia alguns elementos comuns, sobretudo se consideradas as economias da região mais severamente atingidas pela crise financeira.⁶⁸ Os países mais afetados pela crise foram

economias envolvidas, isto é, trata-se de crises que possuem, além de um caráter financeiro, uma dimensão econômica.

⁶⁶ “[...] com relação à sua cotação de final de junho, em janeiro de 1998 a rupia indonésia reduziu seu valor frente ao dólar em 300%, o bath tailandês em mais de 100%, o won coreano em quase 90%, o ringitt malaio em mais de 60% e o peso filipino em 55%. O movimento descendente afetou também o dólar de Cingapura (22%) e o dólar de Taiwan (25%), acentuando igualmente a queda do icne japonês (13%), que vinha se depreciando ao longo do ano” (Palazuelos, op. cit., p. 179).

⁶⁷ “As cotações bursáteis foram contagiadas pela crise monetária. [...] os índices das bolsas de Seul, Malásia e Hong Kong diminuíram entre 50% e 60%; os de Manila, Bangkok e Jacarta o fizeram em 45%; o de Cingapura em quase 40% e os de Tóquio e Taipé em 27% e 20%, respectivamente. A grave queda registrada na bolsa de Hong Kong no final de outubro, com uma redução de 25%, propagou-se com rapidez às grandes bolsas internacionais, com efeitos apenas momentâneos, mas que puseram de manifesto a vulnerabilidade dos mercados internacionais diante do desencadecamento de sucessivos mecanismos de contágio” (ibidem, p. 179).

⁶⁸ Ver ibidem, pp. 173-183. É preciso enfatizar, contudo, que, além de similitudes entre países e de peculiaridades inerentes a cada uma das economias asiáticas, fatores cujo conhecimento é fundamental para a compreensão da crise, há uma lógica mundialmente hegemônica que condicionou fortemente o desencadecamento dos *crashes* asiáticos de 1997 (assim como de quase a totalidade dos abalos observados nas últimas duas décadas do século XX): “As circunstâncias que envolveram o início da

aqueles que vinham sofrendo uma deterioração progressiva de suas balanças em conta corrente (Tailândia, Malásia, Filipinas, Indonésia e Coreia do Sul — embora este último mantivesse superávit comercial), graças à perda de capacidade comercial nos mercados externos e à manutenção de políticas cambiais baseadas numa estreita relação entre as suas moedas e o dólar (a moeda norte-americana passou por um importante processo de apreciação entre 1995 e 1997,⁶⁹ provocando perda de competitividade internacional dos produtos dos países cujas moedas estavam ancoradas à divisa norte-americana). A valorização dessas moedas estimulou uma forte entrada de capitais estrangeiros de curto prazo, em volume muito superior às necessidades de financiamento dos déficits em conta corrente. A maior parte desses recursos foi captada junto a investidores institucionais e outros operadores financeiros por empresas e bancos privados e utilizada em múltiplas práticas especulativas, sobretudo no setor imobiliário e nos mercados bursáteis — diferentemente do que ocorreu na região nas décadas anteriores, quando os recursos foram destinados maciçamente para o investimento produtivo. Desta forma, o déficit em conta corrente, a apreciação da moeda, o crescente endividamento externo de curto prazo e a relativa despreocupação dos investidores externos com a situação interna das economias asiáticas (tanto o FMI quanto as grandes agências internacionais de classificação de risco revelavam-se francamente otimistas quanto à situação econômica dos países da região em meados de 1997) eram os principais fatores comuns apresentados por esses cinco países mais atingidos pela crise (Tailândia, Malásia, Coreia do Sul, Filipinas e Indonésia), embora a gravidade de cada um deles variasse de um país para o outro e a crise em si tenha se difundido e contagiado outros países da região que não apresentavam qualquer sintoma dos problemas descritos. O fato de estarem ausentes outros fatores típicos de economias que experimentam grandes desequilíbrios

crise são indissociáveis de uma situação na qual são as normas de rentabilidade e as prioridades do *capital se valorizando de modo imediato enquanto capital-dinheiro rentista* que sobrepõem todas as outras, aí incluídas aquelas mais 'racional' do ponto de vista das necessidades do capital de longo prazo. Vivemos sob um regime de acumulação em escala planetária no qual, para retomar a bela metáfora de Marx [...], o que domina são as prioridades daqueles que pensam que a especificidade do dinheiro está em 'produzir juros assim como a pereira produz pêras' (Chesnais, "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica", loc. cit., p. 299, grifos no original).

⁶⁹ A valorização do dólar iniciou-se em maio de 1995, depois de equacionada a crise mexicana, intensificando-se no segundo trimestre de 1996. "[...] os doze a quatorze meses que antecederam o desprendimento forçado do *bath* tailandês foram marcados por uma valorização regular da divisa americana, sob pressão principalmente de parâmetros financeiros. A taxa de câmbio do dólar elevou-se de forma regular a partir da primavera de 1996, pela simples razão de que o dólar tornou-se novamente a principal divisa refúgio. Contrastando com a semi-estagnação dos outros países da OCDE, a prosperidade americana transformou, ao menos transitoriamente, o dólar e os ativos financeiros americanos nos valores mais remunerados e seguros para o capital financeiro mundial à procura de aplicações rentáveis de grande porte" (Chesnais, *idem*, p. 300).

monetários, como altas taxas de inflação e déficits orçamentários elevados, não representou um obstáculo para que as tensões especulativas em torno das cotações cambiais se avolumassem (a ancoragem das moedas asiáticas ao dólar deteriorou as exportações da região e tornou insustentável a manutenção das cotações) e desencadeassem os ataques especulativos contra as várias moedas e os *crashes* financeiros no segundo semestre de 1997. O processo em seu conjunto permitiu aos grandes operadores financeiros internacionais, responsáveis pela articulação e pelo desfecho dos ataques especulativos que conduziram à crise financeira asiática, auferir importantes lucros financeiros em um curto espaço de tempo. Tais operadores, no contexto de um regime de finanças de mercado, limitaram-se a atuar “racionalmente”, preservando o valor dos capitais sob sua responsabilidade, garantindo os seus ganhos e obtendo lucros financeiros a partir de uma previsão acertada da evolução dos preços dos ativos diante da perspectiva de uma desvalorização cambial. A seguinte passagem de Palazuelos sintetiza com clareza a dinâmica desse processo:

“Utilizando a expressão convencionalmente empregada diante de uma tessitura como a apresentada por esses países, os mercados financeiros começaram a ter dúvidas crescentes quanto à possibilidade de que a cotação das moedas pudesse ser mantida, passando a atuar como mecanismos de correção diante de uma situação de desequilíbrio. Desse modo, os ataques especulativos desatados são interpretados como um movimento de antecipação e um mecanismo de ajuste frente a um funcionamento anômalo do mercado. Ao delinear o problema dessa maneira, assumem-se implicitamente três aspectos significativos. Um deles é que os mercados, ou seja, os agentes que intervêm, atuam segundo a lógica implacável de buscar exclusivamente seu próprio benefício, embora isso suponha efeitos perniciosos para as economias com situação comprometida. Outro aspecto é que essa lógica deve se confirmar sempre a curto prazo, já que os ‘ataques especulativos’ não são outra coisa senão a oportunidade que esses agentes encontram para realizar um movimento de obtenção de ganhos rápidos para, em seguida, abandonar a moeda em questão. O terceiro aspecto é que a dinâmica econômica de qualquer país deve se basear necessariamente nos ditames desses mercados financeiros, de modo que — após sofrer esses ataques especulativos — as economias devem padecer as conseqüências (os ajustes) que se derivam da debilitação de suas moedas. Entretanto, os capitais que abandonam uma determinada economia serão investidos em outros países, nos quais, conforme o caso, se for conveniente, voltarão a atuar da mesma forma, obtendo novos ganhos e abandonando esses países à própria sorte. Em conseqüência, não parece que exista outro destino que não o de acomodar-se aos interesses do capital financeiro internacional. Tudo isso é constatado com clareza ao se observar o desencadeamento da crise asiática. Diante da encruzilhada na qual se encontravam os países, os capitais investidos a curto prazo durante os meses prévios à crise conseguiram obter importantes lucros financeiros, aproveitando-se do fato de que os tomadores internos eram obrigados a oferecer altas taxas de juros, que se mostrassem atrativas para os capitais estrangeiros. Em um dado momento, de maneira simultânea, seguindo o ‘efeito rebanho’, esses capitais decidem empreender a retirada, enquanto os mercados financeiros externos se retraem e não aportam novos fluxos de liquidez. As reservas dos países afetados se reduzem e no interior aumentam as dificuldades de financiamento. Sem novos recursos externos, as

taxas de câmbio iniciam um processo de debilitação, os pagamentos externos se encarecem, os problemas financeiros internos se somam, as tensões monetárias internas — até então moderadas — se avivam e o crescimento econômico estanca. Estoura, assim, uma crise monetário-financeira e seus efeitos nocivos se amplificam tanto internamente quanto na área externa dessas economias”.⁷⁰

A crise adquiriu um dinamismo próprio e se estendeu rapidamente às instituições financeiras e a determinadas grandes empresas dos países afetados nos últimos meses de 1997 e início de 1998, produzindo dificuldades em cadeia que contaminavam mutuamente bancos e empresas (aumento dos créditos “podres” nos balanços bancários, tarifação dos empréstimos às empresas e contração do crédito) e alimentavam um processo de contração dos mercados internos e externos e da demanda agregada. Vários estabelecimentos financeiros (Tailândia, Malásia, Indonésia e também no Japão e em Hong Kong) e conglomerados industriais (Coréia do Sul) tornaram-se insolventes e acabaram falindo, acentuando as incertezas quanto às perspectivas futuras da economia mundial. O risco de que vários países da região se declarassem insolventes (com prejuízos para os credores) e a necessidade de impedir a propagação internacional e o amadurecimento de uma crise sistêmica generalizada, capaz de romper a complexa cadeia de obrigações que liga os mercados financeiros internacionais, fizeram com que o FMI iniciasse suas operações de socorro já em agosto de 1997.⁷¹ Apesar das limitações para reunir fundos e da lentidão na liberação dos recursos, foram inicialmente disponibilizados créditos de urgência da ordem de 17 bilhões de dólares para enfrentar a crise tailandesa e, nos meses seguintes, 43 bilhões para a Indonésia e 57 bilhões para a Coréia do Sul. Posteriormente foram negociados outros três programas de “resgate”, com a participação dos países do G-7 (particularmente o Japão) e de outros organismos internacionais (Banco Mundial e Banco Asiático de Desenvolvimento) na mobilização de recursos para conter a queda nas cotações das moedas e saldar ou refinarciar as dívidas de curto prazo dos países atingidos junto aos credores internacionais. O FMI condicionou a concessão dos empréstimos à aplicação de duríssimos programas de ajuste monetário e de disciplina financeira e a uma forte liberalização interna e externa das economias socorridas, ou seja, a mesma terapia proposta pela instituição a países com situações macroeconômicas bastante distintas, como aqueles que enfrentam fortes tensões

⁷⁰ Palazuelos, op. cit., p. 178.

⁷¹ “No decorrer da crise, entrou em cena o FMI, precisamente o organismo que alguns meses antes ratificava ‘a saudável posição da economia coreana’ e ‘as condições favoráveis que existiam nas economias da Ásia Oriental’. O mesmo que durante anos havia apresentado o crescimento asiático como modelo de cumprimento de seus postulados ortodoxos. Agora, o FMI dava um giro copernicano e considerava inadequado esse crescimento e qualificava como crítica a situação dessas economias, propondo a aplicação de seus postulados tradicionais” (ibidem, p. 179).

inflacionárias e grandes déficits orçamentários.⁷² Em outras palavras, as políticas exigidas pelo FMI para socorrer as economias asiáticas em crise (o mesmo FMI que anos antes recomendara aos países asiáticos a ancoragem de suas moedas ao dólar) se pautaram, no contexto de uma economia mundial fortemente hierarquizada, pelo interesse em aplicar e fortalecer os postulados que norteiam e sustentam o regime monetário e financeiro mundialmente hegemônico, favorecendo o desenvolvimento dos mercados financeiros e de seus agentes: no âmbito interno, redução do gasto público, contenção salarial, elevação das taxas de juros (estabelecendo um freio para o investimento), liberalização das relações comerciais e financeiras, privatização de estatais, saneamento do sistema financeiro privado (com recursos públicos e externos) e ruptura dos tradicionais vínculos entre grandes empresas, bancos e Estado nas economias asiáticas; no âmbito externo, plena abertura mediante a liberalização da entrada de capital externo (eliminação das restrições sobre o movimento de divisas e dos investimentos em carteira — bolsa, dívida pública etc. — e permissão para a venda de empresas e bancos para o capital estrangeiro), liberalização do comércio exterior (redução de tarifas de importação) e integração dos sistemas financeiros nacionais aos mercados internacionais (desregulamentação das bolsas e dos mercados de obrigações).

Os quatro episódios de crise acima comentados ilustram com certa clareza como a instabilidade (consustancial ao regime de finanças desregulamentadas), bem como os seus subprodutos, isto é, os abalos, turbulências, choques e crises financeiras, apresentam um caráter essencialmente contraditório na dinâmica do regime monetário e financeiro vigente: por um lado, são funcionais — apresentam-se quase como uma necessidade para o funcionamento do novo binômio — e permitem ganhos extraordinários aos agentes da esfera financeira, acelerando o processo de concentração e centralização do capital em favor dos segmentos rentistas que comandam o regime de acumulação; por outro, acentuam uma fragilidade sistêmica que, em algum momento, dadas as tensões acumuladas pelos sucessivos abalos e crises experimentados ao longo de duas décadas pelas economias capitalistas, pode conduzir

⁷² Cf. *ibidem*, p. 180. “Pouco importa que estes países asiáticos não apresentem desajustes significativos em suas contas públicas: agora o que lhes é proposto é que alcancem superávits fiscais. O mesmo sucede com as tensões nos preços: embora sejam reduzidas, a depreciação de suas moedas pode alimentar essas tensões, de modo que é preciso aplicar uma severa contração da circulação monetária, por meio de altas taxas de juros, as quais servirão também para atrair novos capitais estrangeiros. Tampouco importa que essas medidas impliquem uma forte contenção da demanda agregada, que paralise os projetos de obras públicas e o investimento empresarial e que estendam a penúria social a setores cada vez mais amplos da população. O único que parece importar realmente é o sucesso do ajuste monetário, a expansão dos mercados financeiros e a liberalização das relações econômicas” (pp. 180-181).

a uma crise sistêmica difusa e de amplas proporções, ameaçando pôr em xeque e produzir a derrocada do regime de acumulação hoje predominante.

Embora os Estados nacionais do núcleo hegemônico do capitalismo (Estados Unidos à frente), mediante intervenções ativas e contínuas, tenham conseguido habilmente sustentar o valor dos ativos financeiros e debelar as crises durante as décadas de 1980 e 1990⁷³ — ao custo, em especial, de maior concentração da renda, diminuição do ritmo de crescimento econômico e redução nos níveis de emprego —, suas intervenções e seus instrumentos de política econômica, já relativamente precários, podem não funcionar no futuro. Em outras palavras, uma dose exagerada da droga que nutre os mecanismos de concentração de capital em favor da esfera financeira (a instabilidade e as turbulências financeiras periódicas) pode converter-se em veneno para o modo de regulação rentista de mercado, isto é, pode desencadear um processo de deflação do valor de ativos mobiliários e imobiliários capaz de produzir perdas consideráveis em magnitude e em quantidade de agentes afetados, sem que os poderes públicos encontrem meios suficientes e tempestivos para “estabilizar a instabilidade” e “socializar os prejuízos”. Na medida em que a diferença entre o remédio e o veneno é apenas a dose, há uma tensão permanente e um risco efetivo de que o sistema desmorone a partir de uma crise financeira de grande magnitude e destruidora do capital fictício (com a falência em cadeia de grandes instituições financeiras) e de parcelas importantes do capital produtivo (depressão econômica, com quebra de grandes empresas, desemprego e maior exclusão social).

Chesnais exemplifica, a partir de um cenário pessimista formulado por Lawrence H. Summers, como poderia ocorrer uma crise financeira dessa amplitude — uma crise que, para atingir dimensões mundiais suficientes para colocar em risco o regime de acumulação dominante e o seu modo de regulação, teria de partir da nação hegemônica e do colapso de sua moeda⁷⁴ (ou, ao menos, se desencadeada em outra

⁷³ É importante ressaltar que a instabilidade e as crises financeiras vêm sendo contornadas no binômio atual por uma regulação de origem externa ao regime monetário e financeiro, exercida por uma forma institucional crucial para a sobrevivência de qualquer modo de regulação, o Estado. Segundo Plihon (op. cit., p. 132), a crise sistêmica “está ligada ao funcionamento do sistema em si e só pode ser resolvida, portanto, por uma regulação de origem exterior (fora do mercado) das autoridades monetárias”. Ou seja, conforme alegam os teóricos regulacionistas e autores pós-keynesianos como Minsky, a instabilidade e as crises são produzidas endogenamente, frutos do funcionamento normal do capitalismo. Apenas mediante controles exercidos por outra forma institucional, o Estado, é possível evitar ou debelar as crises financeiras sistêmicas.

⁷⁴ “O centro do dispositivo de defesa [do capital financeiro mundial] está localizado evidentemente nos Estados Unidos, em Wall Street e em Chicago, onde estão situados os principais mercados financeiros. Não pode haver transformação de uma situação previsível de recessão rastejante com deflação em situação de depressão aberta sem um *crash* da bolsa americana. [...] A elevada hierarquização do mundo das finanças faz com que Nova York e Chicago sejam as travas decisivas no contágio entre os mercados de valores do mundo inteiro. [...] Nos Estados Unidos, onde se realiza um terço da

região, atingir de forma contundente a economia dos Estados Unidos e o dólar norte-americano, eixo do sistema monetário internacional):

“Esse cenário tem como ponto de partida as intervenções maciças que um novo *crash* de Wall Street exigiria em termos de criação maciça de liquidez e de intervenções por parte do FED para fazer baixar as taxas. Essas medidas provocariam uma queda do dólar. O efeito conjunto da queda da taxa de câmbio e da queda da taxa de juros poderia levar, por seu lado, os investidores institucionais estrangeiros (particularmente os japoneses) a um processo de liquidação de suas posições no mercado de títulos, ou até mesmo no mercado de bônus do Tesouro, ou ainda no mercado de papéis privados. Citemos Summers: ‘Dispondo de um único meio de intervenção — a criação de liquidez —, o FED seria incapaz de perseguir tanto o objetivo da liquidez quanto a defesa da taxa de câmbio. [...] Apesar de a adoção de políticas enérgicas de empréstimo em última instância poder conter uma crise de liquidez, corre-se o risco de desencadear uma crise de câmbio’. Acrescentemos que são limitadas as possibilidades de cooperação internacional da Alemanha e do Japão, sob a dupla forma de uma queda de taxas equivalente à dos Estados Unidos e da compra maciça de dólares — devido à sua conjuntura interna ou ao estado de seu sistema financeiro nacional — e assim não haveria meio de impedir a queda do dólar e seus efeitos em cadeia sobre a economia mundial. Numa escala ainda limitada, foi um movimento de desconfiança deste tipo que ocorreu na seqüência da intervenção maciça dos Estados Unidos no México em janeiro de 1995”.⁷⁵

Uma crise mundial de ampla envergadura e suficientemente intensa para desarticular o arcabouço institucional e os mecanismos de regulação vigentes, com destruição de capital fictício e produtivo (quebra de grandes empresas industriais e financeiras) e materialização de uma depressão econômica mundial, daria margem, a exemplo do que ocorreu após a Crise de 1929, à criação de um novo sistema de controles para o capital financeiro mundial (ou a uma “re-regulamentação”, como sugerem alguns autores), bem como ao questionamento daquilo que Chesnais qualifica como o “caráter sacrossanto da dívida pública” (dívida que representa a principal fonte de transferência de renda e riqueza da sociedade para a esfera financeira no regime de acumulação sob dominância financeira). Entretanto, uma série de propostas vem sendo levantada por alguns autores para redefinir o marco regulatório do atual regime de acumulação (sobretudo no que diz respeito à imposição de uma maior disciplina aos grandes poderes financeiros privados e de um maior controle e coordenação à

capitalização mundial, está concentrada a essência do potencial de propagação da crise através do mercado de valores. Somente a partir dali a crise, em seu movimento de propagação internacional, pode chegar a um *crash* de uma amplitude tal que levaria ao desmoronamento em série dos mercados do planeta, sendo então capaz de provocar uma recessão em escala mundial. A ‘saúde’ da economia americana pode ser vista como o elemento central da situação mundial considerada como um todo” (Chesnais, François. “Posfácio”. In: Chesnais, loc. cit., pp. 313 e 317).

⁷⁵ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 276. O cenário elaborado por Lawrence Summers e o trecho citado por Chesnais referem-se a uma comunicação de Summers intitulada *How crisis might come*, proferida em um colóquio do National Bureau of Economic Research dos Estados Unidos, em 1991.

regulação da moeda e das finanças), de forma a reduzir o risco de ocorrência de uma crise sistêmica, evitando seus efeitos socioeconômicos devastadores (algumas dessas propostas serão discutidas na seção 5.4).

A necessidade de atualizar a teoria da instabilidade financeira

A teoria da instabilidade financeira de Minsky (apresentada brevemente no Capítulo 1) revela-se particularmente útil para explicar a dinâmica do processo de fragilização financeira e crise do regime fordista. Contudo, o surgimento e a consolidação de um novo modo de regulação da moeda e das finanças a partir da desarticulação do fordismo impõem uma rediscussão e uma atualização dessa teoria — sobretudo no que diz respeito ao conteúdo do conceito de estrutura de endividamento frágil e instável e à dinâmica das crises financeiras —, à luz das transformações históricas sofridas pela esfera financeira no contexto do processo de liberalização, desregulamentação, mundialização e fortalecimento da hegemonia mundial norte-americana observado nas duas últimas décadas do século XX.

Conforme visto, Minsky demonstra que a instabilidade e a fragilidade financeiras são características intrínsecas à dinâmica de uma economia capitalista com práticas e estruturas financeiras desenvolvidas, complexas e sofisticadas.⁷⁶ A instabilidade e a formação de estruturas financeiras frágeis decorrem de processos internos a esse tipo de economia, não dependendo de choques externos ou de má condução da política econômica para se manifestarem (forças endógenas tornam instável uma situação dominada por uma estrutura de financiamento *hedge*; essas forças endógenas indutoras da instabilidade tornam-se mais intensas conforme cresce o peso dos financiamentos *speculative* e *Ponzi*). As instituições, as políticas e as convenções, contudo, podem desempenhar um papel importante na redução das incertezas e da instabilidade inerentes às economias capitalistas com sistemas financeiros sofisticados, impondo barreiras e postergando o processo de fragilização de uma estrutura financeira inicialmente robusta: elas podem, segundo o autor, “estabilizar a instabilidade”.

Embora permaneça válida em essência, a teoria da instabilidade financeira, para preservar seu poder analítico e explicativo da realidade histórica capitalista, necessita

⁷⁶ Na verdade, Minsky afirma que basta um sistema bancário minimamente desenvolvido para que a acumulação se dê num nível superior àquele que prevaleceria com a simples utilização de poupanças prévias. Contudo, essa facilidade traz consigo um *trade-off* de fragilidade financeira, uma vez que permite o surgimento de uma disparidade entre os horizontes de maturação de posições ativas e passivas das empresas inversoras e das instituições financeiras. Ver Capítulo 1.

incorporar as transformações e as sofisticações observadas no campo monetário e financeiro (regime de finanças diretas, proliferação de moedas privadas, desenvolvimento dos mercados monetários e de capitais, multiplicação de instrumentos de proteção microfinanceira e de transferência de riscos, relaxamento das normas e das regulamentações públicas, institucionalização da atividade especulativa etc.) desde os anos 1980, ou seja, é necessário recompor os parâmetros do modelo de Minsky de forma a adaptá-los à configuração do regime de acumulação sob dominância financeira e às características do novo regime monetário e financeiro, discutidas ao longo desta Parte 2.

A teoria de Minsky enfatiza o papel desempenhado por um sistema com base no crédito bancário no financiamento da formação de capital e da acumulação — isto é, o sistema de moeda de crédito e de finanças administradas que perdurou no regime fordista. Entretanto — dentre as várias mudanças operadas nos arranjos institucionais que regulam a moeda e as finanças desde a crise do fordismo —, o processo de consolidação de um regime de finanças desintermediadas permitiu a expansão, a diversificação e o protagonismo dos mercados de capitais (com base no modelo norte-americano) e das instituições financeiras não-bancárias (sobretudo os investidores institucionais) nas relações financeiras dentro do novo binômio, enfraquecendo-se a posição relativa do sistema de crédito e dos bancos.⁷⁷ Os passivos dos agentes do setor produtivo passaram a ser crescentemente constituídos por financiamentos diretos (securitização das dívidas, com emissão de títulos, ações e debêntures de longo prazo para o financiamento da formação de capital), em detrimento do endividamento junto aos bancos, os quais foram obrigados a redirecionar seu foco de atuação no sentido de se adaptarem e se integrarem a um sistema baseado no mercado de capitais.⁷⁸ Os novos

⁷⁷ Nos Estados Unidos, por exemplo, a participação dos créditos concedidos pelos bancos no total das fontes de financiamento da atividade econômica caiu de 75% para 26,5% entre 1973 e 1998.

⁷⁸ A perda de posição relativa do sistema de crédito no novo regime e a multiplicação de mecanismos de financiamento direto não devem ser entendidas, contudo, como indicativos de um suposto fim da chamada “economia de endividamento”, antes o oposto. Segundo Chesnais, “ao contrário do que foi dito muitas vezes para justificar a finança de mercado liberalizada e mundializada, a mundialização financeira não pôs fim à ‘economia de endividamento’, que foi objeto de tantos comentários após 1975. Ao diversificar os instrumentos de financiamento, os quais são também instrumentos de valorização do capital-dinheiro, a mundialização financeira impulsionou a ‘economia do endividamento’ de um modo sem precedentes. A liberalização e a desregulamentação financeira, bem como o avanço da toda poderosa ideologia do ‘mercado que tem sempre razão’, tornaram o acompanhamento e a avaliação dos níveis de endividamento praticamente impossível. Temos assistido, particularmente, ao desenvolvimento em grande escala da prática conhecida como ‘fora de balanço’, de parte de instituições financeiras bancárias e não-bancárias. Ai estão incluídos não apenas os compromissos assumidos nos mercados de ‘produtos derivados’ (os mesmos que conduziram o Banco Barings à falência), mas também muitos empréstimos com riscos elevados que os bancos retiraram de seu balanço, os quais agravam seu passivo quando se revelam ‘incobráveis’” (Chesnais, “Posfácio”, loc. cit., p. 309).

encadeamentos intra e internacionais permitidos pelos processos de liberalização e desregulamentação financeiras promoveram uma superação da segmentação dos distintos mercados financeiros, bem como uma diluição da fronteira entre as atividades bancárias tradicionais de intermediação e as de corretagem — estas se converteram rapidamente na função principal das instituições financeiras bancárias. Os investidores institucionais, que se constituem na principal inovação estrutural no novo regime, têm garantido uma ampliação da valorização financeira sem precedentes históricos, sem garantir, contudo, horizontes mais longos à valorização produtiva. A predominância dos mercados monetários e de capitais privados, a proliferação de centros privados de emissão monetária, o fortalecimento de instituições financeiras não bancárias (menos sujeitas aos controles e regulamentações das autoridades monetárias) e a crescente hipertrofia do sistema financeiro potencializaram e diversificaram os mecanismos endógenos de fragilização das estruturas financeiras apontados por Minsky (conforme enfatizado anteriormente, no item que trata das fontes de fragilidade sistêmica no novo regime), tornando mais complexos e socialmente onerosos os instrumentos e mecanismos institucionais de intervenção necessários para conter o acirramento da instabilidade e impedir o amadurecimento de crises financeiras localizadas ou difusas.⁷⁹

Adicionalmente, a multiplicação de dispositivos e instrumentos de *hedge* e de transferência de riscos (cobertura microfinanceira contra oscilações nas variáveis macroeconômicas básicas) corrobora a necessidade de uma atualização do modelo de fragilidade financeira desenvolvido por Minsky. Os instrumentos derivativos libertaram o processo especulativo das limitações impostas pelo ciclo dos negócios na economia, aceleraram o processo de integração intramercados e intermercados financeiros nacionais e internacionais, tornaram mais agressivas, diversificadas e protegidas as tomadas de posições dos operadores nos mercados financeiros e passaram a representar uma importante fonte de rendimento para as instituições financeiras, as empresas e as poupanças individuais, uma vez que incrementaram significativamente o espaço potencial para a arbitragem. Entretanto, esses mecanismos de defesa microfinanceira, ao invés de reduzirem a vulnerabilidade em termos

⁷⁹ Conforme assinalado no Capítulo 1, num regime de finanças administradas e com um sistema de financiamento da acumulação baseado no crédito, como aquele vigente no período fordista, os bancos comerciais dependem significativamente das autoridades monetárias. É por meio dessa dependência que o Estado exerce influência financeira sobre os níveis e a direção do investimento privado, bem como sobre os mecanismos de difusão das crises financeiras, debelando-as por meio da injeção maciça e tempestiva de liquidez. No novo regime de finanças diretas, contudo, há um sensível e crescente enfraquecimento dos meios de intervenção pública nacionais, bem como uma carência de instrumentos no plano internacional.

agregados, ampliaram o risco sistêmico e estabeleceram uma crescente contradição entre proteção microeconômica e instabilidade macroeconômica, agravando as dificuldades enfrentadas pelos poderes públicos para o controle e a gestão da moeda e das finanças no novo regime de acumulação (o crescimento dos mercados de derivativos, além do mais, reduziu a transparência das posições de mercado, uma vez que a maior parte desses instrumentos não consta dos balanços das instituições que os operam, inviabilizando o seu controle pelas autoridades monetárias).

Já os abalos e as crises financeiras, que eram um sintoma do esgotamento da fase de expansão do setor produtivo e da deterioração da forma institucional regime monetário e financeiro no fordismo, sofreram uma transformação em sua dinâmica operacional e se converteram, graças à instabilidade monetária permanente e ao caráter volátil dos mercados, em fenômenos freqüentes, multiformes e funcionais para os interesses rentistas dos grandes agentes da esfera financeira no sistema de finanças de mercado, permitindo ganhos (e perdas) extraordinários nos mercados especulativos internacionais, acelerando o processo de concentração e de centralização do capital em favor dos agentes financeiros e garantindo a reprodução da “trindade” que sustenta o novo regime monetário e financeiro. O desencadeamento de processos recessivos no setor produtivo da economia como consequência de “recessões financeiras” — e não o contrário (ver discussão anterior sobre as metamorfoses das crises financeiras) —, a partir do intenso movimento de liberalização e de desregulamentação das finanças em âmbito internacional, impõe uma revisão dos mecanismos responsáveis pela dinâmica cíclica, descrita por Minsky e outros teóricos adeptos das abordagens cíclicas, que conduz uma estrutura financeira inicialmente robusta a uma fragilização crescente (endividamento progressivo das empresas) e a uma crise que eclode próxima ao ponto de inflexão cíclico da fase de expansão econômica. Houve uma mudança importante na relação entre a produção e as finanças, num contexto em que os mercados monetário e de capitais passaram a estimular a valorização fictícia da riqueza. Tal relação passou a ser marcada pela multiplicação de abalos financeiros não necessariamente vinculados a uma conjuntura econômica deteriorada. A configuração do novo regime monetário e financeiro, a formação de uma massa elevada de capital fictício (imune a processos de depuração, dadas as sistemáticas intervenções estatais para sustentar o valor dos ativos mobiliários) e a hipertrofia de um sistema financeiro cada vez mais complexo e sofisticado passaram a ser responsáveis diretas por uma fragilidade sistêmica crescente num regime de acumulação marcado por uma mundialização financeira fortemente desigual e hierarquizada,⁸⁰ fenômeno que

⁸⁰ Segundo Chesnais, “várias fontes de fragilidade têm origem nas modalidades particulares da

necessita ser contemplado por um modelo de instabilidade e de fragilidade financeira como aquele desenvolvido por Minsky.

* * *

A transformação da instabilidade estrutural e das turbulências financeiras periódicas em fenômenos instrumentalizáveis e funcionais (embora contraditórios) para o processo de concentração da renda e do estoque de riqueza em favor dos grandes agentes da esfera financeira, sob o amparo de um regime monetário e financeiro moldado de forma a resguardar simultaneamente os interesses dos segmentos rentistas da sociedade e os interesses estratégicos da nação hegemônica, ilustra uma das facetas distintivas do modo de regulação estruturado a partir de meados da década de 1970. Entretanto, as transformações sofridas pelo capitalismo no final do século XX não se esgotam nas importantes mutações sofridas pela regulação da moeda e das finanças em âmbito mundial, nem estas mutações ocorrem de forma estanque e independente em relação aos arranjos das demais formas institucionais que, articuladas, compõem um modo de regulação e um regime de acumulação. Em outras palavras, as transformações do regime monetário e financeiro afetam decisivamente e são influenciadas mutuamente pelas mudanças na relação concorrencial intercapitalista (caracterizada, no novo binômio, pela subordinação do capital produtivo à lógica imposta pela esfera financeira), na relação trabalho (marcada pela flexibilização das relações trabalhistas e pela precarização e redução relativa do emprego), na forma de organização do Estado (operacionalmente subordinado aos interesses da esfera financeira) e no regime internacional (no qual imperam a supremacia do dólar e a hegemonia mundial norte-americana). O conteúdo básico dessas mudanças é brevemente apresentado e discutido a seguir.

mundialização financeira, caracterizada pela interligação entre mercados nacionais que nunca perdem tal caráter nacional, quando não provincial, e que para ele se voltam em caso de crise. O caráter 'incompleto' e 'imperfeito' da mundialização financeira manifesta-se, com especial força, no fato de que nem todas as instituições financeiras atuam do mesmo modo. Certas instituições financeiras estão em condições de explorar as oportunidades de mais-valias financeiras que lhes são oferecidas por uma peculiar combinação de uniformização e de diferenciação de mercados. Outras, pelo contrário, ficam como que 'petrificadas' nos acontecimentos nacionais, e precisam intervir para administrar o 'caixa' da mundialização financeira, embora elas mesmas fiquem fragilizadas" (Chesnais, "Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica", loc. cit., p. 263).

5.3 A articulação do regime monetário e financeiro com as demais formas institucionais

Embora possam ser analisadas em separado e apresentem características que as tomam parcialmente autônomas, as formas institucionais são claramente interdependentes e interagem constantemente entre si, num processo de mão-dupla que é intrínseco a qualquer modo de regulação historicamente determinado. Segundo Théret, a imbricação das formas institucionais implica, para a teoria da regulação, a rejeição das explicações unívocas dos fenômenos econômicos.⁸¹ Assim, a dinâmica e as transformações do regime monetário e financeiro não se dão de forma endógena e estanque, mas encadeadas e articuladas com a dinâmica e as mutações nas demais formas institucionais. Em face da complexidade e do caráter multifacetado dessas interações mútuas, importa aqui destacar e comentar apenas aquelas mudanças na relação concorrencial intercapitalista, na relação trabalho, na forma de organização do Estado e no regime internacional que foram mais diretamente influenciadas e condicionadas pela nova configuração e pela dinâmica operacional do regime monetário e financeiro que caracteriza o modo de regulação rentista de mercado e o regime de acumulação sob dominância financeira.⁸²

A constituição de um regime monetário e financeiro fundado numa norma de elevada rentabilidade financeira e numa crescente regulação da moeda e das finanças pelo mercado — regime de finanças de mercado (desintermediadas) que se disseminou e consolidou rapidamente ao longo dos anos 1980 nas principais economias capitalistas, a partir de sua matriz norte-americana e da difusão internacional de medidas de liberalização e desregulamentação monetário-financeiras — afetou profundamente as várias dimensões da vida socioeconômica mundial: as estratégias de atuação das grandes corporações do setor produtivo adquiriram um forte viés financeiro, especulativo e de curto prazo — lógica financeira que se impôs em detrimento das iniciativas de investimento de longo prazo (cada vez mais instável) para ampliação das capacidades produtivas —, induzindo a uma intensa reestruturação

⁸¹ Cf. Théret, Bruno. "A teoria da regulação e as transformações contemporâneas do sistema internacional dos Estados e da economia mundial". In: Théret, Bruno e Braga, José C. S. (orgs.). *Regulação econômica e globalização*. Campinas: IE-Unicamp, 1998, p. 14.

⁸² Conforme já salientado, não há aqui uma preocupação em aprofundar a discussão sobre as configurações assumidas pelas várias formas institucionais no regime de acumulação sob dominância financeira, já que isso exigiria um levantamento mais detalhado das transformações observadas em cada forma institucional ao longo das últimas três décadas do século XX, empreendimento cujas dimensões fogem ao escopo da tese. Uma visão mais geral dessas transformações pode ser encontrada nos diversos textos reunidos em Boyer, Robert e Saillard, Yves (eds.). *Handbook on regulation of economics*. Armonk: Sharpe, 1995; Théret e Braga (orgs.), *op. cit.*

industrial e tecnológica responsável por fortes impactos sobre o mercado de trabalho; a movimentação do capital e a repartição e destinação social da riqueza criada pelo setor produtivo passaram a ser cada vez mais comandadas pela esfera financeira; dada a dominação exercida pelas finanças, as agendas de política econômica e de políticas sociais dos poderes públicos foram sensivelmente reformuladas, orientando-se no sentido de promover o desmantelamento dos arranjos institucionais vigentes durante o fordismo e disseminar o sistema *market oriented* norte-americano e os fundamentos rentistas do novo binômio (com queda do investimento público, abandono de políticas ativas de crescimento, eliminação de déficits estruturais primários e transferência de recursos orçamentários para a esfera financeira, por meio do financiamento da dívida pública); a gestão da dívida pública e os seus mecanismos de financiamento passaram a ser moldados pelos interesses das finanças e dos mercados financeiros privados, resultando num crescimento expressivo e internacionalmente generalizado dos déficits de origem financeira e do nível de endividamento público dos Estados capitalistas, desenvolvidos ou periféricos (o nível de endividamento dos países em relação ao capital financeiro passou a ser uma das vigas de sustentação do novo regime de acumulação); o mercado de trabalho, as formas e o nível de emprego, as relações assalariadas e a seguridade social pública sofreram uma progressiva deterioração, acentuando a exploração da mão-de-obra, reduzindo benefícios dos trabalhadores, modificando a distribuição de renda na economia, engendrando fortes tensões sociais e inibindo a expansão da demanda agregada; e as relações entre as nações do centro dinâmico do capitalismo e os países periféricos ganharam uma dimensão ainda mais diferenciada e hierarquizada, com o reavivamento do desenvolvimento desigual dos países, em detrimento das economias periféricas, cada vez mais vulneráveis no contexto da mundialização financeira.

Esses desdobramentos e impactos do novo regime monetário e financeiro sobre a dinâmica macroeconômica dos países capitalistas e sobre as demais formas institucionais nas décadas de 1980 e 1990 reafirmaram a supremacia econômico-financeira e a hegemonia dos Estados Unidos e de sua moeda no contexto internacional, consolidaram a desaceleração da atividade produtiva e a perenização de um ritmo lento de crescimento da economia mundial (apesar das importantes inovações tecnológicas das últimas décadas)⁸³, estimularam e aceleraram o processo de

⁸³ Palazuelos (op. cit., p. 206) enfatiza que o fenômeno da financeirização não tem responsabilidade exclusiva na redução do crescimento econômico. Há outros fatores que contribuem para frear a economia, cabendo destacar, dentre outros, as novas características assumidas pelo progresso técnico e sua difusão irregular entre os países e entre os setores da economia (aquilo que Chesnais denomina o "caráter imperfeito da mundialização"), as condições de rentabilidade das empresas ocupadas na

centralização e concentração do capital e a internacionalização e expansão desenfreada da esfera financeira (hipertrofia financeira), aumentaram a vulnerabilidade sistêmica e as possibilidades de ocorrência de choques e abalos econômico-financeiros localizados ou difusos e impuseram pesados custos sociais em âmbito mundial, com o questionamento generalizado dos direitos coletivos conquistados no regime fordista (desmantelamento do *Welfare State*, crescimento do desemprego e flexibilização das relações de trabalho), a imposição de uma distribuição cada vez mais assimétrica da renda e a progressiva marginalização de extensas camadas da população mundial (“darwinismo social”, segundo Chesnais⁸⁴), ampliando as tensões e produzindo fraturas sociais profundas.

Contudo, é preciso deixar claro que, embora haja um imbricamento e uma simultaneidade nas grandes transformações operadas nos diversos campos da economia mundial nas três últimas décadas do século XX (finanças, organização industrial, tecnologia, comércio, políticas econômicas, relações de trabalho e intercapitalistas etc.), não há sincronismo nem uniformidade global entre essas mudanças, as quais são permeadas por tensões de toda ordem. As metamorfoses ocorridas nos sistemas produtivos e nos mercados financeiros nos países industrializados e periféricos têm especificidades e particularidades nacionais próprias a cada formação histórica, as quais tornam suspeita, quando não absolutamente inválida, qualquer generalização indutiva de fenômenos socioeconômicos dinâmicos, complexos e, sobretudo, historicamente determinados por formações sociais nacionais específicas. É no mínimo impreciso, sobretudo sob um ponto de vista regulacionista, afirmar que “nos países desenvolvidos” ocorreu isto ou aquilo, ou que “os países periféricos” são desta ou daquela forma. Contudo, é indubitável que alguns movimentos ganham proporções globais abrangentes e que as orientações e interesses da nação mundialmente hegemônica se encarregam de disseminar e, cada vez mais,

produção de manufaturas, a rápida terciarização da atividade econômica nos países desenvolvidos e as profundas mudanças socioculturais observadas nesses países.

⁸⁴ De acordo com Chesnais (*A mundialização do capital*, loc. cit., p. 18), “graças ao seu fortalecimento e às políticas de liberalização que ganhou de presente em 1979-1981 e cuja imposição foi continuamente ampliada, o capital recuperou a possibilidade de voltar a escolher, em total liberdade, quais os países e camadas sociais que têm interesse para ele. [...] os critérios de seletividade modificaram-se, igualmente, em relação àqueles que predominavam na época do imperialismo clássico. A modificação de critérios leva à chamada ‘desconexão forçada’, acompanhada por formas dramáticas de retrocesso econômico, político, social e humano. Hoje em dia, muitos países, certas regiões dentro de países e até áreas continentais inteiras (na África, na Ásia e mesmo na América Latina) não são mais alcançados pelo movimento de mundialização do capital, a não ser sob a forma contraditória de sua própria marginalização. Esta deve ser estritamente compreendida como mecanismo complementar e análogo ao da ‘exclusão’ da esfera de atividade produtiva, que atinge, dentro de cada país, uma parte da população, tanto nos países industrializados como nos países em desenvolvimento”.

impor e uniformizar o núcleo básico dos arranjos institucionais que dão sustentação a cada uma das economias capitalistas. São os movimentos mais gerais e predominantes das formas institucionais — em particular aqueles diretamente influenciados pela dinâmica do novo regime monetário e financeiro, sob as diretrizes impostas pela nação hegemônica — que se procura aqui sucintamente ressaltar.

A relação concorrencial intercapitalista

As formas ou regimes de concorrência indicam como se organizam as relações entre os centros de acumulação fracionados. No novo binômio, a relação concorrencial intercapitalista — e com ela as modalidades de organização da produção em escala mundial — ganhou um lugar crucial na reflexão econômica, dada a retórica dominante da liberalização e da desregulamentação.⁸⁵ Entretanto, não são a suposta volta ao mercado total e a maior concorrência entre empresas internacionalizadas os elementos que caracterizam o regime de concorrência no capitalismo do final do século XX, mas a subordinação progressiva do produtivo ao financeiro no contexto de um intenso processo de reestruturação industrial e tecnológica e de concentração e centralização do capital produtivo. Em outras palavras, as transformações estruturais e institucionais da relação concorrencial intercapitalista desde a crise do fordismo vêm sendo decisivamente marcadas pela lógica financeira, rentista e curto-prazista que caracteriza e define o novo binômio. Embora, obviamente, tais transformações não se limitem exclusivamente a essa influência — as inovações tecnoprodutivas também têm grande importância —, ela tem primazia sobre as demais.

“Distanciamo-nos aqui daqueles que pensam as transformações em curso como determinadas principalmente pelos aspectos tecnológicos e produtivos. Pois mesmo quando essas transformações têm uma dimensão tecnológica destacadamente importante, esta se vê subordinada aos parâmetros financeiros. De outro modo, como explicar a incapacidade desta onda tecnológica, cujo vigor é inegável, de criar uma expansão industrial e econômica durável? Como compreender que do amplo leque de novas tecnologias disponíveis sejam escolhidas apenas aquelas que são ao mesmo tempo econômicas em capital e capazes de se rentabilizar de forma rápida? É em virtude do caráter subordinado dos investimentos em relação à dimensão financeira —

⁸⁵ Cf. Théret, op. cit., p. 29. Furtado salienta que “ao lado da dimensão financeira da mundialização — habitualmente considerada a mais desenvolvida, servindo assim para encobrir a importância de outros aspectos — existem outras dimensões, sobretudo as modalidades de organização da produção em escala mundial, que introduzem uma dissociação entre, de um lado, a unidade de produção, os insumos tradicionais e o local de implantação e, de outro, os circuitos de criação e apropriação de riqueza, a distribuição dos rendimentos e os demais efeitos dinâmicos que decorrem das atividades econômicas no seu sentido mais amplo” (Furtado, João. “Mundialização, reestruturação e competitividade — a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas”. *Novos Estudos*. São Paulo: Cebrap, n° 53, mar. 1999, p. 98).

invasora e penetrante (*pervasive*) — que eles são incapazes de se difundir de forma sustentada. É isso nos conduz às duas outras dimensões — produtiva e comercial — que reafirmam o primado da dominância financeira. As reestruturações em curso estão apoiadas nas novas tecnologias e usam de forma intensiva os novos instrumentos egressos do núcleo eletrônica/informática/comunicações. No entanto, esse uso está condicionado — delimitado e conformado — pelas restrições [financeiras] impostas ao investimento.”⁸⁶

Os principais aspectos dessa influência da lógica financeira sobre as transformações das relações de concorrência entre os centros de acumulação individuais já foram abordados e salientados, com maior ou menor profundidade, ao longo da exposição dos capítulos anteriores, cabendo aqui apenas retomá-los com algumas observações adicionais.

No Capítulo 2 foi discutida a mudança de estratégia das grandes corporações internacionais diante do processo de redução dos ganhos de produtividade do trabalho, de estagnação ou queda da rentabilidade dos investimentos produtivos e de esgotamento das bases de sustentação do fordismo no final da década de 1960 (o conteúdo e as conseqüências dessa nova estratégia foram objeto de discussão na seção 5.1). Além de significativas transformações técnicas e de gestão nos processos produtivos industriais, mediante a implementação de distintas políticas tecnológicas, salariais e de emprego (reorganização industrial e busca por ganhos de produtividade com o barateamento dos custos de mão-de-obra e o rompimento da relação salarial fordista), as novas relações e estratégias produtivas e comerciais desenhadas pelas corporações ao longo dos anos 1970 incorporaram um viés cada vez mais financeiro à valorização dos capitais e ao conjunto da atividade econômica dos grandes grupos empresariais internacionais. Estes se converteram progressivamente numa das principais vozes a clamar pela eliminação dos controles e das regulamentações típicas do regime fordista e a defender a liberalização dos movimentos financeiros internacionais, uma vez que a remoção desses obstáculos institucionais lhes permitiria o acesso a meios mais rápidos de rentabilizar seus capitais (mediante ativos financeiros), explorando plenamente as vantagens derivadas “da extensão de suas

⁸⁶ Ibidem, p. 105. Segundo o autor, embora as transformações tecnoprodutivas atuais do sistema capitalista sejam intensas e profundas, estão longe de possuir um conteúdo análogo ou de apresentar conseqüências comparáveis às transformações ocorridas em outros dois períodos históricos, o da Revolução Industrial e o do final do século XIX: “A hierarquia entre as nações não se modificou, seja em termos dos pólos dominantes, seja pelo surgimento de janelas de oportunidade aproveitáveis pelos países retardatários. Quanto às atividades econômicas, o aparecimento de novos conceitos produtivos e de novos produtos pôde dar-se sem romper a predominância do sistema industrial existente, cujas principais empresas puderam reposicionar-se e renovar as fontes de sua tradicional liderança. Conseqüentemente, as transformações — sem dúvida amplas e profundas — que ocorreram no sistema produtivo serviram sobretudo para um processo sem precedentes de concentração do capital e de construção de hierarquias econômicas fundadas em bases mais amplas e mais fortes” (pp. 97-98).

empresas por toda a geografia mundial, do âmbito internacional de suas atividades e da privilegiada conexão comercial e financeira que existia entre a matriz e suas empresas filiais".⁸⁷ No contexto de instabilidade do investimento e do crescimento e de grande incerteza quanto às perspectivas econômicas surgido com a crise do fordismo, a expansão e a internacionalização das finanças eram uma aposta que interessava aos segmentos mais oligopolizados do setor produtivo, tendo em vista que a autonomização da circulação financeira possibilitava às grandes corporações empresariais — mediante operações com divisas, títulos e instrumentos de crédito em âmbito internacional, explorando as disparidades entre os diferentes espaços que compõem a economia mundial — a obtenção de lucros financeiros, a manutenção ou o aumento da rentabilidade e o ajuste dos volumes de produção e dos mecanismos de fixação de preços num cenário de demanda cadente e de estagnação do crescimento econômico. Desta forma, o regime monetário e financeiro construído e consolidado nos anos 1980 deve uma parcela importante de sua nova configuração à atuação dos grandes grupos industriais internacionais, da mesma forma que a dinâmica dessa nova regulação da moeda e das finanças tem participação fundamental, na etapa seguinte, no processo de transformação da relação concorrencial intercapitalista.

No Capítulo 3 discutiu-se como a instituição de uma regulação de mercado com forte caráter rentista e curto-prazista conduziu a uma expansão inusitada do capital fictício e a uma hipertrofia financeira que geraram aprofundamento crescente do processo de subordinação do capital produtivo aos preceitos do novo regime monetário e financeiro e aos interesses do capital financeiro, reorganizando o setor produtivo e alterando a lógica de acumulação capitalista (supremacia do movimento de apropriação e captação de valor — movimento do capital-dinheiro — sobre o de criação de valor — movimento do capital produtivo, isto é, a produção de bens e serviços —, com transferência e concentração de propriedade e de renda).⁸⁸ A imposição de taxas de juros elevadas e liberalizadas como mecanismo principal de regulação em âmbito mundial motivou um redirecionamento da alocação do capital pelas empresas, moldou os processos de reestruturação industrial e provocou um estancamento da taxa de acumulação do capital produtivo (relação entre o fluxo de investimento produtivo anual e o estoque de capital produtivo instalado) em vários

⁸⁷ Palazuelos, op. cit., p. 24.

⁸⁸ Ressalte-se que os grupos industriais foram os vetores mais poderosos dessa autonomização da circulação financeira e da dilatação desmesurada, mas puramente nominal, desse capital de caráter eminentemente 'fictício'. Segundo Chesnais ("Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica", loc. cit., p. 253), pode-se entender a hipertrofia da esfera financeira "como parte da 'regulação' geral de um capitalismo movido mais pela vontade dos grupos industriais e financeiros de preservarem suas posições adquiridas, do que pela vontade de criar novas capacidades".

países desenvolvidos, com redução substancial do fluxo de investimentos produtivos e desaceleração do crescimento econômico.⁸⁹ O encurtamento do horizonte temporal de valorização do capital manipulado pelos centros de decisão capitalistas a partir da implementação da “ordem trinitária” do novo regime monetário e financeiro, em detrimento dos projetos de investimento de longo prazo e da expansão e modernização da capacidade produtiva, significou o rompimento da relação de sinergia orgânica e dinâmica entre os capitais industrial e financeiro que predominara na “era de ouro”, uma vez que as finanças converteram-se de “industrializantes” ou “virtuosas” em “viciosas” ou “parasitárias do crescimento”, isto é, em fenômeno inibidor da expansão do investimento produtivo (o excesso de fontes e de recursos financeiros resultante do funcionamento do novo regime permitiu às empresas e aos grupos do setor produtivo uma ampliação da alavancagem financeira e da atividade especulativa, mas não garantiu o surgimento de uma estrutura de financiamento funcional para uma expansão acelerada da capacidade produtiva das economias capitalistas).⁹⁰ O símbolo dessa nova relação entre o capital industrial e o financeiro é o sistema de *corporate governance*, o qual se difunde internacionalmente como a sistematização gestora de uma prática na

⁸⁹ “O alto nível das taxas de juros reais [...] contribui para encurtar do horizonte dos agentes econômicos, posto que o preço do futuro, medido pela taxa de juros, aumentou. Assim se explica que a rentabilidade de curto prazo seja privilegiada em detrimento dos projetos de investimento de prazo mais longo. Por outro lado, o nível elevado das taxas de juros reais conduz à supremacia do capital financeiro sobre o capital produtivo. Num tal contexto, com efeito, as empresas não são mais induzidas a investir e a se desenvolver, porque o custo do endividamento é superior ao rendimento antecipado do capital produtivo (efeito alavancagem negativo). Os investimentos financeiros sob a forma de compra de títulos, tomam-se mais rentáveis. Para usar a expressão de Hicks, passa-se de uma ‘economia de endividamento’ (*overdraft economy*), orientada para os investimentos produtivos financiados pelo endividamento junto a bancos, a uma ‘economia de fundos próprios’ (*autoeconomy*), em que as empresas buscam maximizar seus lucros pelas políticas de desendividamento e de aplicações financeiras” (Plihon, op. cit., pp. 122-123. A citação a John Hicks refere-se a *The crisis in Keynesian economics*. Oxford: Basic Blackwell, 1974).

⁹⁰ Se parece claro que os níveis elevados das taxas de juros no novo regime, assim como a sua grande volatilidade, criam obstáculos à realização de projetos de investimento, isso é particularmente verdadeiro, sobretudo, para as pequenas e médias empresas (PMEs). Via de regra, as taxas de juros pedidas pelos prestamistas variam em relação inversa ao tamanho das empresas e as diferenças chegam a ser bastante elevadas entre as grandes empresas e as PMEs. Em boa parte dos países desenvolvidos, a grande maioria das PMEs passa, há anos, por dificuldades de caixa e recorre quase permanentemente ao endividamento junto ao sistema bancário, no qual encontra uma série de limitações para a obtenção de crédito (volume de financiamento, custos financeiros e garantias exigidas). Já nos grandes grupos os impactos das taxas de juros são diferentes. Os juros diminuem a lucratividade (diferença entre a taxa de rentabilidade econômica e a taxa de juros), pesando sobre as decisões de investimento das empresas (a rentabilidade dos projetos de investimentos industriais segue de perto as taxas de juros, elevando-se com elas e prolongando os prazos de retorno do investimento). Contudo, o poder financeiro e oligopólico dos grandes grupos lhes permite beneficiar-se de condições privilegiadas para obter recursos (além disso, podem, bem mais do que as PMEs, repassar os custos financeiros para os preços de venda, garantindo seus *mark-ups*). Os juros elevados garantem rendimentos atraentes para os caixas em busca de aplicação (horizonte temporal de curto prazo e liquidez do capital como objetivo maior). Cf. Serfati, op. cit., pp. 172-173.

qual o capital-dinheiro, concentrado pelos novos protagonistas da esfera financeira mundial (os investidores institucionais anglo-saxões) e encerrada numa estrutura de valorização semifechada (os mercados financeiros), conseguiu subordinar importantes segmentos do aparelho produtivo industrial e de serviços aos seus interesses de máxima rentabilidade no prazo mais curto possível (a prioridade no “governo de empresa” é a defesa dos direitos e dos lucros dos acionistas).

No Capítulo 4 discutiu-se como os grandes grupos e corporações internacionais — as “transnacionais” ou “multinacionais” oligopolizadas, características do capital concentrado, que movimentam a maior parte dos fluxos comerciais e de investimentos que circulam pelo mundo, graças às suas extensas redes mundiais de produção e de distribuição — exploraram as amplas oportunidades surgidas com o novo regime monetário e financeiro e com a progressiva mundialização das finanças desencadeada pela política de reafirmação hegemônica norte-americana para, sob uma gestão centralizada de caixa, sem a intermediação bancária e lançando mão de inúmeras inovações financeiras beneficiadas pelo desenvolvimento da informática e das telecomunicações, captar e aplicar recursos financeiros em condições vantajosas nos diferentes países e mercados (operações de arbitragem e especulação com divisas, obrigações, derivativos, instrumentos securitizados etc.), auferindo lucros financeiros substanciais ao custo de uma redução do horizonte temporal de valorização do capital industrial (*short-termism*) e de mudanças nas estratégias de investimento (sobretudo mediante a diminuição relativa dos recursos destinados ao ciclo produtivo e à inovação tecnológica, continuamente deslocados para os circuitos diretos de valorização D-D’), sob influência direta de seus departamentos financeiros centralizados e da supremacia de uma lógica que prioriza elevados níveis de liquidez e de mobilidade dos recursos (financeirização da gestão das empresas e diluição da fronteira entre produção e finanças corporativas, com subordinação das estruturas produtivas dos grupos empresariais a uma lógica financeira especulativa e curto-prazista).⁹¹ Conforme

⁹¹ Segundo Braga (“Produtivismo e especulação na gestão da riqueza...”, loc. cit., p. 149), “as finanças dessas grandes empresas formadoras das corporações são hoje, ademais, um fim em si, operacionalizadas, conseqüentemente, com o propósito de realizar ganhos de capital no mercado acionário, lucrar com práticas de arbitragem nos juros e no câmbio, combinar posições credoras e devedoras independentemente de suas necessidades de capital fixo e de giro; enfim, manter, como postura estratégica, altos níveis de liquidez”. A transformação das finanças num fim em si para as empresas revela uma desconexão crescente entre a produção e a utilização dos rendimentos por ela gerados: “A natureza mundializada da produção e a concentração da propriedade e do comando modificam as relações entre a produção e os rendimentos que dela decorrem. Nesse espaço, por conseqüência, essas duas dimensões tornam-se menos conectadas e mais independentes uma da outra. Uma grande parte dos efeitos econômicos [...] ocorre fora do lugar da produção” (Furtado, op. cit., p. 106).

salienta Furtado, o conjunto das funções e atividades empresariais (produtivas, comerciais e tecnológicas) passou a ser comandado por essa lógica financeira:

“Cada uma das atividades [funções e locais de implantação de unidades] possui uma forma de legitimação, de justificação de existência muito particular — a dos mercados financeiros, dos grandes operadores, das instituições igualmente concentradas e cuja função é assegurar a supremacia do elemento financeiro, da rentabilidade, da liquidez, da segurança. A obra maior do capital financeiro, nesta fase de domínio da finança e de mundialização, levando-a mais longe, não é apenas a de ter imposto a sua hegemonia às demais formas do capital, mas a de ter-lhe emprestado as suas marcas, as suas propriedades. É assim que se pode compreender a liquidez crescente das ‘frações’ comerciais e industriais do capital, assim como os movimentos de concentração e de centralização. São esses movimentos, juntamente com o reforço da liquidez, que estão em via de dar às estruturas do oligopólio mundial maior solidez, assim como um caráter mais seguro aos rendimentos. À liquidez crescente e à segurança reforçada vem juntar-se o terceiro atributo do capital, a rentabilidade, que está em via de modificar-se a partir da gestão cada vez mais centralizada, que impõe regras de funcionamento às diferentes aplicações. [...] As empresas ditas em via de especializar-se são cada vez mais grupos, e eles adotam o comportamento de sociedades controladoras (*holding*) que aplicam seus recursos e dão primazia às considerações próprias à lógica financeira, à qual as outras dimensões econômicas devem ajustar-se. As trocas internacionais, a produção, a tecnologia tornam-se instrumentos desta *démarche* de natureza sobretudo financeira”.⁹²

Também se enfatizou no Capítulo 4 a redistribuição do poder observada dentro das corporações a partir da explosão de suas atividades financeiras, num contexto de transição de padrões produtivos e tecnológicos — uma redistribuição que vem sendo feita no sentido da implantação crescente do sistema de *corporate governance* (controle direto dos investidores institucionais sobre a propriedade — controle acionário — e sobre a gestão das atividades financeiras e produtivas das empresas), em detrimento dos empresários (tecnopoder ligada às atividades produtivas). As empresas dos grandes grupos são cada vez mais consideradas “ativos geradores de rendimentos” pelos investidores institucionais, cujos representantes nos conselhos de direção das *holdings* (uma presença cada vez mais frequente e determinante⁹³) estão preocupados com a distribuição de dividendos. O encurtamento do horizonte temporal das empresas é uma das consequências imediatas dessa lógica: sob a pressão dos mercados financeiros e dos administradores dos fundos de pensão e de investimento, os dirigentes das empresas passaram a privilegiar a satisfação dos impulsos imediatistas de um corpo de acionistas preocupado exclusivamente com a rentabilidade financeira, a curto prazo, de seus ativos. Essa situação, que prevalece na

⁹² Furtado, op. cit., pp. 110-111.

⁹³ Segundo Serfati (op. cit., pp. 176-177), o poder crescente dos investidores institucionais nos grupos empresariais é a maior inovação observada nas relações entre indústria e finanças no final do século XX.

economia hegemônica (Estados Unidos), tende a se propagar pelos outros países industrializados em virtude da disseminação e consolidação das diretrizes gerais do novo regime monetário e financeiro em âmbito mundial. A perspectiva de que os investidores institucionais sejam os principais agentes a promover o financiamento de longo prazo da atividade econômica e a garantir horizontes mais longos à valorização produtiva — idéia amplamente difundida pelos defensores do *mainstream* econômico — revela-se, assim, carente de fundamento.

A redistribuição de poder dentro das corporações no novo regime de acumulação é uma tradução da solução dada aos conflitos mais amplos surgidos na divisão do excedente do valor criado no processo produtivo entre o lucro retido pela empresa (reinvestido) e a remuneração do capital emprestado (juros) ou investido em títulos de propriedade (dividendos). Com a transferência do poder de mercado para os credores no novo contexto histórico do capitalismo, houve uma redistribuição de rendimentos em favor dos juros e em detrimento dos salários e dos lucros, ampliando a distância na renda e na distribuição da riqueza patrimonial entre os detentores de ativos financeiros (os rentistas) e os que não possuem esses ativos, com repercussões negativas sobre o desenvolvimento econômico e a estabilidade política.⁹⁴

Segundo Serfati, os processos verificados nos anos 1980 e 1990, bem como as significativas porções extraídas do valor criado, indicam que se chegou ao oposto da “eutanasia” do capital especulativo prevista por Keynes: “a força de trabalho e o ciclo produtivo estão, cada vez mais, em movimento para satisfazer às exigências do capital portador de juros”, isto é, os investidores institucionais “não se deixam ‘eutanasiar’”.⁹⁵ Na nova relação concorrencial intercapitalista, o capitalista do setor produtivo (o empresário e a tecnoestrutura das corporações industriais) passa a se valer de uma estratégia de acumulação regida por uma lógica financeira, e o capitalista do setor financeiro (particularmente os gestores dos grandes fundos de pensão e de investimentos e das companhias seguradoras) é o novo comandante do processo de acumulação, interferindo nas estratégias do setor produtivo e definindo a repartição e a destinação da riqueza aí produzida.

Outro tópico abordado no Capítulo 4 diz respeito ao intenso movimento de concentração, centralização e oligopolização industrial que vem ocorrendo em todo o

⁹⁴ Cf. Guttman, *op. cit.*, p. 74.

⁹⁵ Serfati, *op. cit.*, pp. 170-171. Segundo Cintra (*op. cit.*, pp. 210-211), existe “uma contradição entre a gestão dos portfólios dos fundos e o restante da economia. Os fundos buscam a maior rentabilidade possível dos ativos; portanto, procuram uma taxa de juro elevada (*high-expected-return*), o que contrasta com as necessidades de financiamento das empresas (taxa de juros inferior à taxa de retorno esperada dos investimentos). O resultado é uma problematização do investimento e uma redução na taxa de crescimento do PIB”.

mundo desde os anos 1980, por meio de um processo de fusões e aquisições de empresas e grandes grupos (setoriais e intersetoriais) fortemente estimulado pela instauração e sistematização dos *corporate governances* e pelos princípios de reorganização dos processos de gestão e de redução substancial de custos (sobretudo salariais) preconizados pela “reengenharia”. Essas operações de fusões e aquisições observadas nas últimas duas décadas do século XX, longe de contribuírem para uma retomada duradoura da acumulação de capital produtivo, vem se caracterizando geralmente por um fortalecimento da financeirização dos grupos, com significativa melhora das taxas de rentabilidade do capital de exploração (redução dos custos de produção e do nível de emprego) e da rentabilidade financeira. Embora a racionalização e a modernização do capital produtivo, bem como a ampliação dos mercados, estejam na origem desse movimento de fusões e aquisições, não são as suas causas determinantes. Conforme enfatizado por Serfati, as operações de fusões e aquisições nos anos 1980 e 1990 correspondem mais a uma reestruturação do que a uma acumulação de capital — a reestruturação representando uma simples redistribuição de direitos de propriedade do capital e a acumulação implicando a criação de novas unidades de produção e a reprodução ampliada do capital.⁹⁶

É importante salientar que o processo de reestruturação da matriz industrial e as mudanças significativas observadas na estrutura de propriedade, longe de se limitarem às grandes empresas e grupos, vêm afetando intensamente os segmentos industriais menos oligopolizados, as empresas com atuação restrita a uma dimensão nacional, os parceiros com força inferior nos grupos industriais e as empresas terceirizadas, que têm uma parte cada vez maior de suas mais-valias apropriada pelas *holdings* das grandes corporações que comandam os vários setores produtivos e as suas respectivas cadeias de valor. A emergência de um mercado mundial e o caráter “global” assumido pelas grandes empresas e grupos tornam cada vez mais difícil a sobrevivência desses segmentos mais frágeis no novo binômio.

“De um lado, temos a emergência do mercado mundial como espaço em que o grande capital realiza as suas potencialidades. De outro, o mercado mundial é muito mais do que uma potencialidade que se oferece aos grandes; é também uma restrição que se apresenta diante de cada firma que não possui os recursos necessários para nele penetrar. A longo prazo, estas empresas estão não apenas distantes do mercado mundial, mas do mercado qualquer que ele seja, pois as dimensões relevantes estão além das suas possibilidades. Por isso, de agora em diante estas empresas locais terão, num grande número de atividades, um papel secundário e invariavelmente subordinado. Frequentemente, não terão nenhuma condição para permanecer no mercado. Inscritas numa dimensão nacional, estas empresas verão o seu capital

⁹⁶ Cf. Serfati, op. cit., pp. 177-179.

desvalorizar-se até o momento em que o deságio decorrente da sua escala de operação tornar os seus ativos potencialmente valorizáveis mediante aquisições por empresas maiores. A empresa global é muito mais do que uma empresa que opera em escala mundial e que integra nesta dimensão as fontes — financeiras, produtivas, tecnológicas, comerciais e logísticas — essenciais à sua atividade. Ela é também uma massa de capital e uma diversidade de modalidades de operação que nenhum espaço nacional está em condições de criar individualmente. O global é, aqui, negação do local, do regional e do nacional.”⁹⁷

Por fim, na primeira seção deste capítulo salientou-se uma vez mais uma das características mais relevantes da dinâmica do novo binômio, isto é, o marcante predomínio qualitativo e quantitativo das relações e da lógica financeira de valorização sobre as demais esferas de circulação do capital, a cristalização de uma autonomia do capital-dinheiro perante o capital produtivo industrial que conduz a uma inusitada hipertrofia da esfera financeira (alteração da composição entre ativos financeiros e produtivos nas diversas economias capitalistas, com preeminência do capital fictício e da atividade especulativa, possibilitando à esfera financeira comandar, cada vez mais, a repartição e a destinação social da riqueza gerada pela esfera produtiva) e a uma profunda financeirização da economia mundial (a esfera financeira passa a crescer muito mais do que a produção, o investimento ou o comércio exterior das economias capitalistas, ditando o ritmo do processo de acumulação). Há, portanto, uma primazia das relações financeiras na dinâmica econômica capitalista, resultante, em boa medida, da subordinação das atividades produtivas dos grandes grupos industriais à lógica financeira, rentista e curto-prazista que passa a dominar a gestão da riqueza no novo regime de acumulação (a financeirização da gestão e das atividades das empresas

⁹⁷ Furtado, op. cit., p. 109. Contudo, como o próprio autor enfatiza, o caráter global das atividades das grandes empresas no novo regime não implica que estas tenham perdido suas raízes locais ou nacionais e descentralizado seu comando, antes pelo contrário: “A empresa diversificada e integrada na sua implantação mundial é centralizada no seu comando e na apropriação dos seus resultados. [...] as empresas possuem raízes locais e nacionais, mesmo quando são gigantescas. [...] Em todas as funções das empresas — produção, vendas, tecnologia, gestão, finanças — a importância do coração nacional é de primeira grandeza e muito diferente das demais bases de operação. Essa leitura permite estabelecer uma distinção clara entre o nível da dispersão das atividades gerais da empresa e o caráter cada vez mais enraizado das atividades estratégicas. [...] Para a grande empresa, as atividades que ela realiza pelo mundo afora não se confundem com as que permanecem centralizadas. Outros autores, como Beaud, já tinham mostrado este aspecto: ‘essas firmas, que alguns autores apresentam como, senão caídas do céu, pelo menos situadas acima das realidades nacionais, símbolos etéreos anunciadores de uma civilização planetária, são de fato fortemente enraizadas nas realidades nacionais: mais precisamente, nos capitalismo nacionais dominantes’. De fato, estas empresas estão seletivamente enraizadas, mas utilizam a estratégia — e por vezes basta-lhes a ameaça — da deslocalização. As raízes locais e nacionais dos grandes grupos nos espaços dos capitalismo dominantes reforçam-se precisamente nas dimensões do comando e da centralização das funções fundamentais — sobretudo tecnologia e finança” (p. 112). A citação a Michel Beaud refere-se a *L'économie mondiale dans les années quatre-vingt*. Paris: La Découverte, 1989.

estimulou e foi estimulada pelo processo mais amplo de financeirização progressiva das relações econômicas em âmbito mundial).

Discutiu-se, também, a dicotomia entre um sistema de finanças “virtuosas” (solidárias à acumulação do capital produtivo) e outro de finanças “parasitárias”, bem como a predominância deste último no atual binômio, fruto da configuração e da dinâmica de um regime monetário e financeiro que ampliou as oportunidades de valorização financeira do capital, favoreceu a financeirização da economia mundial, deformou os balanços das grandes corporações em benefício dos ativos financeiros, inibiu a expansão do investimento produtivo privado de longo prazo —material (novas instalações industriais) ou imaterial (pesquisa e desenvolvimento⁹⁸, formação técnica da mão-de-obra etc.) —, afetou negativamente a acumulação produtiva e tornou mais lento e hierarquicamente diferenciado e assimétrico o crescimento da economia mundial (os Estados Unidos desfrutam de posição privilegiada, graças ao seu poderio econômico e militar e à posição peculiar mantida por sua moeda no contexto mundial). No binômio que comanda o capitalismo no final do século XX, o investimento perdeu o protagonismo que desfrutava no fordismo, sendo substituído pela especulação, pela aposta.

A relação trabalho

Os elementos mais substanciais da discussão sobre as transformações da relação trabalho no novo binômio já foram sucintamente apresentados na Parte I, tendo como base o trabalho de David Harvey e o seu conceito de “regime de acumulação flexível”, isto é, um novo regime de acumulação que comportaria um modo de regulação das relações de trabalho cuja principal característica é a “flexibilidade”, em oposição à “rigidez” típica da relação salarial fordista.⁹⁹ De fato, as diversas evoluções recentes

⁹⁸ Ao contrário do que se previa ao início do processo de desregulamentação, as inovações financeiras não permitiram um impulso nos investimentos de P&D. Segundo Aglietta, as inovações financeiras deixaram os gestores dos fundos coletivos de poupança mais reticentes quanto a financiar as inovações da produção. A prioridade dos grupos passou a ser o fortalecimento da mobilidade e da liquidez do capital, dadas as taxas de rendimento oferecidas pelos mercados financeiros no curto prazo. Conseqüentemente, o aumento do investimento em inovação industrial mostrou-se modesto nas décadas de 1980 e 1990, sobretudo no caso europeu, graças à forte compressão dos projetos de expansão industrial dos grandes grupos. Além disso, para aumentar o excedente de caixa de exploração, as empresas vêm exercendo forte pressão sobre os custos salariais. Cf. Aglietta, M., op. cit., p. 35; Serfati, op. cit., pp. 173-175.

⁹⁹ Salama (op. cit., pp. 242-243) sintetiza as mudanças ocorridas na organização técnica e na gestão do trabalho alinhavando algumas características que diferenciam as organizações fordistas das organizações flexíveis. As *organizações fordistas* são caracterizadas por: intensificação da divisão do trabalho; trabalho definido; sistema organizacional rígido e centralizado; autonomia pessoal do trabalho quase nula; trabalho repetitivo e monótono; funções que exigem qualificação mínima;

relacionadas ao processo de mundialização do capital e das finanças vêm afetando profundamente a reprodução e a evolução das formas salariais de mobilização da força de trabalho. A relação salarial, que ocupou posição essencial na teoria da regulação desde a sua origem, situando-se no centro da “sociedade salarial” discutida por Michel Aglietta e Anton Brender¹⁰⁰, isto é, uma sociedade em que o estatuto de trabalho assalariado é generalizado e a diferenciação social opera diretamente no âmbito do regime de assalariado, perdeu sua capacidade de universalização e de socialização progressiva dos trabalhadores a partir da crise do fordismo e do advento do regime de acumulação sob dominância financeira.

“[...] desde o início dos anos 80, o *trend* de socialização dos indivíduos em formas salariais parece interrompido, e isto tanto em certos países do capitalismo tardio, notadamente os países latino-americanos, nos quais prevalece uma dessalarização associada ao aumento do trabalho ‘informal’, quanto nas economias mais desenvolvidas, onde ao crescimento do trabalho precário e dos empregos em meio período acrescenta-se um desemprego de longa duração que adota proporções consideráveis e um crescimento das categorias sociais ditas ‘não empregáveis’, sendo que o todo leva à rejeição para fora do regime de assalariado de uma fração importante em idade para trabalhar. [...] enquanto o crescimento fordista acompanhava uma dinâmica social que parecia dever afastar definitivamente o espectro de uma miséria provocada pelo desenvolvimento do capitalismo, a ruptura desta dinâmica demonstra o questionamento das formas institucionais e das convenções implícitas que regulavam a relação salarial na fase fordista de generalização.”¹⁰¹

A desagregação e a fratura da “sociedade salarial” fordista, a flexibilização e a liberalização das relações trabalhistas (mudanças nas condições de contratação e de remuneração), o enfraquecimento das organizações representativas dos trabalhadores e a redução e/ou precarização do emprego que caracterizam as transformações da relação trabalho no capitalismo do final do século XX — uma relação trabalho com perfil adaptado às necessidades de elevação da produtividade, num contexto de crescimento lento da economia — devem muito de sua configuração aos novos parâmetros que regulam a relação concorrencial intercapitalista, a qual, por sua vez,

organização do trabalho: um posto—um homem—uma tarefa; pouco envolvimento dos trabalhadores com a empresa; taxa de *turn-over* de mão-de-obra elevadas e excesso de ausências; índices elevados de rejeição; e freqüentes conflitos entre empregadores e trabalhadores. Já as *organizações flexíveis* têm as seguintes características: intensificação dos ritmos de trabalho; maior participação dos trabalhadores na organização e controle do processo; maior responsabilidade dos trabalhadores; células, “minifábricas”, polivalência e multifuncionalidade; funções exigindo uma maior qualificação; organização do trabalho com base em equipes; envolvimento necessário dos trabalhadores com a empresa; redução da taxa de *turn-over* e de ausências; redução substancial dos índices de rejeição; e redução dos conflitos entre empregadores e trabalhadores.

¹⁰⁰ Ver Aglietta, Michel e Brender, Anton. *Les métamorphoses de la société salariale*. Paris: Calmann-Lévy, 1984; Théret, op. cit.

¹⁰¹ Théret, op. cit., pp. 24-25. A respeito da crise da sociedade salarial fordista, ver também Nadcl, Henri. “Crise da sociedade salarial, nova pobreza”. In: Théret e Braga (orgs.), op. cit.

conforme já visto, foi decisivamente influenciada e moldada pelos princípios que norteiam o novo regime monetário e financeiro e pelo peso crescente das finanças e das instituições que comandam o capital financeiro. A disseminação do sistema de *corporate governance* e a aplicação dos princípios da *reengineering*, em especial, exemplificam com clareza o tipo de mecanismo empregado na destruição das relações salariais fordistas.¹⁰² Em outras palavras, conforme salientado por Chesnais e Salama, os efeitos econômicos e sociais do novo regime de finanças de mercado vão muito além da esfera financeira, envolvendo todo o conjunto de mecanismos que comanda a exploração da mão-de-obra (flexibilização salarial, duração e intensidade do trabalho, novas formas de gestão da força de trabalho etc.) e a distribuição de renda.¹⁰³ As transformações na relação trabalho, assim, não se limitam às inovações introduzidas pelo desenvolvimento tecnológico; o comando das finanças sobre o processo de acumulação e as exigências das instituições financeiras que lideram o processo (sobretudo os investidores institucionais) respondem pela parcela mais substancial dessas transformações.

“O controle que as instituições financeiras pretendem exercer sobre o valor e a mais-valia, assim como a sua entrada no capital dos grupos industriais, estão na origem das transformações gerais das relações salariais (flexibilização, precarização, redução do nível médio dos salários reais); freqüentemente, as inovações tecnológicas não passam de instrumento adicional para impor essas transformações (inclusive sob a forma de discursos teóricos que contribuíram para ganhar a adesão de certos setores ou para neutralizar certas oposições). Os preceitos da reengenharia industrial, servindo-se do *corporate governance*, desempenham papel central nessa transformação qualitativa da relação salarial.”¹⁰⁴

¹⁰² A capacidade do capital financeiro em modificar a distribuição da renda a seu favor, penalizando sobretudo os salários, “é bem evidenciada pela observação de um especialista, afirmando que ‘os lucros continuamente crescentes liberados pelos fundos de pensão refletem, quanto aos fundos, a vantagem que o capital soube reconquistar sobre o trabalho’ (*Financial Times*, 13-14/01/1996, p. xviii). Essa iniciativa exprime-se hoje, também, de maneira crescente sob a forma jurídico-gestora do *corporate governance*”. Portanto, não deixa de ser curioso que, paradoxalmente, seja “com dinheiro dos assalariados que o capital financeiro [fundos de pensão e de investimentos] pôde encontrar essa nova força” (Farnetti, Richard. “O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas”. In: Chesnais (org.). op. cit., p. 209).

¹⁰³ Ver Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., p. 22; Salama, op. cit.

¹⁰⁴ Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 260. O autor também chama a atenção para o fato de que a adoção generalizada do “toyotismo” (conceito que se opõe ao fordismo do pós-guerra e que prega a máxima intensidade do trabalho e o máximo rendimento de uma mão-de-obra totalmente flexível) “seria um fator central na gestão, não apenas conjuntural e sim estrutural, de uma tendência a preservar as taxas de lucro das economias capitalistas centrais, num contexto de gestão oligopolista de um crescimento em declínio. A utilização seletiva das potencialidades da microeletrônica, o maior recurso à terceirização — pela qual são as empresas menores que suportam o peso das variações do mercado — e, sobretudo, as importantes mudanças nas relações de trabalho que foram gradativamente impostas em quase todos os países da OCDE (contratos precários, flexibilização de horários, aumento da intensidade do trabalho e arrocho salarial) estariam

Um dos principais aspectos da influência do novo regime monetário e financeiro sobre a relação trabalho diz respeito às importantes conseqüências da liberalização e manutenção de taxas de juros elevadas sobre as atividades de produção, os processos de reestruturação industrial e o crescimento econômico. Ao provocar a estagnação do investimento industrial e favorecer uma gestão de caixa voltada para aplicações financeiras líquidas e uma política que prioriza a implementação de projetos de investimento de curto prazo (uso da informática na indústria), em detrimento dos investimentos de longo prazo (reinvestimento dos recursos na ampliação da capacidade produtiva), a “ordem trinitária” da nova regulação da moeda e das finanças estimulou uma redistribuição de rendimentos favorável aos juros e prejudicial aos salários; consolidou a desaceleração do crescimento e a manutenção de níveis de desemprego estrutural elevados na maioria das economias industrializadas (sobretudo nas européias)¹⁰⁵; elevou os custos do serviço das dívidas e pressionou o setor produtivo a comprimir drasticamente seus custos operacionais, a acelerar constantemente seu processo de reestruturação e a romper definitivamente com o pacto fordista de repasse dos ganhos de produtividade aos salários (contenção dos salários e dos custos a estes vinculados; *downsizing* — redução do tamanho dos efetivos das empresas — e operações de fusões e aquisições; redução dos investimentos privados em formação de mão-de-obra etc.)¹⁰⁶; e contribuiu para questionar os direitos coletivos e dismantlar o *Welfare State* fordista, concentrando a renda e a riqueza, elevando a

tendo como resultado proporcionar aos grupos a gestão [de uma] ‘situação em que a oferta está permanentemente procurando uma demanda que tenha dinâmica correspondente’. Pode-se então entender a hipertrofia da esfera financeira [...] como parte da ‘regulação’ geral de um capitalismo movido mais pela vontade dos grupos industriais e financeiros de preservarem suas posições adquiridas, do que pela vontade de criar novas capacidades” (p. 253).

¹⁰⁵ Em algumas economias, as elevadas taxas de desemprego vêm sendo substituídas por uma rápida extensão do emprego de má qualidade, com salários baixos, redução de direitos trabalhistas e sociais e condições de trabalho precárias.

¹⁰⁶ Segundo Palazuelos (op. cit., p. 207), “uma grande parte dos assalariados deve aceitar a contenção de suas rendas porque assim o exigem os critérios de estabilização monetária. As opções de renovação tecnológica criam novos bolsões de desemprego e/ou de emprego precário, porque essa renovação não tem como propósito a ampliação persistente das escalas produtivas, mas a manutenção das mesmas mediante uma substituição do trabalho pelo capital para baratear os custos da mão-de-obra. Essa é a razão pela qual são freqüentes as operações de fusão ou aquisição de grandes empresas que resultam em reduções de postos de trabalho”. Na mesma linha de raciocínio, Serfati (op. cit., pp. 179-180) afirma que, “se as operações de fusões/aquisições não contribuem quase nada para o crescimento global do investimento produtivo, elas revelam, em todo o caso, seus efeitos negativos sobre o emprego. [...] entre 1985 e 1990, as empresas [francesas] que desenvolveram um crescimento por aquisição de títulos de participação (crescimento externo) viram seus efetivos assalariados e sua relação valor agregado/volume de negócios diminuir. [...] Em contrapartida, as operações de fusões/aquisições se traduzem por uma significativa melhora das taxas de rentabilidade do capital de exploração e da rentabilidade financeira”.

massa de excluídos do mercado de trabalho e acelerando o empobrecimento e a marginalização de amplas camadas da população mundial.

“A relação trabalho ‘fordista’ [...] foi sacrificada sobre o altar do rigor e da estabilidade monetária, para dar lugar a um modo de regulação salarial concorrencial. Com efeito, na maioria dos países industrializados, a política de rigor salarial tem jogado um papel central no processo de desinflação, notadamente nos Estados Unidos, na França e na Grã-Bretanha. Foi cortado o vínculo entre o aumento dos salários, de um lado, e a evolução da produtividade e dos preços, de outro. [...] O questionamento das políticas macroeconômicas de inspiração keynesiana e da relação salarial fordista teve importantes repercussões sobre a dinâmica macroeconômica das economias capitalistas. Em particular, o abandono [...] das políticas de altas salariais regulares e gerais reduziu a ‘previsibilidade’ da demanda direcionada às empresas. As empresas e os assalariados encontraram-se em um contexto de incerteza crescente quanto aos seus rendimentos futuros. Isso resultou na instabilidade do investimento e do crescimento. [...] o nível elevado de taxas de juros é um fator de desestabilização profundo para as economias contemporâneas, na medida em que o interesse do empresário ou do assalariado, de um lado, e o dos detentores de ativos financeiros, de outro, é dissociado. Para os primeiros, o que conta é a taxa de crescimento da economia; para os segundos, é a taxa de juros reais. No momento em que esta ultrapassa a taxa de crescimento, a solidariedade construída em torno de uma projeção coletiva do futuro tende a se dissolver.”¹⁰⁷

A dissociação de interesses entre os assalariados (e empresários) e os capitalistas financeiros revela que a integração das normas sociais de consumo e de produção num mesmo espaço — fenômeno que garantiu patamares vigorosos e sustentados de crescimento econômico e de inclusão social durante o regime fordista — não resistiu à nova ordem instituída pelo regime de acumulação sob dominância financeira, na qual a força de trabalho e o ciclo produtivo estão em movimento para satisfazer as exigências do capital portador de juros. O novo binômio se caracteriza pela falta de sincronia entre a sua norma de produção e distribuição, cada vez mais subordinada a um comando financeiro com lógica de curto prazo, rentista e especulativa, e a sua norma social de consumo, progressivamente concentradora de renda e socialmente excludente — o que gera estagnação relativa do crescimento econômico e contribui para transformar a instabilidade num elemento orgânico do regime de acumulação sob dominância financeira. Ademais, o novo binômio se caracteriza também por uma dupla subordinação do trabalho: ao capital produtivo, que o explora diretamente, e ao capital financeiro, que comanda a lógica do processo de acumulação.

A falta de sincronia e coesão entre as normas sociais de consumo e de produção é ainda mais dramática nos países do Terceiro Mundo, onde nem sequer no período de

¹⁰⁷ Plihon, op. cit., pp. 100-101 e 123-124.

valia, traduzida por uma retomada do processo de exploração da mais-valia absoluta.¹¹⁰ O autor mostra que no período atual a expansão da mais-valia não se dá apenas mediante o crescimento da mais-valia relativa (aumento da produtividade do trabalho, isto é, um processo macroeconômico que envolve a desvalorização da força de trabalho e que afeta o movimento do capital em seu conjunto¹¹¹), mas também pela obtenção de uma “mais-valia absoluta moderna”, isto é, um processo microeconômico que consiste na intensificação do trabalho por unidade de tempo (produção de mais valor, em um mesmo tempo de trabalho, mediante o aumento das cadências, a redução dos tempos mortos e a flexibilização crescente da força do trabalho, quando os equipamentos o permitem). Ambas se traduzem por uma melhora da produtividade do trabalho e são difíceis de distinguir contabilmente.¹¹² A extensão da jornada de trabalho (mais-valia absoluta “arcaica”) e a intensificação do trabalho por unidade de tempo (mais-valia absoluta “moderna”) — formas mais agressivas de ampliar a produtividade do trabalho que não foram exploradas nas economias industrializadas no período fordista, sobretudo graças à força do movimento sindical para negociar melhores condições de trabalho e a repartição dos ganhos de produtividade — ganharam um amplo espaço no novo regime de acumulação, particularmente nas economias periféricas.¹¹³

¹¹⁰ Ver Salama, *op. cit.*, pp. 227-247. O autor procura demonstrar a existência de uma relação estreita entre a financeirização da economia e a flexibilização do trabalho. “Existe uma relação entre a financeirização e as modalidades de extração da mais-valia. Ela é difícil de demonstrar na medida em que os estudos são centrados seja nas finanças e na financeirização, seja na relação finanças/indústria, seja, enfim, no desenvolvimento de novos modos de organização do trabalho e das relações complexas que existem entre a flexibilização do sistema de produção e a gestão da força de trabalho. Poucos estudos tentaram estabelecer uma relação entre a financeirização e a flexibilização” (p. 229).

¹¹¹ O campo da mais-valia relativa “é macroeconômico, mesmo quando seu lugar de aplicação é a empresa. Numa mesma jornada de trabalho, produz-se mais bens graças à introdução de novos equipamentos. A produtividade do trabalho aumenta. O valor de cada bem baixa e o valor do conjunto de bens necessário à reprodução da força de trabalho é reduzido” (*ibidem*, p. 228).

¹¹² “[O] mecanismo de mais-valia relativa é difícil de ser distinguido daquele da mais-valia absoluta quando nos limitamos à leitura da evolução da produtividade do trabalho que os sistemas de contabilidade nacional apresentam, já que ambos se traduzem por uma melhora da produtividade do trabalho” (*ibidem*, p. 228).

¹¹³ Entretanto, o abandono dos compromissos fordistas entre o capital e o trabalho é tão generalizado (e a recriação de mecanismos de extração de mais-valia absoluta é um exemplo cabal dessa nova realidade) que Boyer chega ao ponto de afirmar que “na América do Norte a acumulação não é mais intensiva, centrada no consumo de massa, mas extensiva e construída sobre a diferenciação dos modos de vida e o reforço das desigualdades. Essa mudança, que por muito tempo passou despercebida, é fundamental para a compreensão dos capitalismo contemporâneos. [...] Adeus, portanto, ao fordismo! Ele foi substituído por um regime bem diferente, no qual apenas a multiplicação das fontes de renda por domicílio e o alongamento da duração do tempo de trabalho permitem continuar a perseguir o crescimento do consumo. A acumulação é extensiva e autocentrada e alimenta-se de um processo contínuo de crescimento das desigualdades” (Boyer, Robert. “Os modos de regulação na época do capitalismo globalizado: depois do boom, a crise?”. In: Fiori, José Luis, Lourenço, Marta S. e Noronha, José C. (orgs.). *Globalização: o fato e o mito*. Rio de Janeiro: Ed. da Uerj, 1998, pp. 197 e

Desta forma, o regime de acumulação sob dominância financeira se caracteriza não apenas pela subordinação da valorização produtiva à valorização financeira, mas também por uma recriação de formas de extração da mais-valia absoluta que passam a cumprir um papel importante no processo de acumulação de capital, atuando de maneira conjugada às formas intensificadas de extração de mais-valia relativa e compondo um *mix* que se traduz por conceitos como flexibilização, precarização, terceirização e informalização.

A forma de organização do Estado

Os diversos aspectos do papel desempenhado pelo Estado na regulação da moeda e das finanças no novo binômio e da relativa subordinação de governos e autoridades monetárias aos interesses do capital financeiro — garantindo a transferência e a concentração de renda em favor dos agentes da esfera financeira, via gestão da dívida pública e apropriação de recursos fiscais — e a socialização de prejuízos privados por intermédio de operações de empréstimo em última instância e de recursos orçamentários já foram suficientemente abordados e discutidos nos dois capítulos anteriores.¹¹⁴ Conforme visto, o Estado — como totalização contraditória de um conjunto de compromissos institucionalizados e parte integrante essencial (mas não única) da definição, montagem e crise de todo e qualquer regime de acumulação — vem autolimitando sua capacidade de inserção ativa e intervenção sobre a realidade econômica no novo binômio em favor dos agentes privados dos mercados financeiros, seja em razão dos interesses sociais e políticos dominantes representados nos governos (sobretudo na nação hegemônica, os Estados Unidos), seja como decorrência de uma rendição ou submissão às pressões exercidas pelas grandes forças econômicas nacionais e internacionais (ou mesmo uma adesão dos poderes públicos aos princípios e doutrinas defendidos pelo capital financeiro).¹¹⁵ Entretanto, essa limitação a que se impõem os Estados nacionais não significa um desengajamento ou uma redução do papel do Estado na atividade econômica, atendendo às recomendações e ao discurso amplamente difundidos da doutrina econômica liberal, mas uma reorientação da

200).

¹¹⁴ Ver, sobretudo, o item “Poderes públicos” na seção 4.2 do Capítulo 4.

¹¹⁵ Conforme salienta Farnetti (op. cit., pp. 208-209), “o crescimento das poderosas instituições do capital-dinheiro concentrado que são os fundos de pensão e outros fundos de investimento anglo-saxões está no coração do processo de globalização financeira internacional, que pesa de maneira cada vez mais determinante na evolução econômica mundial. Por meio do endividamento público, os governos, apesar de soberanos no plano propriamente político, estão, a partir de então, colocados sob a criteriosa vigilância dos investidores institucionais”.

atuação e uma reformulação das agendas de política econômica dos poderes públicos no sentido de beneficiar o capital financeiro.

Se é verdade que a dimensão alcançada pelos mercados financeiros e o poder adquirido por seus agentes na vigência do novo regime monetário e financeiro limitam e condicionam o comportamento dos poderes públicos, impõem vetos às políticas macroeconômicas e ameaçam a soberania dos Estados-nação, também parece claro que foram os próprios poderes públicos nacionais os grandes responsáveis pelo fortalecimento da esfera financeira, ao desempenharem, por meio de suas políticas (monetárias, fiscais, cambiais e financeiras), um papel de catalisadores do crescimento explosivo das finanças internacionais.¹¹⁶ Em outras palavras, há uma forte interdependência e uma influência recíproca entre o regime monetário e financeiro e o modo de organização e atuação do Estado, mas uma forma institucional nunca é mecanicamente determinada pela outra. Assim, embora venha atuando de forma a atender os interesses desses novos comandantes do processo de acumulação (expansão de dívida pública de origem financeira e manutenção de remuneração elevada para os seus financiadores, eliminação de déficits orçamentários primários e desmantelamento da seguridade social pública, preservação do valor dos ativos financeiros e neutralização das crises, socorro ao capital financeiro e socialização dos prejuízos etc.), sustentando o novo regime monetário e financeiro e cumprindo um papel-chave no processo de transferência de renda da sociedade para a esfera financeira, não se pode afirmar que o espaço ocupado pelo Estado na regulação econômica seja uma derivação ou uma consequência direta e inexorável do funcionamento dos mercados e da lógica imposta pelo capital financeiro (a "tirania dos mercados" pode *subordinar* politicamente os poderes públicos, reduzindo suas margens de manobra e impondo políticas econômicas, mas não *determinar* a forma de organização do Estado), da mesma forma que, partindo para o outro extremo, não se pode afirmar que o Estado ocupe o centro da regulação econômica.

"[...] a teoria da regulação considera que a regulação é o resultado de uma configuração coerente de diversas formas institucionais privadas, públicas e mistas que estabilizam as contradições sociais, canalizam os conflitos, enquanto os compromissos que estas formas cristalizam não são questionadas. Assim, o Estado tem *um lugar* e não *o papel* central na regulação econômica, lugar sem dúvida essencial

¹¹⁶ A liberalização levada a cabo pelos governos nacionais e a mundialização da qual se nutre o capital financeiro "andaram *pari passu*, cada avanço de uma reforçando as condições favoráveis a mais um passo da outra. Esse processo é particularmente claro no âmbito financeiro. No entanto, esse movimento conjunto ganhou, progressivamente (especialmente a partir de 1992), um caráter de processo incontrolável, com aspectos evidentes de 'fuga para a frente' dos governos, cada vez mais impotentes perante as forças que ajudaram a desencadear. [...] esse processo tem consequências, sobretudo, no tocante à acumulação e ao emprego" (Chesnais, "Introdução geral", loc. cit., pp. 17-18).

mas que deve ser apreendido a partir da lógica própria do político e das formas de sua articulação com a lógica capitalista mercantil, e não como pura e simplesmente determinada por esta.”¹¹⁷

A desintegração do fordismo representou a substituição de um sistema de finanças administradas e regulamentadas pelo Estado por um sistema de finanças diretas e desregulamentadas, no qual os Estados nacionais, mediante um processo de liberalização e desregulamentação mundialmente difundido pela nação hegemônica, abriram mão do controle sobre os movimentos de capitais e da coordenação exclusiva sobre a moeda e as finanças — isto é, abriram mão de parcela importante de sua soberania — em favor dos agentes privados que comandam os mercados financeiros em âmbito doméstico e internacional. Em última análise, o regime de acumulação monopolista coordenado diretamente pelo Estado, típico do fordismo, cedeu lugar a um regime em que o Estado fomenta a constituição de sistemas flexíveis e utiliza os instrumentos de política econômica ao seu alcance quase exclusivamente para preservar a reprodução da “ordem trinitária” do novo regime monetário e financeiro e assim favorecer a valorização do capital financeiro, abrindo mão do controle direto sobre os rumos do regime de acumulação e entregando-o aos “mercados”, isto é, aos agentes da esfera financeira que passam a comandar o processo de distribuição da riqueza (e também, progressivamente, a produção desta, por meio dos investidores institucionais, os quais se valem de uma lógica rentista e de curto prazo que tem efeitos negativos sobre o investimento produtivo) e que se servem do Estado como veículo para a apropriação da renda e como instrumento de salvaguarda de seus interesses (Estado como prestador de última instância para debelar crises financeiras e socializar prejuízos). Sob o ponto de vista das forças hegemônicas no novo binômio, o Estado, longe de ser uma instituição superada e impotente na nova ordem mundial, constitui-se numa instituição fundamental para a sustentação do *status quo* econômico do regime de acumulação sob dominância financeira — ainda que isso signifique a implementação de políticas econômicas que deterioram as finanças do Estado e engendram uma contenção no ritmo de crescimento econômico e na geração de empregos (taxas de juros reais muito superiores ao crescimento do PIB e políticas

¹¹⁷ Thérét, op. cit., pp. 20-21 (grifos no original). Segundo Boyer, “a natureza das relações entre o Estado, o capital e a acumulação serviu, quase sempre, para periodizar os diversos estágios de maturação do capitalismo. Certos teóricos de inspiração marxista chegaram mesmo a tentar derivar o Estado do capital, enquanto vários historiadores analisaram sua emergência a partir da instituição da fiscalidade e do controle democrático a ela associado. Em geral, as pesquisas em termos de regulação não se situaram ao nível das *teorias do Estado*. Sobretudo e mais modestamente, elas caracterizaram as diversas formas de Estado e seus efeitos sobre a dinâmica econômica” (Boyer, Robert. *A teoria da regulação*. São Paulo: Nobel, 1990, pp. 77-78).

fiscais regressivas e concentradoras de renda), bem como um aumento da instabilidade econômica e financeira.

“Como consequência direta da generalização das políticas neoliberais, verifica-se por toda parte a deterioração da base fiscal do Estado, provocada sobretudo pela manutenção de elevadas taxas de juros, pela liberalização dos movimentos de capital e pela flexibilização dos mercados de trabalho, praticadas na esteira do avanço da globalização financeira. O elemento de maior impacto na deterioração fiscal generalizada foi sem dúvida a persistente alta dos juros que, mesmo nos períodos de declínio das taxas (como ocorreu, tanto em termos nominais como reais, entre 1984 e 1989), se mantiveram sistematicamente maiores que o ritmo do crescimento econômico nos últimos quinze anos. [...] Por outro lado, a capacidade de arrecadar do Estado, que dependia grandemente da utilização — cada vez mais infrequente — de mecanismos formais de contratação (de negócios, do trabalho etc.) públicos e privados, aplicados nos limites do território nacional, é afetada negativamente pela mobilidade irrestrita concedida ao capital e pelo grau crescente de informalismo que passa a reger o mercado de trabalho. Além de tornarem opaca a distribuição funcional da renda, tais políticas esgarçam o ‘contrato social’ existente mesmo naqueles países em que se havia consolidado o *Welfare State*. Os governos são induzidos, independentemente do nível de carga fiscal que pratiquem, a realizar ajustes fiscais severos, compensando a perda de capacidade tributária pelo corte generalizado de gastos, e a privatizar os serviços públicos, para reduzir o desequilíbrio patrimonial do Estado.”¹¹⁸

Se a mundialização do capital e das finanças e o domínio do capital financeiro sobre o processo de acumulação no novo binômio não representaram a superação ou a minimização da importância dos Estados nacionais, é certo que acentuaram os fatores de diferenciação e de hierarquização entre os países e redesenharam as configurações e orientações do Estado-nação, realimentando um processo de desenvolvimento desigual das economias nacionais e acirrando as relações políticas de rivalidade, dominação e dependência entre Estados.¹¹⁹ Nessa estrutura mundial fortemente hierarquizada e assimétrica surgida a partir do final dos anos 1970 há uma reafirmação da centralidade, do domínio e da hegemonia geopolítica, econômica, financeira e militar dos Estados

¹¹⁸ Tavares e Melin, op. cit., pp. 74-76. Segundo Plihon (op. cit., pp. 135-136), a defasagem entre as taxas de juros e a taxa de crescimento torna as políticas econômicas atuais insustentáveis: “em média, de 1990 a 1994, nos países industrializados, as taxas de juros reais elevavam-se a 5,4%, enquanto que o crescimento havia caído a 1,9%. O fato de que um tal descompasso perdure significa que as políticas atuais são insustentáveis. Pois a análise econômica elementar mostra que uma tal configuração constitui um obstáculo à acumulação do capital e, portanto, ao crescimento. Essa condição foi colocada, primeiramente, pelas teorias do crescimento sob o nome de ‘regra de ouro’. É a idéia do crescimento ótimo — o que maximiza o consumo de longo prazo — obtido quando a taxa de juros é igual à taxa de crescimento da produção. [...] o ‘efeito tesoura’ entre a taxa de juros e o crescimento [é] a origem dos déficits públicos e da instabilidade recente”.

¹¹⁹ Segundo Chesnais, a partir das políticas de liberalização de 1979-81 o capitalismo recuperou a possibilidade de escolher livremente os países e as camadas sociais que têm interesse para ele, da mesma forma que os interesses privados recuperaram a iniciativa, em relação ao Estado, no processo de valorização do capital. Ver Chesnais, *A mundialização do capital*, loc. cit., p. 18; “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 259-260.

Unidos. A posição estelar desfrutada pela economia norte-americana no contexto internacional se fundamenta, sobretudo, na supremacia de sua moeda (o dólar é a moeda de referência internacional, o que confere aos Estados Unidos o privilégio da senhoriação monetária em âmbito mundial e a capacidade de financiar o crescimento sustentado de sua economia), em sua política monetária (base da regulação monetária internacional, uma vez que é ela quem determina a taxa de juros de referência para a economia mundial), no nível atingido pela sua dívida pública (o *"government-debt-based money supply"* é o motor da expansão das transações financeiras internacionais e a base para a regulação dos mercados financeiro e cambial; os Estados Unidos passaram de principais credores no regime fordista para principais devedores internacionais no novo binômio, financiando com recursos externos parte da expansão de seus gastos domésticos indutores do crescimento) e na dimensão e sofisticação de seus mercados financeiros. Embora a economia mundial no final do século XX esteja dividida em três áreas de influência principais, cujos pólos que lideram o processo de mundialização do capital são os Estados Unidos, a Alemanha (Comunidade Européia) e o Japão — áreas de influência que incluem de forma subordinada as "economias emergentes" e reforçam os vínculos de dominação (excludentes e marginalizantes) com as demais economias periféricas —, as vantagens desfrutadas pela economia norte-americana lhe vêm permitindo um nível assimétrico de crescimento econômico que lhe garante a hegemonia mundial dentro dessa "estrutura triádica".

O regime internacional

Discutir a natureza do regime internacional significa discutir o conjunto de regras e convenções que organiza as relações internacionais e define as potencialidades oferecidas e os constrangimentos experimentados pelos espaços econômicos nacionais em suas conexões e em sua inserção no sistema internacional. Embora as modalidades de adesão dos países ao regime internacional apresentem uma grande variedade, condicionadas pelas especificidades e vicissitudes das formas institucionais nacionais historicamente determinadas, o regime internacional no novo binômio, regido pela mundialização de uma lógica financeira rentista que submete as estratégias produtivas e comanda os destinos do processo de acumulação (a própria internacionalização produtiva tem como estratégia última a exploração das vantagens financeiras das diferenças nacionais), promoveu um reforço da hierarquia entre os países e centralizou progressivamente o comando das diferentes partes que compõem o sistema internacional, limitando severamente as opções de inserção econômica dos

Estados nacionais não pertencentes ao topo da hierarquia mundial no novo ambiente internacional. O movimento de reafirmação e recriação da hegemonia geoeconômica norte-americana desencadeado a partir de 1979 — sintetizado nas iniciativas da “diplomacia do dólar” e auxiliado pelas políticas de desregulamentação e liberalização do movimento internacional dos capitais defendidas e implementadas inicialmente pelo Reino Unido (a “contra-revolução liberal-conservadora” comandada pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido) — impôs um padrão de regulação da moeda e das finanças, forçou a abertura interna e externa dos sistemas financeiros nacionais e restringiu sensivelmente o leque de alternativas e as margens de autonomia à disposição dos demais países, em particular das nações periféricas.

“A economia internacional saiu da crise e dos impasses dos anos 1970 por uma via particular, que está associada — aparentemente de forma irreversível — ao termo ‘liberalismo’. Esta era apenas uma das vias possíveis, mas foi sobre ela que recaíram as preferências de dois dos principais países: Estados Unidos e Reino Unido. Dados o peso deles no cenário internacional e a coordenação das suas ações, esta via foi sendo gradativamente tornada uma obrigação para todos os demais países. É que, dada a importância destes dois países, as suas escolhas estreitaram o espaço disponível para os demais, cujas políticas foram sendo aprisionadas dentro dos limites definidos pelos novos parâmetros. O caráter cumulativo deste processo foi assim criando irreversibilidades e atraindo ‘adeptos’. Estes limites são mais ou menos estreitos segundo os países e sobretudo segundo a sua capacidade de fazer face às restrições que decorrem do novo ambiente internacional. Os países que contam com mais meios para se adaptar aos novos parâmetros são aqueles que possuem um tecido econômico e industrial mais coeso e mais coerente e uma capacidade financeira própria, fatores a partir dos quais são capazes de enfrentar as instabilidades características da economia internacional deste período, com suas conseqüências sobre os fluxos de comércio e de investimento, sobre as taxas de câmbio e as taxas de juros. Ainda assim, em face das escolhas dos principais países, os demais tiveram de renunciar — em graus variados — aos seus projetos e às dimensões autônomas de suas arquiteturas nacionais, aderindo gradativamente à dimensão internacional comum, marcada pela competitividade. Foi assim que uma escolha restrita tornou-se a única possível, e todos os países que o ignoraram, mesmo entre os mais importantes, tiveram de pagar um preço muito elevado. A partir daí a competitividade tornou-se uma dimensão incontornável e sem alternativa. O único caminho — para todos os países, exceto aquele que conta com o privilégio monetário — é adaptar-se. Para aqueles que contam ainda com certo raio de manobra, a busca da competitividade é compatível com outros objetivos nacionais, mas para a maioria é essa busca que condiciona todas as demais dimensões da política. [...] A idéia de globalização e de mundialização como processos incontornáveis não se deve a uma evolução gradual dentro de uma trajetória dada, mas a um deslocamento em direção a uma outra trajetória. Substitui-se uma internacionalização que oferecia oportunidades e espaços de adaptação por uma adesão forçada ao conjunto dos parâmetros que marcam o período atual. Restabelecem-se, assim, hierarquias de teor e severidade desconhecidos.”¹²⁰

¹²⁰ Furtado op. cit., pp. 103-104.

A cúpula dessa nova estrutura hierárquica “de teor e severidade desconhecidos” é ocupada, conforme já enfatizado aqui em inúmeras oportunidades, pela aliança de interesses entre os principais agentes do capital financeiro (os “mercados”) e a nação hegemônica. Essa aliança só pôde ser estabelecida e consolidada graças, sobretudo, à posição privilegiada desfrutada pelo dólar como referencial financeiro básico da economia mundial (uma referência que se tornou obrigatória com a expansão da dívida pública norte-americana) e moeda-chave no regime cambial desregulamentado e flutuante que sucedeu ao regime de paridades fixas de Bretton Woods.¹²¹ No padrão dólar auto-referenciado, a moeda norte-americana — uma moeda financeira de origem pública, comandada pela política monetária e cambial do FED — passou a desempenhar duas funções decisivas para a expansão do capital financeiro e a consolidação da supremacia do Estados Unidos no novo binômio: as funções de segurança e de arbitragem. Com tais atributos, o dólar converteu-se em ativo internacional preferencial utilizado nas carteiras de quase todas as instituições financeiras:

“[...] o dólar tornou-se o denominador comum da financeirização crescente, em particular dos mercados globalizados. Nesses mercados, a denominação em dólar nas operações plurimonetárias cumpre três funções primordiais para o capital internacional: provê liquidez instantânea em qualquer mercado; garante segurança nas operações de risco; e serve de unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura. [...] as transações comerciais das grandes empresas transnacionais e os preços praticados mundialmente estão denominados em dólar, qualquer que seja a paridade cambial vigente nos mercados nacionais. Isto significa que o dólar não é mais um padrão de valor no sentido tradicional dos regimes monetários internacionais anteriores (padrão ouro-libra e padrão ouro-dólar), mas cumpre, sobretudo, o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas, vale dizer, onde não há padrão monetário rígido. Como é óbvio neste sistema monetário ‘financeirizado’, as funções centrais do dólar são a função de segurança e a de arbitragem”.¹²²

¹²¹ “A condição de preeminência absoluta do dólar como única moeda de referência verdadeiramente global não esteve na última década e meia sujeita a qualquer ameaça significativa. À parte os obstáculos de natureza política e social para sua adoção como moeda única do bloco europeu, pairam ainda sobre o euro sérias dúvidas quanto a sua capacidade para fazer frente ao dólar e deslocá-lo dos mercados europeus como moeda financeira de referência para a arbitragem bancária [...]. Por seu lado, o icene não pode impor-se sobre o dólar como moeda de referência nem sequer na Ásia. Do ponto de vista comercial, os ‘Tigres’ exportam mais para os Estados Unidos do que importam do Japão e têm-se aproveitado da valorização do icene em relação ao dólar para ajustar as suas políticas cambiais. Já a ‘globalização financeira’ processou-se e mantém-se sob o signo da hegemonia do dólar” (Tavares e Melin, op. cit., pp. 68-69).

¹²² *Ibidem*, pp. 63-65. Brunhoff enfatiza a ambigüidade do papel financeiro desempenhado pelo dólar: “periodicamente, faz-se [um] ‘compromisso hierárquico’ entre a necessidade de uma unidade contábil internacional e a manutenção da especificidade das moedas nacionais. Em geral, uma divisa, a moeda que é o veículo privilegiado nas transações, serve de unidade contábil de referência. E as modalidades de câmbio dessa divisa com as moedas dos países capitalistas mais poderosos caracteriza o regime

O protagonismo do dólar no novo regime internacional está na raiz do crescimento assimétrico da economia mundial no capitalismo do final do século XX, beneficiando quase que exclusivamente os Estados Unidos, centro de comando do capital financeiro e única área a concentrar taxas comparativamente expressivas e quase ininterruptas de crescimento econômico na vigência do regime de acumulação sob dominância financeira (particularmente ao longo dos anos 1990) — um crescimento fundado na vanguarda norte-americana em setores dinâmicos de alta tecnologia, como informática, eletrônica, telecomunicações e mídia. Por serem emissores e gestores da moeda-reserva internacional, os Estados Unidos dispõem de um maior raio de manobra para executar políticas fiscais e monetárias expansionistas destinadas a promover o crescimento.¹²³ Sem tal prerrogativa, os demais países da OCDE, em especial os outros dois grandes pólos do capitalismo mundial — Alemanha e Japão —, não conseguiram superar taxas equivalentes à metade do crescimento alcançando no período fordista, nem mesmo quando foram capazes de realizar profundas reestruturações industriais e obter importantes ganhos de competitividade internacional. Os choques de juros, o enquadramento do câmbio, a reversão da liquidez internacional e as políticas desinflacionistas impostas pela diplomacia do dólar e pela estruturação do novo regime monetário e financeiro, aliados à financeirização da economia mundial comandada pelos Estados Unidos e à incorporação da instabilidade à lógica operacional do novo regime, explicam, em boa medida, a desaceleração e o fraco desempenho econômico relativo das principais economias industrializadas no novo binômio e a assimetria do crescimento mundial, favorável à economia norte-americana — epicentro e principal beneficiário do novo regime de acumulação. A senhoriagem monetária, em particular, permite aos Estados Unidos não apenas financiar seus gastos domésticos em consumo e investimento e seu crescimento, mediante um vultoso endividamento, como também exportar as pressões inflacionárias, o desemprego e os custos sociais para o resto do mundo, mantendo crescimento econômico e nível de emprego elevados¹²⁴ e taxas irrisórias de inflação, sem redução de benefícios sociais.¹²⁵

cambial em vigor. No entanto, o compromisso hierárquico tem um caráter ambíguo, pois a divisa crucial, no topo da pirâmide, é também um ativo financeiro, em concorrência com outras divisas” (Brunhoff, Suzanne. “A instabilidade financeira internacional”. In: Chesnais (org.), op. cit., p. 46). A maior ou menor instabilidade monetária internacional decorre das tensões entre esses dois aspectos (divisa crucial e ativo financeiro).

¹²³ Cf. Belluzzo, Luiz G. M. “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados ‘organizados’”. *Economia e Sociedade*. Campinas: IE-Unicamp, nº 4, 1995, p. 19.

¹²⁴ “Na medida em que as transferências internacionais de capital foram redirecionadas para a sua economia — com os excedentes japoneses e europeus financiando diretamente os seus gastos domésticos — e favorecidos por juros diferenciados (ainda que historicamente indutores do crescimento — e favorecidos por juros diferenciados (ainda que historicamente

modelo no qual os horizontes de valorização de curto prazo, ditados pelos imperativos do capital financeiro, definem o tipo de investimento próprio do regime de acumulação sob dominância financeira¹²⁷ —, o qual vem sucessivamente ganhando terreno em face de um modelo mais produtivista (o modelo “renano” ou “prussiano”, ou ainda o “capitalismo organizado”) e moldando o comportamento do resto do mundo capitalista.¹²⁸ A experiência japonesa nas últimas duas décadas do século XX é o exemplo mais emblemático da desarticulação de um modelo de gestão da riqueza fundado num “capitalismo organizado” e produtivista (modelo que havia assumido lugar paradigmático nos anos 1970 e 1980, levando muitos autores a acreditar numa “troca de guarda” na economia mundial e a prever uma hegemonia japonesa) e da consolidação de uma lógica especulativa a partir da inserção do país no processo de mundialização financeira.

“O Japão [...] praticou, nas três décadas posteriores à Segunda Guerra, uma forma típica de ‘capitalismo organizado’, em que o sistema financeiro ocupou papel estratégico na sustentação de taxas elevadas de acumulação de capital produtivo combinadas com estabilidade monetária e quase nenhum espaço para operações monetário-financeiras de tipo especulativo. Nesse sentido foi, no período, o paradigma de como uma certa relação Estado-mercado é capaz de efetuar uma gestão da riqueza de tipo estritamente produtivista, embora limitada do ponto de vista distributivo da renda. Contudo, o amadurecimento da base industrial, o acúmulo de superávits comerciais grandiosos, a inexorável internacionalização de seus bancos e empresas e a posição de credor mundial por excelência acabaram nos últimos anos lançando a economia japonesa numa senda de instabilidade e de especulação financeira inimaginável para a maioria dos analistas. [...] Impõe-se logo, coerente com essa transição, a liberação dos controles sobre os movimentos internacionais de capitais, o que permite às empresas financeiras e não-financeiras passarem de mercados globais (*global traders*) a jogadores globais (*global players*), isto é, ingressarem no circuito dos ganhos financeiros internacionais com moedas, ações e títulos. [...] No caso do

¹²⁷ Cf. Chesnais, “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., p. 261. Segundo Braga (“Produtivismo e especulação na gestão da riqueza...”, loc. cit., p. 167), o modelo norteamericano é paradigma da modalidade específica de gestão da riqueza no capitalismo contemporâneo. “No centro desse paradigma está uma gestão de portfólios em que impera a busca, no menor prazo, da maior rentabilidade possível dos ativos (*high-expected-return*), o que contrasta com as necessidades de financiamento das empresas produtivas: taxa de juro inferior à taxa de retorno esperada dos investimentos”.

¹²⁸ Segundo Boyer (“Os modos de regulação na época do capitalismo globalizado...”, loc. cit., p. 204), “durante os ‘trinta gloriosos’, prosperaram os capitalisms que privilegiavam uma sinergia entre o imperativo da *justiça social* e o estímulo da *eficácia dinâmica*. No final dos anos 90, a retomada da hegemonia americana e sua aptidão para impor a agenda das reformas da economia internacional, como sua concepção das ‘boas políticas econômicas’, vêm ressaltar que a competição pelos espaços não é apenas uma questão de eficácia econômica, mas também de poder político. Efetivamente, as obrigações veiculadas pelo novo regime em emergência concedem, então, a primazia ao modo de regulação de mercado, que melhor responde ao imperativo de *flexibilidade a curto prazo* e de reconstrução econômica e social. Aí está por que os diversos capitalisms parecem ‘seduzidos’ pelos encantos e as miragens das variantes mais mercadológicas que os Estados Unidos e o Reino Unido representam”.

Japão, ocorreu a mais significativa e rápida transição perversa de uma política monetária como suporte ao crédito produtivo para uma política monetária estimuladora da liquidez especulativa. Essa transição, que já vinha desde meados dos anos 70, quando o endividamento do Estado originou um mercado de títulos, acelerou-se nos anos 80, por razões internas e externas. No plano doméstico, a robusta capacidade financeira dos *keiretsu* [os complexos de corporações industriais] levou inexoravelmente à busca dos ganhos financeiros como objetivo estratégico. As instituições financeiras passaram também a práticas especulativas antes impossíveis, dado o marco regulatório. Agora, os mercados de títulos públicos e privados ganharam, como na maior parte do mundo, dinâmica própria: assim, imóveis, ações e moedas tornaram-se objetos de especulação. [...] No plano internacional, impõe-se, desde logo, a relação estrutural que une e põe em conflito americanos e japoneses, dada sua interdependência monetária, creditícia e patrimonial, à qual se soma a capacidade de pressão americana para que a economia japonesa se globalize tanto quanto a dos Estados Unidos. [...] No final da década dos 80, o 'capitalismo organizado' japonês estava pronto para experimentar uma instabilidade típica dos capitalismos em que os mercados monetário e de capitais deixam a valorização fictícia da riqueza correr solta; nesses momentos, aliás, o crédito transforma-se em mero fomentador do ímpeto especulativo."¹²⁹

Se há poucas dúvidas quanto à mudança qualitativa da gestão da riqueza no Japão, com a adesão progressiva da potência asiática a um modelo mais próximo ao regime de acumulação sob dominância financeira difundido pelos Estados Unidos, o mesmo parece não ser tão claro quando se analisa o caso da Alemanha. Alguns autores, como Braga, entendem que o modelo seguido pela economia alemã ainda é uma exceção dentro do processo de mundialização financeira, preservando um padrão de finanças industrializantes que se opõe ao regime de acumulação hegemônico de origem anglo-saxã. A Alemanha seria o país da tríade que menos teria sofrido os efeitos perversos da gestão monetária contemporânea, onde o "velho regime monetário" ainda sobreviveria e a liquidez propensa à capitalização fictícia seria menos fugidia. O sistema alemão seria "o solitário paradigma de finanças industrializantes no capitalismo atual", a contratendência do binômio hoje hegemônico mundialmente:

"No cenário internacional, o sistema financeiro da Alemanha se apresenta como um vetusto exemplar que ainda articula empresas industriais, bancos e autoridades monetárias em prol da estabilidade e do crescimento. [...] o sistema alemão é o único que mantém o padrão de finanças industrializantes, tal como organizado desde o pós-guerra, a despeito de, evidentemente, estar participando do processo de globalização financeira, como não poderia deixar de ser. O ponto diferencial é que a Alemanha vem demonstrando, até o presente, como fazer uma inserção internacional ordenada e consistente com sua 'economia social de mercado', em que a coordenação política das instâncias públicas e destas com os agentes econômicos é relevante na definição da política econômica. Por isso, internacionalizou-se, liberou movimentos externos de capitais, introduziu inovações financeiras — securitização, derivativos e outros —,

¹²⁹ Braga (idem), pp. 156-159 e 168.

porém tem mantido uma capacidade pública de regulação própria. Nesse sentido, a desregulamentação foi acompanhada da montagem simultânea de mecanismos novos de regulação, ou aperfeiçoamento dos existentes, a fim de assegurar uma considerável estabilidade econômica. [...] A ênfase no curto prazo é desestimulada pela regulação que incide direta ou indiretamente sobre os fundos do mercado monetário [...], o banco central — o *Bundesbank* — [é] um redutor das operações especulativas e ancorador dos preços financeiros e do crédito, para que sejam compatíveis com a ampliação e modernização do aparato produtivo. [...] Com razão, Nassuno postula: 'ainda que se possa afirmar que as mudanças no sistema financeiro alemão apontam para uma adequação aos movimentos internacionais, os eventos ocorridos a partir da década dos 80 mostram que esse sistema tem uma capacidade específica de regular sua inserção na dinâmica internacional'¹³⁰.

Contudo, dados os novos problemas que se apresentam para a manutenção do modelo alemão no contexto das transformações ensejadas pela União Européia — particularmente a unificação monetária e as mudanças de estratégia nas relações entre bancos e indústrias —, a tendência mais provável parece ser o aprofundamento do paradigma anglo-saxão de gestão da riqueza orientada pelo mercado e com níveis mínimos de regulamentação, disseminando-se pelo capitalismo mundial e submetendo progressivamente sistemas alternativos como o alemão. O próprio Braga já mostra um certo ceticismo em texto mais recente:

"[...] vem-se impondo na Alemanha uma elite cosmopolita, liberalizante e desregulamentacionista, que pretende aniquilar o suposto anacronismo de seus 'mercados', principalmente o mercado de trabalho. É sabido que esses *yuppies* teutônicos, juntamente com seus homólogos europeus e sob a égide americana, encaram a União Européia animados pelo projeto exclusivo da globalização dos negócios [...] O capitalismo globalizado tem revelado ser um capitalismo para poucos, na medida em que tem concentrado riqueza e renda, agravando as disparidades entre as nações, eliminando drasticamente um sem-número de candidatos ao desenvolvimento e à superação do atraso. Os progressos que o capitalismo organizado alemão ainda representa diante de tais descabros continuam a ser uma referência para as disputas sociopolíticas e econômicas que se travam atualmente no palco da União Européia. [...] Em contrapartida, crescem como nunca, na Alemanha e na Europa continental, as forças que vão desmanchando suas organizações historicamente

¹³⁰ Ibidem, pp. 159-162. A citação a Marianno Nassuno refere-se a *As transformações recentes na estrutura do sistema financeiro alemão e as implicações sobre a política monetária*. São Paulo: Iesp/Fundap, 1996, p. 396. Também no caso da gestão financeira das corporações, Braga aponta a Alemanha como exceção. Embora as finanças e a liquidez tenham se tornado estratégicas também no caso das corporações alemãs (anos 1980 e início dos anos 1990), não há, segundo o autor, uma exacerbação análoga aos casos norte-americano e japonês. Na mesma linha de raciocínio, Aldrighi entende que, embora as empresas alemãs tenham passado também por profundas transformações, não é possível dizer que haja uma convergência do sistema de *corporate governance* na Alemanha que a aproxime do modelo anglo-saxão (Aldrighi, Dante M. "Corporate governance in Germany: an assessment of the convergence hypothesis". *Estudos Econômicos*. São Paulo: IPE-USP, vol. 30, n° 1, 2000).

bem-sucedidas, reforçando assim as instabilidades características do capitalismo atual, que, a essa altura, já afetam tanto países periféricos quanto países centrais”.¹³¹

A mundialização financeira, entretanto, não exerce impacto apenas sobre as economias avançadas. São as economias periféricas, particularmente da América Latina, do Leste Europeu e da África (a exceção são os países asiáticos), as mais negativamente afetadas pelo movimento de financeirização da economia mundial e pela insuficiência de investimento que dele resulta. O processo de redução parcial das distâncias que separam os países periféricos dos países industrializados permitido pela expansão econômica do período fordista — um processo em que a periferia capitalista construía seus tecidos econômicos com base em mecanismos centrífugos de expansão do sistema¹³² — foi completamente interrompido com a estruturação do novo regime de acumulação. As distâncias econômicas, a partir de então, passaram a crescer consideravelmente e a integração dos espaços periféricos com o centro dinâmico do capitalismo passou a dar-se de forma pouco sustentável, em conformidade apenas com os interesses mais imediatos das corporações oligopólicas mundializadas e das novas estruturas financeiras dominantes (os investidores institucionais).¹³³

“[...] o processo da globalização abarca, como indica o nome, tanto os países centrais quanto os periféricos, [mas] a inserção de uns e de outros se dá de forma bastante diversa. Do ponto de vista dos mercados, o regime de acumulação vigente implica que todas as decisões relevantes que se referem à produção ‘globalizada’ sejam tomadas por um conjunto restrito de empresas e bancos dos países centrais cuja estratégia é efetivamente global, enquanto os países periféricos aparecem, em princípio, apenas como receptores de padrões de consumo globais difundidos a partir do centro e, a depender de condições macroeconômicas conjunturais, como plataformas de expansão concorrencial ou circuitos auxiliares de valorização patrimonial e financeira — sobretudo via privatizações e pela elevação das taxas de juros internas — em cujo caso são classificados como ‘economias emergentes’”.¹³⁴

São, portanto, os países da periferia capitalista — pertençam eles às zonas “emergentes” (esses novos espaços de expansão para os mercados financeiros internacionais¹³⁵) ou às extensas áreas que não possuem mercados financeiros

¹³¹ Braga, José Carlos de S. “Alemanha: império, barbárie e capitalismo avançado”. In: Fiori, José Luis (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999, pp. 218-219.

¹³² Cf. Furtado, op. cit., pp. 102-103.

¹³³ “A exceção, digna de nota, fica por conta dos países periféricos da Ásia, que se aproveitam dos dois movimentos de disputa e expansão simultânea das empresas transnacionais japonesas e americanas e da conseqüente flutuação alternada dos padrões monetários e financeiros entre o dólar e o iene. Esta simultaneidade facilita tanto a implementação de políticas comerciais favoráveis, como o ingresso de investimento estrangeiro direto nos países da região num montante inferior apenas àquele direcionado aos Estados Unidos” (Tavares e Melin, op. cit., p. 78).

¹³⁴ *Ibidem*, p. 77.

¹³⁵ Ver discussão sobre a integração dos mercados “emergentes” ao processo de internacionalização financeira no Capítulo 4.

“emergentes” a serem integrados e que se encontram completamente excluídas do bem-estar econômico — os que apresentam economias mais vulneráveis à nova hierarquização do poder político e econômico internacional. Além de possuírem um número infinitamente menor de mecanismos de proteção contra os efeitos negativos da mundialização do capital e da instabilidade financeira do que os países avançados, esses países, freqüentemente endividados, encontram-se subordinados aos ditames do chamado “Consenso de Washington”¹³⁶ e, via de regra, submetidos aos programas, à supervisão e ao controle dos organismos multilaterais internacionais (FMI, Banco Mundial, OMC) — pilares institucionais do novo binômio encarregados de zelar pelos interesses do capital financeiro e das principais potências e que passam praticamente a governar os Estados nacionais da periferia capitalista, sobretudo os mais endividados.

A inserção subordinada das nações periféricas ao processo de mundialização financeira é particularmente exemplar no caso da América Latina. A maior parte dos países dessa região passou por dois períodos distintos de financeirização: no primeiro, durante os anos 1980, a financeirização esteve diretamente relacionada com o intenso processo inflacionário que acompanhou e sucedeu a crise da dívida externa (as variantes criadas para o pagamento da dívida ocasionaram uma maior financeirização nos países devedores, com ampliação do espaço para as operações do capital financeiro); no segundo, já nos anos 1990, a financeirização passou a ser o produto de uma estratégia de saída da crise, centrada numa intensa liberalização do conjunto dos mercados (incorporação dos “emergentes” ao regime de finanças de mercado internacionalizadas) e numa política de valorização da taxa de câmbio¹³⁷, com produção de fortes déficits nos balanços de pagamentos, financiados com fluxos de capitais externos (geralmente investimentos em privatização ou capitais voláteis de curto prazo).

“[...] a América Latina, ao retomar sua capacidade de endividamento externo a partir do início dos anos 90, o faz sob a égide de movimentos de capitais financeiros

¹³⁶ “Em 1989, um economista norte-americano [John Williamson] chamou de ‘Consenso de Washington’ ao programa de políticas fiscais e monetárias associadas a um conjunto de reformas institucionais destinadas a desregular e abrir as velhas economias desenvolvimentistas, privatizando seus setores públicos e enganchando seus programas de estabilização na oferta abundante de capitais disponibilizados pela globalização financeira. Chegava desta maneira à periferia capitalista endividada, e em particular à América Latina, uma versão adaptada das idéias liberal-conservadoras que já se difundiam pelo mundo desde o início da ‘grande restauração’. Chegaram primeiro na forma de ‘condicionalidades’ indispensáveis à renegociação das suas dívidas externas e do seu retorno ao sistema financeiro internacional. Mas, logo à frente, estas renegociações foram secundadas por uma verdadeira revolução intelectual responsável por mudanças políticas e ideológicas internas, extremamente rápidas e radicais” (Fiori, José Luis. “Globalização, hegemonia e império”. In: Tavares, e Fiori (orgs.), op. cit., pp. 121-122).

¹³⁷ Cf. Salama, op. cit., p. 226.

voláteis, atraídos pelo elevado diferencial de seus juros internos relativamente às taxas internacionais. Sem dispor do raio de manobra dos NICs orientais em função de sua inserção absoluta na esfera de influência dos Estados Unidos — com quem, ademais, não mantém (com a possível exceção do Chile) as complementaridades e sinergias que caracterizam o espaço econômico asiático —, a América Latina torna-se um exemplo nítido dos malefícios de uma inserção subordinada no processo de globalização, sofrendo perdas de competitividade, reversão de seu processo de industrialização, exacerbação das mazelas sociais e crescente dependência dos fluxos de capital externo para evitar a *débâcle* cambial.¹³⁸

* * *

Esta breve análise da dinâmica histórica e dos componentes principais do novo regime internacional permite vislumbrar a influência do regime monetário e financeiro construído nos anos 1980 no fortalecimento dessa nova estrutura hierárquica mundial sedimentada pelo regime de acumulação sob dominância financeira. A progressiva diluição das fronteiras entre instrumentos, prazos e instituições provocada pelo processo de mundialização financeira revela a ausência de controle e regulamentação que caracteriza as finanças e os fluxos financeiros internacionais e condiciona e limita as opções de inserção das economias nacionais no novo regime internacional. Dados os episódios de instabilidade, a vulnerabilidade sistêmica e os desequilíbrios macroeconômicos decorrentes, algumas propostas vêm sendo feitas no sentido de ordenar as finanças mundializadas, reenquadrar o sistema financeiro internacional, disciplinar os poderes privados e impor freios à livre expansão do capital fictício (regulamentação) — reforma monetária mundial, definição de um novo padrão monetário global, regulamentação das instituições financeiras, criação de instâncias de supervisão e controle e de mecanismos institucionais para a cooperação internacional etc. —, redefinindo o padrão de regulação monetário-financeiro vigente a fim de evitar o risco do desencadeamento de uma crise financeira de amplas proporções e permitir condições mais adequadas para a retomada de um ritmo mais intenso de crescimento econômico para a economia mundial.

¹³⁸ Tavares e Melin, op. cit., p. 78.

5.4 As propostas e limites para redefinir o marco regulatório da moeda e das finanças

As propostas para solucionar ou minimizar os problemas suscitados pela regulação da moeda e das finanças no novo binômio (sobretudo a instabilidade e o risco sistêmico e a inibição do crescimento econômico) variam muito em teor e abrangência, abarcando desde medidas tópicas e restritas (geralmente pontuais e, muitas vezes, apenas paliativas) para “domesticar” a esfera financeira — por exemplo, medidas para ampliar a supervisão do sistema financeiro — até estratégias de redefinição completa dos padrões monetários e financeiros vigentes (criação de um novo regime, redesenhando de forma integrada as políticas e os instrumentos monetários, cambiais, fiscais e financeiros e definindo regulamentações e mecanismos internacionais de controle sobre mercados, instituições e operações monetárias e financeiras).¹³⁹

No âmbito monetário, as principais mudanças propostas abrangem a redução das taxas de juros mundiais, a recuperação do poder de gestão monetária dos bancos centrais, a taxação das operações financeiras especulativas e a imposição de restrições a elas, a estabilização das principais taxas de câmbio da economia mundial, a criação de uma moeda de crédito supranacional e a implantação de um sistema de pagamentos mundial organizado e administrado por uma autoridade monetária internacional.

A proposta de redução dos juros mundiais visa limitar os ganhos da esfera financeira, reduzir os déficits públicos e reativar o investimento produtivo, eliminando a elevada defasagem entre juros e crescimento que caracteriza a economia mundial desde o fim do fordismo. A implementação dessa medida de distensão dos juros exigiria negociação e cooperação internacional no sentido de uma flexibilização coordenada e simultânea das políticas monetárias restritivas praticadas pelas principais economias mundiais, tendo em vista a interdependência atual dos sistemas financeiros nacionais. Na medida em que a manutenção de taxas de juros reais positivas constitui um dos pilares de sustentação do regime monetário e financeiro vigente, defendido

¹³⁹ Não são levadas em conta nesta análise as propostas ortodoxas para enfrentar os percalços da internacionalização financeira (volatilidade, especulação, contágio entre mercados, tendências desestabilizadoras etc.), as quais se limitam a prescrever doses aumentadas dos mesmos postulados ortodoxos em voga, isto é, aprofundar medidas que garantam o *status quo* monetário e financeiro vigente: disciplina monetária, liberalização, desregulamentação, abertura externa, combate à “repressão financeira” nos países periféricos etc. Em outras palavras, “mais do mesmo”, para acabar, segundo a ortodoxia, com as perturbações alheias aos mercados e eliminar as diferenças que persistem entre os países e os mercados, tornando desnecessários esses “mecanismos de ajuste” realizados frequentemente pelos mercados para “castigar as inadequações”. Ver Palacios, op. cit., pp. 203-204.

como objetivo prioritário pelos principais poderes financeiros e políticos mundiais e pelo *mainstream* econômico, essa proposta dificilmente é encarada com seriedade, permanecendo adstrita ao terreno do voluntarismo crítico e da “falta de realismo”.¹⁴⁰ Se implementada de forma imediata no contexto de hipertrofia financeira hoje vivido pelo sistema capitalista, significaria simplesmente a desagregação do atual regime de acumulação. Dado o descolamento entre, por um lado, o estoque de riqueza e a geração de renda pela esfera produtiva e, por outro, a extraordinária massa de ativos que vem crescendo em escala exponencial na esfera financeira ao longo das últimas duas décadas do século XX, uma redução expressiva das taxas de juros de curto prazo, que afetasse as expectativas das taxas de juros de longo prazo, faria que a imensa liquidez criada na esfera financeira tendesse a se “derramar” para a demanda de bens e serviços, conduzindo a uma queima brutal desse capital fictício — via deflação do valor dos ativos financeiros (crise financeira) ou mediante um processo hiperinflacionário, caso o Estado monetizasse esse capital fictício —, com graves repercussões sobre a esfera produtiva e o emprego. Em outras palavras, embora trate-se de uma forma de questionar os princípios que inspiram o binômio vigente, não há como defender uma queda dos juros dentro da lógica do atual regime sem que previamente se promova uma reforma institucional de grande envergadura.

Dotar os bancos centrais de mecanismos eficazes de gestão e controle sobre a oferta de moeda e as condições de crédito, isto é, dotá-los de instrumentos que lhes permitam controlar melhor a liquidez (sem recorrer predominantemente à emissão de títulos públicos) e desenvolver políticas monetárias ativas, num sentido amplo¹⁴¹, é a

¹⁴⁰ A dificuldade de se implementar medidas que afetem de alguma forma a “ordem trinitária” do regime monetário e financeiro vigente é de tal ordem que, até mesmo quando as autoridades monetárias atuam no sentido de defender os interesses do capital financeiro, há riscos de abalos nos mercados. Um exemplo claro é o episódio de turbulência enfrentado pelo mercado de títulos norte-americanos em 1994, comentado por Chesnais (“Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”, loc. cit., pp. 269-270): “o suposto *crash* — [...] uma simples turbulência — teve como aspecto singular o fato de ter resultado de uma decisão tomada pelas autoridades monetárias a favor dos credores, isto é, uma alta da taxa de juros, que não é senão uma melhoria das condições de remuneração dos empréstimos. Ela traduz a dificuldade de se tomar a menor medida política sem desencadear reações imprevisíveis dos mercados. Podemos, nesse caso, ver [...] um bom exemplo do modo ‘quase-paranóico’ que os mercados, isto é, os grandes operadores e, principalmente, os gestores dos grandes fundos de pensão, têm de qualquer mudança, a menos que a iniciativa tenha partido deles mesmos, como nas crises de câmbio da categoria ‘auto-realizadora’. O *crash* teve por palco não o mercado primário, em que os títulos são postos à venda pelo Tesouro, mas os mercados secundários, onde os bônus do Tesouro e outros títulos semelhantes vivem, tal como as ações, uma ‘segunda vida’ e são objeto de múltiplas transações, variadas e permanentes. O *crash* ocorreu porque a alta modificava um conjunto de posições nos mercados de *opções* e de *futuros*, [...] infligindo perdas aos operadores [...] (perdas puramente financeiras). Tais abalos são evidentemente característicos de um sistema financeiro que funciona, em parte, em circuito fechado, engendrando ‘lucros financeiros’, cuja origem e utilidade sociais são muito difíceis de explicar ao comum dos mortais”.

¹⁴¹ Ferreira, Freitas e Schwartz (op. cit., p. 35) recomendam “uma revisão da noção comum de política

principal proposta no sentido de restabelecer um melhor equilíbrio entre os seus aspectos de bem público e de mercadoria privada da moeda — equilíbrio perdido no regime de finanças de mercado, no qual a dívida pública, administrada por autoridades monetárias que se transformaram em reféns dos “mercados”, incumbe-se de monetizar continuamente as moedas privadas criadas em profusão pelos agentes que operam na esfera financeira. O fortalecimento de uma administração estatal da moeda seria a contrapartida para neutralizar o caráter crescentemente privado adquirido pela moeda no novo binômio (fator gerador de profunda instabilidade)¹⁴², contribuindo assim para permitir um redirecionamento do capital financeiro no sentido de sustentar um desenvolvimento estável do capital produtivo (substituição das finanças “viciadas” pelas finanças “virtuosas”). Para ser efetivo, contudo, o controle exercido pelas autoridades monetárias necessita ultrapassar as fronteiras nacionais e os sistemas computadorizados de transferências de fundos; caso contrário, as políticas monetárias e as intervenções de empréstimo em última instância serão sensivelmente enfraquecidas.¹⁴³ Desta forma, no bojo das medidas para reduzir a especulação, estabilizar as previsões e esterilizar os movimentos internacionais de divisas há inúmeras propostas que visam intensificar as intervenções conjuntas dos principais bancos centrais — hoje apenas esporádicas e limitadas — e incentivar a manutenção de uma coordenação permanente dessas instituições para não apenas administrar, mas também prevenir a ocorrência de episódios de instabilidade ou de crises.

Outra proposta apresentada por diversos autores é a da necessidade de estabilizar as taxas de câmbio essenciais à economia mundial mediante a coordenação internacional de políticas econômicas e a celebração de acordos monetários internacionais sobre os preços das moedas (regulação multilateral de euromoedas), as transferências de capitais e a compensação dos pagamentos entre países.¹⁴⁴ Contudo, por mais que se busque uma regulamentação multilateral de moedas e se estabeleçam

monetária como controle de agregados monetários, promovida na esteira do monetarismo a partir dos anos 70, não apenas pela insuficiência histórica dessa idéia, mas também pela não-consideração do papel criativo das instituições financeiras na dinâmica monetária”.

¹⁴² Guttman (op. cit., pp. 95-96) salienta que a moeda “é uma instituição social cuja gestão não pode ser relegada exclusivamente a agentes privados e a seus objetivos de lucro. Seus aspectos de bem público — criação adequadamente instituída, circulação tranqüila, valor estável — exigem uma boa dose de administração estatal”.

¹⁴³ Cf. *ibidem*, p. 95. Segundo Plihon (op. cit., p. 135), as políticas monetárias nacionais perderam “sua eficácia no contexto atual de perfeita mobilidade internacional do capital. Somente as autoridades monetárias dos países emissores de moeda de reserva (Estados Unidos, Alemanha, Japão) podem pretender ter um certo domínio sobre sua taxa de juros nacional. Essa variável escapa ao controle de todos os outros países”.

¹⁴⁴ Cf. Guttman, op. cit., p. 87. Segundo este autor, não há uma coordenação internacional satisfatória das políticas econômicas dos países do G-7, mas apenas “uma coordenação ocasional de intervenções nas taxas de câmbio ou nas taxas de juros, para apaziguar mercados turbulentos” (p. 89).

medidas pactuadas entre as principais potências industrializadas que procurem estabilizar as taxas de câmbio (pactos sempre limitados e muito difíceis de se materializar, tendo em vista o questionamento quanto à validade de medidas de estabilização das operações cambiais¹⁴⁵ e a histórica relutância dos países do G-7 em submeter voluntariamente suas políticas nacionais a uma supervisão internacional¹⁴⁶), há um problema que está na origem das contradições do sistema financeiro internacional: as moedas nacionais são uma forma inadequada de moeda internacional. A criação de uma moeda de crédito supranacional — isto é, uma nova forma de moeda mundial — emitida e administrada por uma autoridade monetária internacional, também encarregada da implantação, organização e gestão de um sistema de pagamentos mundial, é a proposta mais abrangente apresentada para superar os limites intrínsecos da utilização de moedas nacionais como internacionais e para redefinir e reformar radicalmente o perfil institucional do sistema financeiro internacional. Guttmann argumenta:

“Se fosse realmente possível estabilizar as taxas de câmbio-chave, no interior de zonas de flutuação, através de um mecanismo de coordenação das políticas econômicas, seria possível conter uma boa parte do incentivo para a acumulação de capital fictício, devido à volatilidade dos preços. A especulação perde muito de seu vigor quando os preços — neste caso, as taxas de câmbio e as taxas de juros — são razoavelmente estáveis. Todavia, mesmo um projeto tão ambicioso como o de submeter adversários à administração conjunta de suas taxas de câmbio, através da coordenação e da cooperação institucionalizadas, pode não ser suficiente, dado que as moedas nacionais são, em última análise, uma forma inadequada de moeda mundial. Elas não podem servir eficazmente como medida de valor nas transações internacionais, já que seu valor só pode ser definido em relação a elas mesmas (o problema do ‘numerário’). Como suas taxas de câmbio variam no tempo, tampouco podem funcionar como uma reserva de valor confiável. E, o que é mais problemático, uma moeda-chave é falha

¹⁴⁵ Segundo Brunhoff (op. cit., p. 36), “apenas os chamados riscos sistêmicos, que dizem respeito ao sistema bancário e financeiro, são objeto de propostas de regulação. Medidas de consenso para estabilização das operações cambiais, levantadas por alguns economistas, costumam ser rejeitadas como indesejáveis e impraticáveis. [...] as medidas propostas para reduzir a instabilidade cambial estão baseadas em compromissos que envolvem, em maior ou menor grau, correlações de forças econômicas e sociais”. Para autores como Palazuelos (op. cit., p. 106), conforme observado no Capítulo 4, a busca de situações de equilíbrio no mercado cambial é inverossímil no atual contexto da economia capitalista mundial, uma vez que o equilíbrio no mercado de divisas “atentaria contra a própria natureza dos fatores que determinam a dinâmica desse mercado e contra os interesses dos principais agentes que nele participam. Um cenário previsível sobre o comportamento das taxas de câmbio seria um cenário não desejado por esses agentes, posto que minimizaria o potencial de seus ganhos. Em consequência, a atuação desses agentes estaria dirigida para perturbar esse cenário e para dotá-lo de incerteza. De outro modo, não seria um mercado rentável e atrativo”.

¹⁴⁶ Sem levar em conta que as intervenções pontuais combinadas dos bancos centrais — único tipo de ação coordenada internacional até hoje obtida no novo binômio — não podem estabilizar o mercado de câmbio, pois não influem sobre as causas da instabilidade do câmbio flutuante. Segundo Brunhoff (op. cit., p. 55), essas intervenções “podem, vez por outra, infligir prejuízos a certo especuladores. Mas, quando têm efeito mais amplo, não-pontual, é porque estão acompanhando a tendência do mercado e não invertendo essa tendência”.

como meio de pagamento para saldar obrigações de dívidas enquanto seu emissor (por exemplo, os Estados Unidos) puder pagar pela compra de bens, serviços e ativos no estrangeiro em sua própria moeda. Tais dificuldades tornam mais necessária uma reforma mais fundamental na direção da moeda de crédito supranacional, emitida e administrada por uma autoridade monetária internacional. Em outros artigos, apresentei um proposta de uma nova forma de moeda mundial que se situa entre o 'Bancor' de Keynes para uma câmara de compensação internacional — baseada em reservas obrigatórias supranacionais e capaz de instaurar equilíbrios da dívida entre países — e a abordagem de moeda única escolhida pela União Européia, no Tratado de Maastricht, de 1991. [...] o desafio do dinheiro eletrônico só poderá ser adequadamente enfrentado através da implantação de um sistema de pagamentos mundial administrado por uma autoridade monetária internacional. Caso contrário, a nova forma de dinheiro emergente circulará em redes bancárias mundiais essencialmente privadas, o que vai dificultar muito sua administração. Esse novo sistema de pagamentos teria a vantagem adicional de facilitar a emergência de uma moeda de crédito supranacional que, se adequadamente constituída, pode superar as falhas estruturais das moedas nacionais enquanto moedas internacionais."¹⁴⁷

Entretanto, como o próprio autor admite, uma transformação de tal envergadura no sistema monetário internacional e uma tarefa tão complexa quanto a criação de uma nova forma de moeda mundial — um novo padrão monetário global — embarram numa série de obstáculos e exigiriam uma pressão muito forte sobre os condutores das políticas econômicas dos países industrializados e dos blocos econômicos para que sejam forçados a uma ação coordenada internacional em direção a um novo regime; provavelmente, seria necessária uma grande crise mundial para que os dirigentes políticos se dispusessem a empreender transformações tão difíceis e profundas — um cenário que não pode ser totalmente descartado, tendo em vista que os problemas suscitados pela inexistência de uma moeda verdadeira mundial num contexto de mundialização financeira tendem a se acentuar com o tempo.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Guttman, op. cit., pp. 89-90 e 95. Segundo o mesmo autor, a possibilidade de que se estabeleça um sistema tripolar de moedas múltiplas, centrado no dólar, no euro e no icnc — uma perspectiva fortalecida pelos esforços de cada uma das potências para erigir uma zona de influência regional —, "produzirá continuamente grandes ajustes nas cartiras e flutuações das cotações de divisas importantes, na medida em que três blocos de potências econômicas com forças aproximadamente equivalentes competirem pelo *status* de moeda mundial, levando a uma situação altamente instável" (p. 88). Portanto, um sistema de moedas múltiplas (isto é, a implantação de um oligopólio em lugar de um monopólio), subordinado à lógica instável do capital fictício, não representa uma solução para o problema da volatilidade e da instabilidade no sistema monetário internacional.

¹⁴⁸ Brunhoff (op. cit., p. 59), analisando as perspectivas de uma reforma do regime cambial atual, partilha de conclusões semelhantes às apresentadas por Guttman: "Poucos autores questionam diretamente a liberdade de movimentação de capitais (a não ser no caso de moedas periféricas) e o seu significado em relação ao modo de funcionamento do capitalismo. A tensão entre centralização financeira internacional e fracionamento monetário, o modo de articulação entre produção, finanças e moeda raramente são explicitados. São tão grandes as implicações de uma eventual reforma do regime cambial que dificilmente se pode conceber mudanças 'de cúpula' sem que existam movimentos 'de baixo para cima' dos assalariados lesados pelas atuais políticas monetárias, ou na sua ausência, de uma grave crise internacional, como as que periodicamente puseram fim aos regimes cambiais vigentes".

Propostas menos abrangentes, mas igualmente arrojadas e de difícil implementação política, dizem respeito a medidas de desestímulo à especulação. A taxação e a limitação dos movimentos especulativos de capitais entre países e entre divisas vêm sendo objeto de preocupação por parte de economistas há várias décadas. Já em 1936 Keynes propunha a taxação das transações financeiras, acompanhada de uma drástica limitação da movimentação de capitais. Com a expansão acelerada das operações financeiras internacionais a partir da derrocada do sistema de Bretton Woods e da grande mobilidade adquirida pelo capital já nos anos 1970, coube ao economista J. Tobin, em 1978, propor a imposição de uma taxa moderada, de caráter uniforme e universal, sobre as transações financeiras cambiais de curto prazo de natureza especulativa, de forma a “jogar areia nas engrenagens da especulação internacional”.¹⁴⁹ As propostas de controle sobre o capital e o câmbio e de regulamentação dos movimentos especulativos também têm como propósito limitar a alavancagem financeira e a atuação de risco dos agentes nos mercados (exigência de uma proporção maior de fundos próprios e impostos mais elevados sobre as operações de curto prazo) e reduzir os riscos sistêmicos.

Propostas como a “taxa Tobin”, contudo, são freqüentemente criticadas por sua “falta de realismo”, uma vez que medidas desse tipo só seriam eficazes se praticadas simultaneamente por todas as praças financeiras, a fim de evitar uma concorrência destrutiva mediante isenções fiscais. Entretanto, os interesses que seriam lesados pela taxação das operações especulativas “são tão importantes e poderosos que as autoridades públicas não ousaram passar à ação”.¹⁵⁰ Para Chesnais, a “taxa Tobin” não passa de uma medida menor para combater a especulação, servindo apenas “para ocultar as dimensões sistêmicas do regime mundial das finanças de mercado, bem como os fundamentos de caráter rentista dos mecanismos de determinação das taxas de juros e das taxas de câmbio”.¹⁵¹ Autores como Brunhoff, contudo, defendem a relevância desse tipo de proposta “utópica”:

“Além do risco de confundir as operações cambiais ‘estabilizadoras’ com as de puros especuladores, a falta de realismo da proposta Tobin foi ressaltada por praticamente todos os seus comentaristas. Uma proposta dessas não seria aceita nem pelos financistas visados, nem pelos Estados querendo atrair capitais. [...] A proposta utópica de Tobin é no entanto realista, no sentido de que implica modificar a

¹⁴⁹ “Seria suficiente uma pequena taxação para desencorajar as transações especulativas a curto prazo: uma taxa de 0,5% sobre as arbitragens internacionais, que se traduzem por um vaivém entre duas moedas, introduziria um sobrecusto de 4% em ritmo anual para as operações de três meses, de 12% para as operações de um mês... Essa taxação pesaria pouco sobre o setor produtivo e, em contrapartida, seria de natureza a desencorajar a maioria dos investimentos especulativos” (Plihon, op. cit., p. 133).

¹⁵⁰ *Ibidem*, p. 133.

¹⁵¹ Chesnais, “Posfácio”, loc. cit., p. 301.

correlação de forças, hoje excessivamente favorável aos financistas da nova 'internacional dourada'. Ao preconizar uma reforma fiscal, ela rompe com a ideologia neoliberal, dominante desde a década de 1980, e com o mito dos benefícios de uma 'globalização financeira' sem limites institucionais. Toda reforma baseada em acordos que visem limitar a instabilidade monetária internacional, tributando a especulação, atinge os interesses dos que lucram com essa instabilidade, mas pode obter o respaldo dos que são lesados pelos excessos do setor financeiro. Sem modificar a correlação de forças, nenhuma proposta de novas relações monetárias internacionais terá a menor possibilidade de êxito".¹⁵²

No âmbito financeiro, a maior parte das propostas orienta-se para a imposição de controles e limites às finanças de mercado e à hipertrofia financeira mediante políticas corretivas que envolvem algum tipo de re-regulamentação das funções das instituições financeiras e dos mercados (em particular dos mercados de capitais, dada sua predominância no novo regime), definindo os limites de suas estruturas e seus comportamentos.¹⁵³ A criação de um novo padrão de regulamentação e intervenção, capaz de "domesticar" a esfera financeira, abrange desde o aprimoramento dos mecanismos de supervisão preventiva e regulamentação prudencial do sistema financeiro (criação de instrumentos públicos de proteção, prevenção e controle), minimizando os fatores de risco sistêmico e o papel dos empréstimos de última instância (isto é, implementação de políticas que priorizem a manutenção da estabilidade das instituições e dos mercados financeiros, em lugar de tentar apenas administrar os episódios de instabilidade e de crise), até propostas no sentido do desenvolvimento de políticas de regulamentação transnacional e da criação de instâncias supranacionais de supervisão e controle, a fim de restaurar a eficácia das políticas monetárias nacionais em face das finanças internacionais, enquadrar os

¹⁵² Brunhoff, op. cit., pp. 58-59. Ao analisar o sistema de *corporate governance*, Farnetti (op. cit., pp. 209-210) observa que, "consciente dos enormes perigos potenciais de reação política e social que um tal sistema engendra, a revista *The Economist* (que reflete bem os pontos de vista do centro financeiro de Londres e, em particular, os dos investidores institucionais) lançou-se numa 'defesa ilustrada da especulação', na qual o mercado financeiro é apresentado como um local em que a informação circula livremente, de maneira quase perfeita e sem custo, tudo isso orquestrado pelo cajado de um 'benevolente ditador hayckiano' (sic!) que, como um imparcial sismógrafo, se satisfaz unicamente por registrar as turbulências dos mercados... (*The Economist*, 03/02/1996, pp. 68-69). Ao observar as recentes crises financeiras e das bolsas [...], duvida-se, entretanto, da benevolência desse 'ditador' (sinônimo de investidores institucionais) e fica-se mais tentado a seguir Henri Bourguinat, que acredita estar longe de 'ser correto que o déspota seja esclarecido'".

¹⁵³ Ferreira, Freitas e Schwartz (op. cit., p. 28) afirmam que "a re-regulamentação não se refere a uma volta ao tipo de controle exercido pelo Estado duas ou mais décadas atrás, mas a uma adaptação dos sistemas de regulamentação a um ambiente financeiro mais sofisticado, diversificado e integrado internacionalmente". Os mesmos autores propõem "uma revisão da noção tradicional de regulamentação financeira em favor de uma visão integrada de 'política financeira', atenta seja aos paradoxos recorrentes das ordens micro e macrofinanceiras, seja aos condicionamentos mútuos entre regulamentação, política monetária e outras políticas macroeconômicas (fiscal, cambial e industrial)" (pp. 34-35).

mercados financeiros e obter algum controle sobre as operações financeiras internacionais de cunho especulativo, e enfrentar os desafios impostos pelas inovações financeiras (sobretudo os instrumentos de *hedge*), pela formação de corporações e conglomerados e pela disseminação de moedas privadas em âmbito mundial, particularmente a moeda eletrônica (imposição de barreiras às atividades privadas geradoras de moeda).

No que tange especificamente à regulamentação preventiva, há duas concepções distintas quanto à definição de seu conteúdo e alcance. Segundo a concepção liberal dominante, a disciplina dos mercados é suficiente para eliminar os comportamentos “inadequados”, bastando apenas incitar os operadores a praticar um controle interno rigoroso para evitar os excessos (adoção de normas comuns, “micropreventivas”, sem questionamento da liberdade de movimentação dos capitais). Essa é a concepção do Comitê da Basileia, encarregado de propor medidas de fiscalização dos mercados financeiros.¹⁵⁴ A principal medida proposta por esse comitê junto ao Banco de Compensação Internacional (BIS) refere-se à regulação da atividade bancária mediante o índice ou *ratio* Cooke (subscrito pelos bancos centrais das nações industriais dominantes no chamado “Acordo da Basileia”, em 1988), o qual exige que o volume de capital dos bancos seja dependente do grau de risco de seus ativos (os bancos deveriam respeitar uma proporção de 8% entre o seu capital — ações e reservas — e o total de seus ativos).

“Esse modo de ação ‘micropreventivo’ da ‘*ratio* Cooke’ visa incentivar os bancos a moderar os riscos que assumem, impondo-lhes um nível mais elevado de capitalização e maior vigilância sobre os ativos de maior risco. Sua implementação pressupõe que os bancos centrais sejam capazes de fazer aplicar a *ratio* em seus respectivos países, mas os grandes bancos operam no âmbito internacional e tanto o BIS como os bancos centrais aderem ao princípio da livre movimentação de capital. Mesmo que a *ratio* Cooke possa ser aplicada, seus eventuais efeitos ficariam limitados por seu caráter ‘microeconômico’. [...] admitindo-se que [as novas regras ‘micropreventivas’] fossem aplicadas por toda a parte, limitariam os riscos das operações, para os bancos, mas não o volume de tais operações.”¹⁵⁵

Já a concepção alternativa à liberal considera que os mercados não têm capacidade de se auto-regular, de forma que seria necessário construir uma regulamentação preventiva mais constrangedora e sob controle público, a fim de impor restrições reguladoras e corretivas sobre as instituições financeiras (em particular as

¹⁵⁴ Cf. Plihon, op. cit., p. 134.

¹⁵⁵ Brunhoff, op. cit., pp. 54-55. “O Banco de Compensação Internacional [...], com sede na Itália, administra parte das reservas dos bancos centrais em divisas. Promove reuniões periódicas entre governos dos bancos centrais filiados, principalmente do Grupo dos 10. Há poucos estudos sobre o BIS e, especialmente, sobre suas relações com o FMI” (p. 54).

não-bancárias, hoje hegemônicas e isentas de constrangimentos legais importantes) suficientemente eficazes para contrabalançar e inibir o crescimento excessivo do capital fictício, debilitar os princípios impostos pela lógica de funcionamento dos mercados e reorientar as finanças no sentido de novamente prestar suporte à acumulação produtiva, rompendo o caráter finalista por elas assumido desde a crise do fordismo.¹⁵⁶ Segundo Plihon, seria necessário porém “que uma crise financeira se produzisse para que se impusesse, verdadeiramente, esta aproximação da regulamentação pública dos mercados financeiros”.¹⁵⁷ A possibilidade de implementação de uma regulamentação pública rigorosa sobre a esfera financeira é diminuta em um binômio caracterizado pelo

“triunfo das idéias e dos interesses daqueles que defendem que as relações econômicas devem se desenvolver em um espaço transnacional, sem normas nacionais e sem interferências governamentais ou de qualquer outro tipo de instituições que pretendam regular os movimentos de mercadorias e de capitais”.¹⁵⁸

Outra proposta diz respeito à necessidade de desenvolver mecanismos de controle das crises financeiras, seja no âmbito preventivo, mediante a coordenação internacional de políticas econômicas capazes de minimizar a fragilidade sistêmica e impedir o desencadeamento dessas crises¹⁵⁹, seja no âmbito da neutralização das crises financeiras quando não é possível evitá-las, mediante a criação de instrumentos eficazes para injetar forte liquidez financeira no sistema internacional, utilizados por uma autoridade supranacional dotada de mandato e de meios financeiros para tanto — o que indica a necessidade de criação de um emprestador de última instância mundial,

¹⁵⁶ Segundo Cintra (op. cit., p. 240), “os acontecimentos dos últimos trinta anos parecem indicar que a era keynesiana — os chamados ‘anos dourados’ do crescimento capitalista americano — sucederam turbulências e instabilidades, a despeito de imperar no mundo a idéia de que os mercados são perfeitos e, portanto, tendem ao equilíbrio. [Mas] os mercados são imperfeitos; na verdade, impera um ‘desequilíbrio dinâmico’ globalizado. [...] os agentes econômicos, buscando livremente seus interesses, não geram uma prosperidade global, como estabelece a ideologia dominante. Impõe-se a necessidade de construir instâncias públicas de decisão capazes de coordenar e ordenar as finanças globalizadas, bem como de disciplinar os megapoderes privados”.

¹⁵⁷ Plihon, op. cit., p. 134.

¹⁵⁸ Palazuelos, op. cit., p. 163.

¹⁵⁹ Segundo Plihon (op. cit., pp. 132-133), “trata-se de pôr em prática uma forte coordenação internacional das políticas econômicas, ligando entre si as principais potências econômicas e financeiras. O objetivo principal dessa medida é enviar ‘sinais’ coerentes aos mercados de modo a fornecer uma ‘ancoragem’ às antecipações dos operadores. Como as finanças especulativas se traduzem pelos desequilíbrios múltiplos correspondentes a diferentes antecipações, a única maneira de encontrar o ‘bom’ equilíbrio é suscitá-lo pela fixação de objetivos negociados de política econômica. [...] Pôde-se constatar, durante período recente, que as crises financeiras internacionais, freqüentemente, têm por origem a falta de coordenação das políticas nacionais”.

com características e prerrogativas sensivelmente distintas daquelas hoje apresentadas pelo FMI.¹⁶⁰

No âmbito das políticas econômicas, além das propostas no campo monetário (distensão dos juros e restauração da eficácia das políticas monetárias nacionais), a maior parte das recomendações volta-se à recuperação dos referenciais econômicos e sociais perdidos pelo binômio atualmente vigente (crescimento econômico com maior conteúdo redistributivo em cada país e em escala mundial, mediante cooperação internacional e na presença de instituições públicas que garantam os interesses majoritários da sociedade¹⁶¹), o que pressupõe o fortalecimento da capacidade operativa dos Estados (mudança da gestão orçamentária e reabilitação do papel motor das despesas públicas no crescimento¹⁶²) e uma reorientação radical das políticas e da gestão das finanças públicas no sentido de dotá-las de um caráter mais plural e menos subordinado aos ditames impostos pelo capital financeiro. O objetivo da estabilidade monetária deveria ser compatível com outros objetivos econômicos e sociais, o que implica uma reformulação profunda das agendas de política econômica. Ou seja, “é necessário proceder a um questionamento radical dos princípios que inspiraram as políticas econômicas desde o fim da década de 70”.¹⁶³ Entretanto, o percurso entre o questionamento dos princípios que regem o atual binômio e o desencadeamento de um processo de profunda transformação das formas institucionais vigentes é particularmente longo e complexo.

¹⁶⁰ Segundo Palazuelos (op. cit., p. 163), o FMI não é “uma instância capaz de criar espaços para estreitar a colaboração econômica institucional em escala mundial. Entre outras razões porque seus pressupostos ideológicos excluem a necessidade de estabelecer outra colaboração que não seja aquela ditada pela dinâmica do mercado”.

¹⁶¹ Cf. ibidem, p. 209. Segundo Palazuelos (p. 209), “somente dessa maneira é possível sustentar que a liberdade econômica se faz compatível com a democracia social, termo este que suscita a antipatia daqueles que levantam a bandeira da liberalização das relações econômicas”.

¹⁶² Segundo Plihon (op. cit., p. 138), é necessário “rever os princípios a partir dos quais a política orçamentária é definida, hoje, nos países industrializados. [...] Os próprios teóricos liberais evoluíram e admitem o papel positivo do Estado no crescimento [trata-se da escola dos “novos clássicos”, cujos principais representantes são os economistas norte-americanos Barro, Lucas e Romer]. Eles apresentaram modelos de ‘crescimento endógeno’ que destacam a importância, para o aumento dos investimentos no domínio das infra-estruturas, da formação, da pesquisa e do desenvolvimento. Em todos esses casos, a intervenção do Estado é justificada”. Contudo, o que parece haver escapado à crítica de Plihon é que a maior condescendência dos “novos clássicos” com o papel do Estado na economia apenas atende aos interesses dominantes: na medida em que os investimentos em P&D e em formação geralmente envolvem somas elevadas, é do interesse das grandes corporações que tais investimentos sejam feitos pelo Estado (socialização dos custos), com posterior apropriação privada dos frutos dessas inversões (privatização dos lucros), uma vez que, conforme prega a ideologia liberal, “o Estado é incompetente para gerir empresas” (embora paradoxalmente seja capaz de assumir tarefas mais complexas, como produzir P&D).

¹⁶³ Ibidem, p. 139.

“Se é possível constatar que o processo de internacionalização financeira constitui um freio para o crescimento econômico e para o bem-estar social e que a colheita de aspectos negativos supera ostensivamente as vantagens obtidas, então parece inevitável formular-se a seguinte questão: tomando como referência os interesses sociais majoritários dos países, deve-se continuar aceitando esse funcionamento financeiro como se fosse um *dictum* inexorável ou é necessário fazer um esforço intelectual, social e político que produza uma reconsideração da dinâmica que atualmente prevalece no cenário econômico internacional? Aqueles que apostem no questionamento da dinâmica imperante devem começar reconhecendo que essa reconsideração não pode ser feita de maneira instantânea e que ela não é nada fácil. É tal a penetração da lógica financeira que veio se instalando no conjunto das atividades econômicas que reclamar sua desapareção ou a mera paralisação de seus movimentos não deixa de ser uma proposta voluntariosa e estéril. A essa altura do processo, a primeira obrigação daqueles que mantêm uma posição crítica aos ditames financeiros é reconhecer as dificuldades de alterar sua lógica, dada a inegável força na qual se sustenta. Em torno da *financeirização* da economia se concitam os mais importantes poderes empresariais, os segmentos sociais dominantes de cada país, as forças políticas conservadoras e os ideólogos no cume das principais disciplinas de caráter socioeconômico. Além do mais, trata-se da postura defendida por organismos internacionais do porte do FMI, do Banco Mundial, da OCDE e dos órgãos diretores da União Européia. Em um cenário econômico internacionalizado, esses poderes e esses organismos possuem uma capacidade operacional exageradamente superior àquela que podem apresentar os núcleos disseminados de vozes discrepantes. Portanto, nesse estado de coisas é imprescindível reconhecer que as forças transgressoras que se opõem à prevalência da ordem financeira são exageradamente mais débeis do que as forças que sustentam tal ordem. Mas não por serem débeis devem considerar-se inoperantes.”¹⁶⁴

Na medida em que a maior parte das propostas para enfrentar os problemas suscitados pelo modo de regulação da moeda e das finanças predominante no final do século XX envolve algum tipo de questionamento das bases institucionais do binômio vigente e, sobretudo, ações transformadoras que requerem intensa cooperação e coordenação econômica e política internacional — ações que, dados os interesses contrários, as notáveis resistências e a ausência de mecanismos institucionais supranacionais de cooperação, só poderão se materializar mediante pressões sociais e econômicas muito poderosas —, tudo indica que apenas mediante uma crise de amplo alcance, que penalizasse profundamente as economias dominantes, promovesse uma depuração do capital financeiro (queimasse o capital fictício) e gerasse uma profunda insatisfação social, seria possível reunir forças com magnitude suficiente para transformar os atuais arranjos institucionais. A lógica financeira, rentista e especulativa parece haver penetrado de forma muito profunda nos segmentos econômicos e políticos dominantes e em amplas camadas das classes média e alta dos países desenvolvidos e periféricos, constituindo toda uma institucionalidade difícil de

¹⁶⁴ Palazuelos, op. cit., p. 208.

ser removida por estratégias calcadas unicamente em ações que dependem de um esforço voluntário de atores sociais politicamente influentes. Em face da sedimentação e consolidação das formas institucionais que compõem o atual modo de regulação, estas terão de passar por intensos questionamentos e provações para serem reconfiguradas, e parece que apenas uma grande crise em âmbito mundial poderá exercer um efeito pedagógico capaz de criar condições políticas e arregimentar a energia social necessária para promover essa transformação.

Conforme analisado na seção 5.2, a possibilidade de uma crise internacional aniquiladora do regime monetário e financeiro vigente não é uma hipótese que possa ser descartada *a priori*, tendo em vista os perigos latentes nas tendências atuais do regime de acumulação sob dominância financeira, particularmente a crescente vulnerabilidade sistêmica e a hipertrofia financeira inibidora do crescimento econômico. A instabilidade intrínseca e necessária à forma institucional regime monetário e financeiro do binômio atual reveste-se de um caráter fortemente contraditório: uma dose exagerada desse remédio que fortalece e alimenta os mecanismos de apropriação e concentração da renda pode conduzir a perdas consideráveis em magnitude e amplas na quantidade de agentes afetados. A possibilidade de que o remédio da instabilidade endogenizada se transforme em veneno confere uma tensão permanente e torna crível o risco de que o sistema desmorone mediante uma crise financeira de grande magnitude — uma crise que poderia dar margem ao restabelecimento de um sistema de controles (regulamentação) para o capital financeiro mundial, a exemplo do que ocorreu após a crise de 1929, bem como ao questionamento do modelo de gestão da dívida pública no atual binômio, principal fonte de transferência de renda e riqueza da sociedade para a esfera financeira. O grande problema é que, até que se alcance um tal desfecho — e o caminho pode ser bastante longo — com deflação de ativos e depuração da esfera financeira, ou até que, alternativamente, se produzam transformações institucionais relevantes que prescindam de uma grande crise e permitam uma retomada sustentada do investimento e do crescimento, toda a estrutura econômica mundial terá sido profundamente transformada pelo *modus operandi* do atual regime, conforme já vem ocorrendo: mudanças significativas na estrutura de propriedade e na matriz industrial (concentração e centralização do capital industrial e financeiro sem precedentes), aprofundamento da assimetria na distribuição da renda e da riqueza, informalização e precarização crescente do trabalho, exclusão social de amplas parcelas da população mundial e alijamento de áreas inteiras do globo do bem-estar econômico,

hierarquização acentuada e concentração do poder político, econômico e militar mundial, escassez de investimentos produtivos e estagnação econômica persistente etc.

Quer venha ou não a se revelar correta a hipótese da necessidade de uma grande crise para transformar o binômio vigente, é indubitável que a tese da irreversibilidade de uma mundialização financeira dominada por forças de mercado incontroláveis e de efeitos inelutáveis e implacáveis carece de qualquer amparo na análise da experiência histórica do capitalismo, apresentando um conteúdo eminentemente ideológico e determinista.¹⁶⁵ Embora, conforme afirma Chesnais, muitos dos encadeamentos entre finanças, políticas econômicas e nível de produção e emprego tenham um caráter mecânico, no sentido de que certos dispositivos cruciais “provocam efeitos cumulativos e retroativos previsíveis e difíceis de controlar, quando se recusa questionar certos postulados”¹⁶⁶, a idéia de irreversibilidade é incongruente e carece de sustentação histórica.

“Tornou-se lugar comum ouvir [...] que a mundialização já se tornou ‘irreversível’ e que não há alternativa a não ser adaptar-se a ela, para o bem e para o mal. [...] Mas há certos campos, como o das finanças, onde soa incongruente a idéia de ‘irreversibilidade’. Basta uma vista d’olhos à história financeira do século XX para nos convencer disso. Por volta de 1913, o grau de mundialização financeira alcançado no quadro da internacionalização da época, graças à liberdade de movimento dos capitais, assegurada pelo padrão-ouro e pela liberdade de câmbio e garantida por uma série de tratados sobre comércio e investimento, parecia um fato ‘irreversível’. Nos anos 20, os mercados financeiros todo-poderosos, sobretudo as bolsas, e sua capacidade de orientarem a economia, parecia igualmente ‘irreversível’. Nos Estados Unidos, no fim de 1928 e início de 1929, o presidente Coolidge não perdia ocasião de fustigar quem expressasse alguma preocupação com o nível alcançado pela bolha especulativa de Wall Street ou com as conseqüências dessa dominação das finanças sobre a repartição e alocação do investimento. Bastaram o *crash* de Wall Street e o sucessivo desmoronamento do sistema bancário para dar origem, bem antes das adicionais conseqüências da Segunda Guerra Mundial, a um sistema de finanças compartimentadas, administradas, estritamente controladas pelas autoridades

¹⁶⁵ “Dizer que seria ‘irreversível’ a dominação das finanças, sob a forma de mundialização financeira, não equivale a aceitar como natural a ‘ditadura dos credores’ (Fitoussi)? Ou um regime de taxas não positivas de juros reais, com transferência de riquezas às custas dos salários e até dos lucros não-financeiros, como coisa que vai durar por toda a eternidade? Declarar que seriam ‘irreversíveis’ a hipertrofia financeira e todo o seu séquito de desgraças é cair num molde muito suspeito de determinismo histórico. No sentido mais forte, seria atribuir a processos sociais, produtos da atividade humana, caráter análogo ao das evoluções biológicas. Para certos autores, apelar para a idéia de ‘irreversibilidade’, muitas vezes junto com um chamado ao ‘realismo’, sempre foi como justificar a ordem estabelecida (‘a ordem natural das coisas’). [...] não existe fatalidade econômica, nem situação que independa de modificações nas relações sociais e que não possa ser solucionada através de políticas corretivas mais ou menos drásticas” (Chesnais, “Introdução geral”, loc. cit., pp. 32-33. A menção a Fitoussi refere-se a *Le débat interdit*, loc. cit.).

¹⁶⁶ Chesnais (idem), pp. 31-32.

monetárias e políticas. Quem ousará afirmar, com segurança, que algo semelhante não poderá ocorrer nos próximos anos?”¹⁶⁷

Seja por intermédio de uma crise de amplas proporções, seja mediante uma transformação lenta e menos traumática dos atuais arranjos institucionais, administrada e respaldada pelo instinto de preservação dos poderes hoje hegemônicos, o certo é que o acirramento das contradições do atual binômio, já bastante visíveis no final do século XX, jogará por terra uma vez mais as fantasias teóricas deterministas e as teses messiânicas de “fim da história”, ao menos até que novas fantasias e messianismos se instalem no imaginário social, no suposto contexto de um novo regime de acumulação e de um novo modo de regulação.

¹⁶⁷ Chesnais, *A mundialização do capital*, loc. cit., p. 20.

CONCLUSÕES

*If my thought-dreams could be seen
They'd probably put my head in a guillotine
But it's alright, Ma, it's life, and life only*

Bob Dylan, "It's alright, Ma (I'm only bleeding)"

*O nihilismo perdeu o nihilismo.
Agora, só nos resta escrever
É acabar o inacabável.*

Albano Miranda, "Depois"

As transformações sofridas pela economia mundial na década de 1970 significaram a desintegração do modelo vigente no pós-guerra e a construção de um novo edifício na história do capitalismo contemporâneo. Mais do que uma fachada distinta, esse novo edifício apresenta uma arquitetura que rompe de forma substantiva com o padrão seguido pelo edifício anterior, modificando-lhe as estruturas, os arranjos institucionais e o sistema de valores e representações da sociedade. As últimas três décadas do século XX, longe de se caracterizarem pela simples retomada de tendências antigas do capitalismo mundial ou de representarem um período de transição, de remoção dos escombros da velha ordem e preparação dos alicerces de uma nova ordem mundial, testemunharam a construção e a consolidação de um novo modelo, um novo paradigma de capitalismo, com lógica de acumulação própria e com padrão de repartição da renda e da riqueza bem-definido e peculiar.

Este trabalho procurou realizar uma leitura e uma recomposição histórica dos fenômenos monetários e financeiros do capitalismo mundial nos últimos trinta anos do século XX a partir de um instrumental teórico crítico em relação à teoria econômica dominante, oferecido pela teoria da regulação. Entende-se que há um novo binômio "regime de acumulação/modo de regulação" bem-configurado a reger majoritariamente a lógica de reprodução e valorização do sistema capitalista no final do século XX, o qual substituiu o regime fordista vigente no pós-guerra, compondo um conjunto de relações e instituições que rompe radicalmente com as formas predominantes na "Era de Ouro" do capitalismo. Esse binômio, caracterizado por um regime de acumulação dominado e comandado pela esfera financeira¹ e por um modo

¹ Um regime de acumulação não pode ser definido apenas pela forma de extração da mais-valia, mas também por outros fatores, como o tipo de relação entre o capital produtivo e o financeiro. Defende-se que há um novo binômio regendo os destinos da acumulação capitalista ao final do século XX porque, diferentemente do que ocorria no fordismo, há um regime de acumulação hegemônico em que o

de regulação regido por uma lógica de mercado e rentista, foi engendrado nos anos 1970, com a desintegração do fordismo, e se consolidou nos anos 1980 e 1990, difundindo-se progressivamente pelo mundo sob a hegemonia dos Estados Unidos e da esfera financeira. A reorganização das relações sociais, políticas e culturais, a recomposição do aparelho produtivo e a transformação da regulação econômica e das regras de apropriação da renda e da riqueza entre as classes sociais e os Estados nacionais promovidas pelas instituições que compõem o novo binômio conferem ao capitalismo do final do século XX o estatuto de um novo edifício, aprecie-se ou não sua arquitetura, suas bases de sustentação ou seus guardiões, questione-se ou não sua estabilidade ou sua capacidade de se manter social e economicamente coeso por longo período.

Se é verdade que alguns expoentes da Escola da Regulação, como é o caso de Boyer, têm uma posição ambígua em relação ao período atual — ao afirmar que os contornos de funcionamento do sistema não permitem identificar um novo sistema de dimensão mundial, pois para tanto faltaria o estabelecimento de um quadro de regulação correspondente² e de um arcabouço institucional apropriado (Guttmann, na mesma linha de raciocínio, entende que há um regime de acumulação transitório, carente de um regime monetário viável) —, este trabalho procura não partilhar dessa ambigüidade, buscando discernir a natureza das estruturas, instituições e dinâmicas de um período peculiar da história do capitalismo, regido por um *regime de acumulação sob dominância financeira e um modo de regulação rentista de mercado*.³ Trata-se de

capital produtivo está subordinado ao capital financeiro, isto é, a valorização produtiva está subordinada às estratégias e à lógica da valorização financeira; embora a riqueza só possa ser produzida na esfera produtiva, a repartição e destinação social dessa riqueza é cada vez mais comandada pela esfera financeira. Contudo, mesmo que partindo apenas da forma de extração da mais-valia, é possível afirmar que há um novo regime de acumulação, pois se pode identificar uma recriação de formas de extração de mais-valia absoluta (e o capital sempre recria relações que cumprem um papel na sua valorização, como enfatizava Marx) que agem conjugadas às formas intensificadas de extração de mais-valia relativa (há, segundo Salama, uma “modernização” das formas de mais-valia absoluta no período atual). Esse *mix* que caracteriza a relação trabalho no novo regime de acumulação se traduz por flexibilização e precarização do trabalho, terceirização etc.

² Cf. Furtado, João. “Mundialização, reestruturação e competitividade – a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas”. *Novos Estudos*. São Paulo: Cebrap, n° 53, mar. 1999, p. 99.

³ Ser afirmativo e evitar ambigüidades e ecletismos inócuos não deve contudo implicar dogmatismo. É importante ressaltar que a opção deste trabalho por uma leitura da realidade do capitalismo mundial sob a ótica da teoria da regulação e pela defesa da existência de um novo modelo (um novo edifício) regendo a acumulação capitalista nas últimas três décadas do século XX não exclui necessariamente outras interpretações apresentadas na Parte I, em particular a concepção de Arrighi da existência de ciclos sistêmicos de acumulação (CSA), comandados por uma nação hegemônica. Essa tese não é necessariamente incompatível com a abordagem da teoria da regulação: cada CSA é composto por várias etapas, e cada etapa pode eventualmente ser associada a um binômio específico. O binômio atual (regime de acumulação sob dominância financeira e modo de regulação rentista de mercado) corresponde aparentemente à etapa financeira do CSA norte-americano, apontada por Arrighi. Assim,

um binômio que incorpora a instabilidade à sua lógica de funcionamento (é ela um veículo privilegiado para a obtenção de lucros extraordinários) e que convive com freqüentes tensões econômicas e sociais, uma vez que a sua norma de produção está subordinada a um comando financeiro com lógica de curto prazo, rentista e especulativa e a sua norma social de consumo é progressivamente concentradora e excludente. As finanças, de atividade sinérgica fundamental para o desenvolvimento e a reprodução ampliada do capital produtivo, como ocorria no fordismo, expandiram-se vertiginosamente por todo o mundo e converteram-se num instrumento constrangedor para a acumulação produtiva no novo binômio, subordinando o capital produtivo à sua lógica especulativa e ao seu horizonte temporal de valorização de curto prazo e inibindo a retomada de um crescimento mais vigoroso e uniforme da economia em âmbito mundial. O regime de acumulação sob dominância financeira e seu modo de regulação rentista de mercado se caracterizam sobretudo por uma intensa redistribuição da riqueza (ou melhor, uma brutal concentração de renda e de patrimônio em favor da esfera financeira), não apresentando uma configuração institucional nem uma dinâmica operacional que facilitem a materialização de uma nova fase de acumulação acelerada e sustentada para o conjunto das economias capitalistas. O processo de mundialização do capital e das finanças no final do século XX produziu-se sem conexão com padrões de crescimento econômico similares aos vigentes no pós-guerra.⁴ Além de tudo, é um processo que cada vez mais condena uma

se o foco da análise for a "história de longa duração" (na tradição de Fernand Braudel), o binômio atual é uma etapa do CSA norte-americano (possivelmente a etapa financeira), iniciado no final do século XIX. Se a história do capitalismo for pensada como uma sucessão regulação-crise, sem ênfase à nação hegemônica como parâmetro de comparação e delimitação, o capitalismo vive um novo regime de acumulação e um novo modo de regulação, estruturados a partir do final dos anos 1970. Entretanto, a dinâmica vivida pelo capitalismo no final do século XX parece romper com a lógica da análise de Arrighi. De acordo com o seu trabalho de reconstituição histórica do capitalismo, no fim dos ciclos sistêmicos de acumulação, enquanto o núcleo hegemônico vive o "canto do cisne" da euforia financeira, o futuro núcleo hegemônico já ganha força por meio do desenvolvimento acelerado do capital produtivo, da reprodução ampliada. Hoje não temos esse novo núcleo; ao contrário, a única área que mantém um crescimento econômico mais vigoroso é justamente o centro do capital financeiro, os Estados Unidos. Na ausência de uma nação que desponte no futuro como hegemônica (a reorganização do capitalismo e o fortalecimento da hegemonia norte-americana nas últimas duas décadas do século XX parecem haver aniquilado a possibilidade de que o Japão fosse esse candidato), e dada a penetração da lógica rentista e especulativa sobre a estrutura produtiva, a acumulação capitalista encontra-se diante de um quadro sem precedentes nos CSA anteriores, com desfecho imprevisível.

⁴ De acordo com Furtado (op. cit., p. 102), a atual "vaga de mundialização não se inscreve num quadro de expansão e de crescimento, mas de expansão desconectada de crescimento. Desde a entrada da crise, nos anos 1970, a economia mundial ainda não experimentou uma fase de crescimento sustentado e amplo. O crescimento tem sido, ao contrário, *hesitante, desigual e não-cumulativo*. Vê-se bem que há expansão do capital e dos espaços que ele tem sob seu controle (novas áreas, espaços públicos e áreas sociais privatizadas, países anteriormente excluídos), mas esta expansão não está articulada, da mesma forma que no passado, com a produção, os investimentos e menos ainda com o aumento dos

parcela crescente da população mundial à exclusão, enterrando definitivamente o “sonho fordista” de um capitalismo de massas, com inclusão social (de consumidores, não necessariamente de cidadãos).

Embora não garanta um crescimento econômico expressivo, nem um sistema social incluyente e que permita uma coesão majoritária, esse novo binômio é sustentado e respaldado pelos “interesses de uma coalizão de grupos sociais que se beneficia das situações de taxas de juros elevadas, baixo crescimento e taxas elevadas de desemprego”⁵. Isto é, o apoio ao sistema é garantido por segmentos sociais (extensos nos países desenvolvidos, reduzidos às camadas médias e altas nos países periféricos) que têm incorporado e cultivado um espírito rentista ao longo do tempo (aumento da renda e garantia de aposentadorias futuras por meio da rentabilidade financeira de seus recursos monetários). Esse espírito rentista, articulado a um ideário liberal perfeitamente adaptado à realidade da nova dinâmica social (excludente) e às noções e aos discursos dogmáticos mais caros ao senso comum (sobretudo aqueles defendidos pelo chamado “pensamento único”), vem assentando raízes profundas no sistema de valores e de representações dos indivíduos e da sociedade no capitalismo do final do século XX — e, conforme lembra a teoria da regulação, o sistema de valores e de representações é um dos três princípios de ação que constituem o funcionamento das formas institucionais, juntamente com a lei, a regra e o regulamento e com o compromisso.

Desta forma, se é certo que o regime de acumulação sob dominância financeira inibe um crescimento vigoroso e sustentado da economia mundial e tem efeitos avassaladores em termos de coesão social, patrocinando um processo de exclusão social intenso e endêmico, parece pouco esclarecedor classificá-lo a partir dessas constatações — a exemplo do que fazem alguns autores, inclusive regulacionistas — como um regime meramente transitório e necessariamente efêmero. Em que pesem as tensões sociais e econômicas que desencadeia ou que cultiva em estado latente, trata-se de um regime que já dura mais de duas décadas e que pode se estender ainda por um período de tempo relativamente longo (convém lembrar que o regime fordista, equipado de arranjos institucionais aparentemente muito mais estáveis, durou trinta anos). O binômio que sustenta o capitalismo no final do século XX traz a instabilidade em si (seu alimento e principal contradição), carrega consigo fortes tensões e contradições e é pouco funcional para fomentar uma superação da estagnação relativa apresentada pela economia mundial desde o fim do fordismo, mas *configura um todo*

empregos, a elevação dos salários ou a fiscalidade”.

⁵ Cf. Galbraith, John K. *La cultura de la satisfacción*. Barcelona: Ariel, 1993.

coerente, isto é, tem as características de um regime de acumulação e de um modo de regulação plenamente constituídos, com suas formas institucionais peculiares e passíveis de serem claramente identificadas e apresentadas. Se as suas contradições parecem torná-lo permanentemente suscetível a crises, tal argumento não respalda as teses em favor de sua inexistência ou de seu caráter incompleto; antes, fortalece a opção por uma leitura fundamentada na dialética regulacionista, que opõe regulação e crise.

Embora todas as formas institucionais tenham sofrido significativas mutações estruturais, neste trabalho centrou-se a discussão na transformação e na nova configuração adquirida por aquela que, pela sua abrangência, se constitui na forma institucional-chave para captar a essência e compreender a lógica interna do novo binômio e a nova realidade do capitalismo do final do século XX, a forma institucional *regime monetário e financeiro*.⁶ Entende-se que o crescente predomínio dos aspectos monetários e financeiros na economia mundial não obedece a uma mera fuga especulativa, semelhante às que periodicamente ocorreram na trajetória histórica das economias capitalistas desenvolvidas, sobretudo nos momentos finais das fases de expansão econômica. O fenômeno atual tampouco pode ser comparado com a grande expansão do capital financeiro nas últimas décadas do século XIX, embora apresente alguns traços comuns⁷ e descortine certas características do sistema capitalista que ficaram adormecidas durante o regime fordista.⁸ Naquela época houve uma notável exportação de capital europeu, acompanhando a expansão imperialista que culminou na colonização em escala mundial. Houve uma ampla liberalização dos movimentos de capitais⁹, num sistema baseado no padrão-ouro. Contudo, nem as exportações de

⁶ "Foram decisões políticas sobre as moedas e as finanças — tomadas pelos governos na história recente do sistema monetário mundial — que determinaram, mais do que qualquer outra coisa, a distribuição dos ganhos e das perdas, dos riscos e das oportunidades, entre os Estados nacionais e entre as classes sociais" (Susan Strange, apud Fiori, José Luís (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999). Em outras palavras, são as transformações e as modalidades precisas de regulação monetária e financeira aquelas que se apresentam como decisivas para estabelecer o padrão de desenvolvimento das economias capitalistas e que, em particular, melhor caracterizam o novo modelo de desenvolvimento capitalista construído a partir dos anos 1970.

⁷ Ver Arrighi, Giovanni. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contraponto/Ed. da Unesp, 1996.

⁸ "O desenvolvimento monstruoso do capital financeiro revelou uma verdade incontestável. Ou por outra, verdade bem conhecida de Marx e Keynes, de Braudel e Polanyi — nós é que andávamos meio entorpecidos pelas décadas de capitalismo domesticado, esquecidos de que o capitalismo é um regime de produção orientado para a busca da riqueza abstrata, da riqueza em geral expressa pelo dinheiro. Essa abstração aparece com toda a sua força nua e crua no atual rentismo especulativo" (Mello, João Manuel C. de. "Prólogo: A contra-revolução liberal-conservadora e a tradição crítica latino-americana". In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro — uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 23).

⁹ Ver Batista Jr., Paulo N. *Os mitos da globalização*. São Paulo: IEA-USP, 1997 (série Assuntos

capital nem o contexto internacional modificaram as características substantivas da dinâmica de acumulação capitalista dos países que constituíam o centro do capitalismo mundial, embora tenham representado a substituição do Reino Unido pelos Estados Unidos na hegemonia do capitalismo mundial, conforme mostra Arrighi. O processo atual tem um caráter distinto, tendo surgido a partir da crise do modelo de acumulação vigente desde o pós-guerra, num contexto presidido pela queda da rentabilidade das empresas produtivas e pela aparição de grandes inovações tecnológicas, na presença de uma rápida mudança estrutural e institucional que modificou e vem modificando as características substantivas das economias capitalistas, sejam elas desenvolvidas ou periféricas.¹⁰ Nesse contexto, as condições da internacionalização das distintas modalidades de capital (produtivo, comercial e financeiro), a política de reafirmação hegemônica empreendida pelo Estados Unidos e o fortalecimento progressivo da esfera financeira e de seus principais atores transformaram e subverteram as tendências forjadas durante as décadas expansivas do fordismo.¹¹

Embora o sistema capitalista esteja sob a égide de um binômio que se generaliza mundialmente¹², não se pode afirmar que haja uma mundialização com homogeneidade crescente do sistema (isto é, a constituição de um espaço econômico

Internacionais, nº 52); Hirst, Paul e Thompson, Grahame. *Globalização em questão: a economia internacional e as possibilidades de governabilidade*. Petrópolis: Vozes, 1998 (coleção Zero à Esquerda).

¹⁰ Ver Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madri: Síntesis, 1998, cap. 6.

¹¹ Conforme salientado por Furtado (op. cit., p. 100), o processo atual de mundialização “não nega os fenômenos antigos nem as forças subjacentes do capitalismo, mas toma modalidades precisas, que são uma ruptura em relação aos fenômenos e às modalidades recentes de funcionamento do sistema internacional. Não apenas a expansão do sistema e das suas estruturas dominantes ocorre agora sobre as novas fronteiras abertas pela derrocada dos sistemas alternativos (sejam eles os países do Leste da Europa ou os países ‘fechados’ do Terceiro Mundo), mas faz-se numa situação em que, em cada país, as restrições à expansão e ao pleno desenvolvimento do capital são eliminadas voluntariamente ou destruídas pelo bloco de interesses dominantes, com apoio em um discurso que recebeu a designação de ‘pensamento único’, de caráter totalitário. Este movimento abre aos grandes grupos a perspectiva de conquistar e comandar todos os campos econômicos, incluindo aqueles mais tradicionais e tidos como pertencentes à esfera pública ou individual”.

¹² Conforme salientado nas conclusões da Parte 1 e enfatizado ao longo da exposição da Parte 2, é preciso deixar claro que os movimentos do capitalismo não podem ser arbitrariamente generalizados e que embora o novo regime de acumulação aqui postulado esteja cada vez mais disseminado mundialmente, a partir de sua matriz hegemônica norte-americana, não se defende que a economia capitalista esteja sob um *modo de regulação mundial*, mas sob *vários modos de regulação nacionais* vinculados a um regime de acumulação comum cada vez mais difundido. Em especial, há vários arranjos institucionais norteando a regulação da moeda e das finanças nos países capitalistas e não se pode falar em sistemas homogêneos, nem numa convergência inexorável em direção ao modelo anglo-saxão. Contudo, uma rápida observação da realidade vivida pelo capitalismo no final do século XX é suficiente para revelar que o conteúdo essencial de cada uma das formas institucionais constitutivas dos modos de regulação nacionais é regida por lógicas semelhantes e cada vez mais convergentes nos diversos países.

mundial cada vez mais homogêneo), nem que esteja em curso um desenvolvimento econômico mais inclusivo, convergente e homogeneizador — antes o contrário. O novo regime internacional é fortemente hierarquizado e hierarquizante (as novas formas de organização do capital instituem e reforçam as hierarquias entre os países e a polarização entre as classes sociais no sistema capitalista) e o crescimento econômico é marcadamente assimétrico (os Estados Unidos, sede principal do capital que se valoriza sob a forma dinheiro, são os principais beneficiários do novo regime de acumulação, monopolizando os bons resultados em termos de crescimento e de nível de emprego). O processo de mundialização — ou de “globalização” — é assimétrico do ponto de vista do capital, das finanças, da moeda, do trabalho, do crescimento e dos espaços econômicos regionais.¹³

O curioso desse novo modelo é que o comandante do processo de acumulação, o capital financeiro rentista, alimenta-se e cresce justamente a partir das diferenças nacionais. A existência de nações e a diversidade de seus indicadores econômicos e de seus arranjos institucionais são fundamentais para a acumulação financeira, o que contrasta com o discurso dogmático de uma “globalização” da economia, que tudo homogeneiza. Num mundo verdadeiramente “global”, no qual reinasse uma moeda única, com um único banco central encarregado de definir uma taxa de juro única para o mundo, bem como com uma única grande bolsa de valores mundial, o “sistema globalizado” hoje vigente, que cresce na instabilidade e na atividade especulativa, cairia por terra. No limite, uma globalização de fato, em que efetivamente não houvesse fronteiras nacionais e as variáveis fundamentais da economia fossem estáveis e previsíveis, constituiria a própria negação do regime atual (na verdade, constituiria a negação do próprio sistema capitalista). Segundo Fiori, o que em geral se vê ocultado pela ideologia econômica da globalização “são as relações assimétricas de poder e dominação que estão na sua origem e que explicam a sua expansão e a sua originalidade financeira”.¹⁴ Nesse termos, a “globalização” nada mais é do que o

¹³ “Estabelecem-se agora hierarquias sem nenhum precedente histórico, que ocorrem em três planos: o das frações do capital, o dos grupos sociais e o das regiões ou espaços. Mudaram concomitantemente as relações entre as diferentes modalidades da riqueza, com novos setores dominantes, sobretudo com a financeirização, com a busca de modalidades de valorização em que os grupos econômicos característicos do capital concentrado arbitram entre diferentes aplicações — aplicações em que as funções produtivas e comerciais tomam cada vez mais as características próprias do capital financeiro” (Furtado, op. cit., pp. 100-101). No que diz respeito à mundialização financeira, Chesnais a classifica como “desigual” e “imperfeita”, “baseada na interligação entre sistemas nacionais separados e fortemente hierarquizados, com intensidade variável segundo os vários segmentos do mercado” (Chesnais, François. “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 258).

¹⁴ Fiori, José Luis. “Globalização, hegemonia e império”. In: Tavares e Fiori (orgs.), op. cit., p. 88. Nesse contexto, o panorama é particularmente sombrio quando se contempla a situação dos países da

rótulo ideológico que caracteriza (e, via de regra, oculta) o regime de acumulação sob dominância financeira e o modo de regulação rentista de mercado.¹⁵

* * *

A tentativa de recompor um quadro histórico parcial da gênese, da consolidação e da dinâmica do novo binômio foi empreendida ao longo da Parte 2 deste trabalho, dedicada à análise das transformações específicas da regulação monetária e financeira nas últimas três décadas do século XX. Conforme visto, o edifício fordista estruturado no pós-guerra, caracterizado por um sistema monetário baseado na moeda de crédito e por um regime de finanças administradas, mostrou sinais de esgotamento na segunda metade da década de 1960 e foi desmantelado ao longo dos anos 1970. Nessa década acelerou-se o processo de expansão e internacionalização das finanças e foram se configurando as bases para a gênese do novo binômio, mas a definição de sua configuração peculiar só ocorreu a partir de 1979, com o desencadeamento — no bojo da estratégia norte-americana de recomposição de sua hegemonia mundial, iniciada com uma guinada radical de sua política monetária — do processo de liberalização e de desregulamentação financeiras e com a definição de taxas de juros positivas e de políticas desinflacionistas como núcleo do novo regime monetário e financeiro (juntamente com o regime de taxas de câmbio flexíveis fundado no padrão dólar auto-referenciado, estabelecido informalmente após o fim do sistema de Bretton Woods)¹⁶.

periferia do capitalismo. Segundo Palazuelos (op. cit., pp. 207-208), “a emergência dos setores financeiros e sua imbricação com os mercados internacionais vêm provocando uma forte deterioração das condições sociais de extensos setores da população. As medidas de ajuste monetário contraem os salários, já reduzidos, ao mesmo tempo que impedem que os governos implementem programas de investimentos públicos e políticas de proteção social que são absolutamente necessários para criar infra-estruturas, impulsionar o crescimento econômico e sustentar uma renda mínima para uma parcela volumosa da população. A própria debilidade de suas economias faz com que, diante de desajustes internos, mesmo quando não graves, e diante de desajustes em suas balanças em conta corrente, os capitais estrangeiros se convertam em um fator perturbador de grande calibre, que utiliza esses desequilíbrios para aumentar seus lucros, retirando-se depois e contribuindo para acentuar as dificuldades desses países. A experiência recente dos países asiáticos pende como ameaça em outros países da mesma região, da América Latina ou do Leste da Europa, nos quais poderiam se repetir experiências similares”.

¹⁵ Segundo Fiori, “a marca distintiva do atual movimento de internacionalização capitalista é a forma em que se deu a globalização das finanças viabilizada pelas políticas liberais de desregulação dos mercados, iniciada pelos Estados Unidos e Inglaterra, e alavancada pelo sistema de taxas cambiais flutuantes. [...] Pode-se mesmo afirmar que a globalização é um fato mas só é global do ponto de vista das finanças que passaram a operar num ‘espaço mundial’ hierarquizado a partir do sistema financeiro norte-americano e viabilizado pela política econômica do Estado hegemônico imitada, de imediato, pelos demais países industrializados” (Fiori, José Luis. “Globalização, hegemonia e império”, loc. cit., pp. 89-90).

¹⁶ Cabe ressaltar a importância crucial do sistema de taxas de câmbio flexíveis para a constituição do novo regime de acumulação, uma vez que esse sistema foi a alavanca inicial da mundialização

A partir da consolidação desse regime de finanças de mercado, diretas e internacionalizadas, o capital financeiro passou a crescer de forma intensa e autônoma (processo de financeirização da economia mundial), produzindo um brutal descolamento entre o lado real e o lado financeiro da economia, traduzido na magnitude das cifras movimentadas pelos mercados financeiros — cifras que são expressão de um capital de caráter eminentemente fictício.

Quando vigia o padrão-ouro, esse capital fictício era destruído bruscamente por uma crise financeira aniquiladora da pirâmide de dívidas formada durante a etapa de euforia do ciclo expansivo. Com o advento de um sistema baseado na moeda de crédito de curso forçado, emitida pelo Estado, o amadurecimento das crises financeiras passou a ser evitado, uma vez que as autoridades monetárias passaram a sancionar as apostas privadas (as estruturas de endividamento instáveis criadas na relação entre o setor produtivo e o setor financeiro) mediante a monetização dos instrumentos de crédito privados. O capital fictício deixou de ser destruído bruscamente, mas o processo inflacionário gerado por esse sistema passou a desvalorizar lentamente as dívidas, trazendo perdas para os credores e impondo freios ao desenvolvimento capital fictício. Foi o que ocorreu na década de 1970, quando, para evitar o desmoronamento do sistema a partir de uma grave crise financeira, o Estado norte-americano interveio sucessivamente mediante injeções maciças de liquidez na economia. O resultado foi a lenta desvalorização das dívidas por meio da inflação. Como esse processo prejudicava os credores e aumentava as incertezas quanto ao futuro da economia mundial, pondo em questão a hegemonia do dólar e dos Estados Unidos no contexto internacional, e como as inovações financeiras criadas a partir de meados do anos 1960 impediam um controle da liquidez via instrumentos tradicionais de controle de reservas, a opção da mudança hegemônica, ao final da década de 1970, foi pela implementação de uma política monetária que utilizava a dívida norte-americana para controlar a liquidez mundial (mercado de títulos), eliminar a inflação (juros altos, recuperando a rentabilidade dos credores) e consolidar a hegemonia dos Estados Unidos sob novos parâmetros (valorização do dólar a partir da elevação dos juros e atração dos capitais internacionais para a aquisição da dívida pública americana). Assim, os créditos desvalorizados foram substituídos pela dívida da nação hegemônica, impedindo a deflação de ativos e dívidas e a queima dos capitais fictícios, bem como a suposta derrocada do “ciclo sistêmico americano”.

financeira, permitindo a expansão e a internacionalização financeiras nos anos 1970 e abrindo espaço para os processos de liberalização e desregulamentação que definiriam o novo regime monetário e financeiro e possibilitariam a reafirmação da hegemonia mundial norte-americana.

Nesse novo modo de regulação da moeda e das finanças consolidado nos anos 1980, baseado em taxas de juros reais fortemente positivas, políticas desinflationistas, taxas de câmbio flexíveis e intenso processo de liberalização e desregulamentação, os credores e o capital financeiro não apenas deixaram de perder, como passaram a contar com um arcabouço institucional propício para a multiplicação de seus ganhos, drenando rapidamente para si parcelas importantes do estoque de riqueza (transferência de propriedade) e do fluxo de renda gerado pela sociedade, por intermédio, sobretudo, dos mecanismos utilizados pelo Estado para gerir a dívida pública. A expansão sem freios do capital fictício, a partir da estruturação do novo regime monetário e financeiro, desempenhou um papel crucial no processo de condução dos grandes atores da esfera financeira ao protagonismo no capitalismo mundial do final do século XX (a economia real foi se convertendo progressivamente em uma porcentagem ínfima da atividade monetária e financeira total). Ao contrário do que uma análise conservadora e precipitada poderia em princípio indicar, a valorização endógena de uma "riqueza financeira" sem lastro no setor produtivo (sem contrapartida no investimento produtivo, nem no intercâmbio de mercadorias e serviços, dentro de um circuito especulativo fechado, com seus mercados secundários e mecanismos "virtuais" de expansão monetária) não constitui um fenômeno estéril em relação à economia real. Esse capital fictício que se multiplica sob a forma de múltiplos ativos financeiros nos sofisticados mercados domésticos e internacionais, sob o amparo do novo regime monetário e financeiro e do Estado, adquire ativos reais (empresas), define a estratégia e a lógica de funcionamento do setor produtivo e extrai renda da sociedade (salários e lucros) pela apropriação de parcela do orçamento do Estado, via dívida pública (os gastos sociais sofreram uma significativa redução relativa em todo o mundo, substituídos pelo aumento exponencial dos gastos financeiros destinados a remunerar os financiadores das dívidas públicas nacionais).¹⁷ Em outras palavras, o capital fictício cresce em proporções inusitadas dentro do circuito fechado dos mercados financeiros, mas a participação relativa dos agentes envolvidos nesse circuito no volume total de ativos reais também cresce, uma vez que

¹⁷ Segundo Fiori ("Globalização, hegemonia e império", loc. cit., p. 143), "nos ciclos de expansão financeira de que nos falam Arrighi e Braudel, o Estado se alia às finanças sustentando a multiplicação do capital fictício, 'pelo toque da vara de condão' das dívidas públicas. Com a diferença de que hoje, avançando o processo de internacionalização e desregulação das finanças, surgiu uma espécie de 'dívida pública mundial', que é administrada como um sistema de crédito internacional pela finança privada capitaneada por quatro ou cinco Bancos Centrais relevantes. Além do que, desfeitas as fronteiras entre moeda, finanças e capital, as políticas monetárias se transformaram em alavancas simultâneas da competição entre os Estados e do jogo especulativo e de acumulação da 'riqueza abstrata'".

a esfera financeira se apropria progressivamente do estoque de capital produtivo existente (empresas) e da renda real produzida por esse capital produtivo (lucros e salários).¹⁸

A instabilidade, os abalos e as turbulências financeiras nos mercados financeiros internacionais — que deixaram de ocorrer segundo os padrões clássicos, no apogeu de uma fase de expansão do setor produtivo — passaram a fazer parte desse jogo de apropriação de renda e de riqueza pelos poderes financeiros, mas há limites evidentes para esse processo, já que sua contrapartida é a desaceleração e a manutenção de taxas reduzidas e assimétricas de crescimento econômico (incapazes de permitir a ampliação do mercado de trabalho e de minimizar o problema do desemprego estrutural), bem como um processo mundialmente disseminado de exclusão social.¹⁹

A ausência de uma depuração da esfera financeira, com a desvalorização de ativos fictícios, mantém uma tensão permanente na economia, produzindo bolhas especulativas periódicas em âmbito doméstico ou internacional, ora num mercado, ora em outro (imóveis, *commodities*, divisas, títulos, ações, derivativos etc.). Todas tendem a estourar, e as ações de socorro do Estado acabam repercutindo negativamente sobre a esfera produtiva, cada vez mais incapaz de superar suas

¹⁸ Basta recordar o raciocínio de Serfati, citado na Parte 2, segundo o qual a proliferação das formas de capital-dinheiro mediante múltiplos instrumentos financeiros, “facilitada pela abertura e a desregulamentação dos mercados financeiros (a ‘globalização financeira’), não significa apenas a sua ‘autonomização’ no seio da esfera financeira e sua excrecência em relação ao capital produtivo posto em movimento pelo processo do trabalho. A frutificação desse capital-dinheiro — sob a forma de dividendos, de juros e de variedades ‘híbridas’ de rendimento — se baseia, no fim das contas, no valor criado na esfera da produção de bens. Atualmente, a ‘tirania dos mercados’ não significa nada mais do que o direito dos que centralizam esse capital-dinheiro, depois de o terem criado e multiplicado, de arrogar para si uma parte desmesurada das riquezas criadas no processo de produção” (Serfati, Claude. “O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 145-146).

¹⁹ Palazuelos (op. cit., pp. 205-206) faz uma síntese precisa e contundente do problema: “O discurso ortodoxo legitima um funcionamento do sistema financeiro que leva à perda dos referenciais que deveria assumir a dinâmica econômica, resumidos em dois princípios básicos: garantir o crescimento e estender o bem-estar social entre os cidadãos de cada país. O obstinado trabalho de encobrimento realizado pelos defensores da *globalização* não pode evitar que, após décadas de supremacia financeira, se comprove nitidamente que sua expansão se faz às custas de minimizar o crescimento econômico e de ampliar a fratura social criada entre os grupos sociais da população. O crescimento econômico tornou-se lento em virtude da diminuição do investimento produtivo e da redução das taxas de crescimento da produtividade do trabalho e do capital, apesar das importantes inovações tecnológicas surgidas nas últimas décadas. [...] uma parte considerável [da renda produzida nas atividades produtivas] se extravía quando se dirige para os mercados financeiros. Estes se converteram num circuito semifechado no qual se mobiliza uma exuberante massa de dinheiro que se reproduz sem cessar em seu interior, de modo que apenas uma parte reduzida se direciona para as operações de investimento em bens e serviços reais. Cria-se assim uma economia financeira meramente virtual, que se amplia e se diversifica com caráter endógeno e finalista, dotada de uma lógica e de uma dinâmica expansiva próprias”.

instituição superada e impotente diante da “nova ordem mundial”, é, na verdade, uma instituição fundamental na sustentação do novo binômio (como, de resto, na gênese, construção e crise de qualquer regime de acumulação no sistema capitalista de produção). Se ele se revela aparentemente impotente perante a “globalização”, isto se deve à sua atuação articulada e subordinada aos interesses dos novos comandantes do processo de acumulação, isto é, a esfera financeira, e assim parece que permanecerá até que uma grande crise desarticule o atual binômio e promova uma depuração do capital financeiro fictício, dando espaço para que se estabeleça uma nova correlação de forças dentro da sociedade que contemple, eventualmente, a reorganização e a maior participação de segmentos sociais hoje pouco influentes sobre a condução das políticas de Estado.

Se não for aberto espaço para uma reativação do investimento produtivo, estabelecendo-se simultaneamente limites para a expansão hoje desenfreada e excessiva do capital financeiro, a expectativa é de estagnação persistente da maior parte da economia mundial, com o acirramento contínuo das contradições entre uma hipertrofia financeira mundialmente disseminada, alimentada por episódios recorrentes de instabilidade e de crise econômico-financeira, e um crescimento mundial anêmico e assimetricamente distribuído²¹ — as crises financeiras e a estagnação econômica, conforme visto na Parte 2, retroalimentam-se, o que acentua o caráter profundamente contraditório das relações engendradas pelo binômio atual, sobretudo em virtude da configuração de seu regime monetário e financeiro. Na medida em que a riqueza só pode ser gerada no setor produtivo, todo esse processo corre o risco de encaminhar-se para um desfecho previsível: o “remédio” (a instabilidade que alimenta a valorização do capital financeiro e é consubstancial ao regime de finanças de mercado) pode se transformar em “veneno”, e o gigantesco volume de capital fictício, virtual, pode vir a ser rapidamente destruído por uma crise financeira de proporções inusitadas. O grande problema — ao menos para os segmentos da sociedade que não se beneficiam do atual modelo — consiste na possibilidade de que os arranjos institucionais do binômio vigente perdurem ainda por longo período. Enquanto não houver uma depuração da esfera financeira, bem como o retorno a um regime de finanças que promova a

da riqueza acumulada sobre as possibilidades emergentes de ampliá-la”.

²¹ Palazuelos (op. cit., p. 206) salienta, contudo, que o fenômeno da financeirização não tem responsabilidade exclusiva na redução do crescimento econômico. Há outros fatores que contribuem para frear a economia, cabendo destacar, dentre outros, as novas características assumidas pelo progresso técnico e sua difusão irregular entre os países e entre os setores da economia (o que Chesnais chama de “caráter imperfeito da mundialização”), as condições de rentabilidade das empresas ocupadas na produção de manufaturas, a rápida terciarização da atividade econômica nos países desenvolvidos e as profundas mudanças socioculturais que se verificam nesses países.

expansão sustentada do investimento e a valorização do capital produtivo e que controle minimamente o processo especulativo (seja após uma crise de amplas proporções, seja mediante uma transformação lenta e administrada dos atuais arranjos institucionais), toda a economia mundial continuará sendo profundamente transformada pela dinâmica do atual regime, segundo os padrões hoje vigentes: concentração e centralização do capital sem precedentes (mudanças significativas na estrutura de propriedade e importância crescente do setor financeiro no produto interno bruto), reduzidas taxas de investimento privado e público (a financeirização da economia se opõe ao aumento necessário da taxa de acumulação, uma vez que os recursos são desviados para aquisição de ativos financeiros), expansão ilimitada da acumulação financeira, desestruturação das relações trabalhistas, desemprego e precarização acentuada do trabalho, lento crescimento da renda *per capita*, maior assimetria social na distribuição da renda e deterioração dos padrões de vida das camadas subalternas da população, exclusão social endêmica, exclusão de áreas mundiais inteiras do bem-estar econômico, hierarquização acentuada e concentração do poder político, econômico e militar mundial etc.²²

* * *

Nos últimos anos do século XX a economia mundial vem experimentando um ímpeto expansivo (crescimento na Europa e na Ásia em 1999-2000 a taxas superiores às observadas nas últimas duas décadas, além da manutenção do crescimento dos Estados Unidos desde 1991) que muitos analistas tendem a avaliar como o prenúncio de um novo e longo período de crescimento vigoroso e sustentado. A possibilidade de ocorrência de surtos breves de crescimento, alavancados sobretudo por inovações

²² O Brasil sofreu as consequências da criação do novo binômio hegemônico nas décadas de 1970 e 1980 (endividamento e crise da dívida) e nele se engajou nos anos 1990 (abertura comercial, privatizações, liberalização do mercado financeiro, juros reais superiores aos internacionais etc., no âmbito da etapa de incorporação dos “mercados emergentes” e de acordo com o recetário prescrito pelo pensamento político-econômico hegemônico em âmbito internacional, traduzido pelo “Consenso de Washington”) de forma absolutamente subordinada aos interesses do capital financeiro internacional e com agravantes: sua norma de produção e sua norma social de consumo já apresentavam, desde a implantação do modelo de 1964, características semelhantes às do novo modelo dominante em âmbito mundial. Nesse sentido, o Brasil, enquanto “vanguarda” na criação de mecanismos de transferência de renda para a esfera financeira e de defesa de interesses rentistas (o sistema de indexação — a correção monetária — e a dualidade monetária sustentada pelo financiamento explosivo da dívida pública mediante títulos no *open market* — a “ciranda financeira” —, núcleo do regime monetário e financeiro brasileiro por três décadas, são duas instituições —, núcleo do regime monetário e financeiro brasileiro por três décadas, são duas instituições exemplares do contexto especulativo e rentista criado pelo modelo de 1964), serve de exemplo do grau que pode ser alcançado pelas muitas mazelas sociais que decorrem do novo binômio que regula o capitalismo mundial (endividamento, concentração de renda e riqueza, exclusão social, baixas taxas de crescimento, desemprego etc.).

tecnológicas, é perfeitamente compatível com a dinâmica do regime de acumulação hoje vigente, mas parece haver evidências suficientes de que o desenho institucional e a lógica operacional do binômio mundialmente hegemônico e de seu peculiar regime monetário e financeiro não favorecem a plena expansão de um novo ciclo longo de crescimento vigoroso e sustentado, muito menos uma redução da forte assimetria que vem caracterizando a distribuição de seus limitados frutos no decorrer das últimas duas décadas do século XX. A tônica da economia mundial desde o fim do regime fordista tem sido a minimização do crescimento da renda *per capita* e a distribuição cada vez mais assimétrica da renda — nada de substancial parece haver mudado nos últimos anos do século que indique uma reviravolta nesses rumos, mesmo após as muitas turbulências e crises financeiras observadas nos anos 1990. Contudo, a manutenção de um certo padrão de crescimento econômico durante a vigência do atual binômio, ainda que em patamares relativamente pífios, cria a ilusão de que todos saem ganhando (ilusão difundida precisamente pelos segmentos sociais que aumentam seu nível de renda, conforme salienta Palazuelos²³), quando a realidade evidencia que uma parcela crescente da população mundial não apenas não melhora sua renda como a vê diminuir com o passar do tempo, juntamente com a possibilidade de acesso a condições mínimas de bem-estar social e econômico — uma realidade ainda mais dramática nos países não desenvolvidos, dos quais o Brasil é um dos exemplos mais evidentes, dada a sua histórica e sempre renovada capacidade de distribuir assimetricamente a renda. A mesma ilusão se produz com a ebulição e a exuberância ensimesmada dos mercados financeiros e com a sua capacidade de prosperar mesmo em momentos de recessão econômica, registrando um desempenho que não guarda vínculos explícitos com o comportamento dos “fundamentos” da economia.²⁴

É importante ficar claro, contudo, que o reconhecimento das dificuldades impostas ao crescimento econômico pelo regime de acumulação sob dominância financeira e pelo modo de regulação rentista de mercado não deve, sob qualquer hipótese, ser confundido com um suposto questionamento do papel vital que as

²³ Palazuelos, *op. cit.*, p. 207.

²⁴ Segundo Palazuelos (*idem*, p. 207), esse caráter ensimesmado da esfera financeira e a perda dos referenciais econômicos e sociais “atingem o paroxismo quando se accita com naturalidade que, ano após ano, as cifras dos lucros das grandes instituições financeiras alcancem incrementos de 20%, 30% ou mais e que suas taxas de rentabilidade continuem aumentando, enquanto se regateiam aumentos irrisórios nas rendas salariais ou nas pensões públicas e os governos anunciam novas restrições nas coberturas sociais. Os aumentos nas magnitudes alcançadas pelos mercados financeiros se expressam com cifras de dois ou três dígitos, enquanto se debate com ardor sobre variações decimais nos déficits orçamentários, nos níveis de inflação ou nos movimentos das taxas de juros. Chegados a tal ponto, diante de tal dissociação de critérios, parece evidente que a acentuada glotonaria de uns se realiza à custa da penúria de outros”.

finanças necessariamente desempenham no processo de acumulação. Conforme salientado por Salama, seria um erro pensar que as finanças

“devem ser assimiladas, em todas as circunstâncias, como uma atividade parasitária, segregando as rendas, acentuando as desigualdades entre os ganhos do capital e os do trabalho, minando a acumulação, limitando a criação de empregos e favorecendo uma sociedade de exclusão em que a socialização pelo trabalho tornar-se-ia mais e mais difícil. O desenvolvimento das finanças e, com ele, o surgimento de sofisticados produtos financeiros, permite o desenvolvimento do capital. O ciclo do capital só pode, com efeito, se desencadear se as atividades financeiras permitem que o capital produtivo se desenvolva”.²⁵

Desta forma, não se pode negar que a expansão dos mercados de financeiros gera uma oferta de liquidez que pode baratear as condições de financiamento, permitir o acesso de empresas e países a recursos externos e garantir aos vários atores econômicos maior diversificação e flexibilidade para decidir as formas mais convenientes de financiamento de suas atividades. Entretanto, esse quadro somente se materializa num contexto de finanças “virtuosas” ou “industrializantes”, no qual o capital financeiro, em lugar de subordinar o capital produtivo, serve-lhe de esteio, de alavanca na geração de riqueza. Não é este o cenário construído pelo binômio que governa o sistema capitalista no final do século XX: o que se contempla é um movimento financeiro autônomo, comandado por poderosas instituições (investidores institucionais, grandes corporações industriais e grandes bancos), que não tem por referência imediata o comportamento das variáveis reais da economia e que se esforça em submetê-las à sua própria lógica expansiva. Nas palavras de Palazuelos, esse mundo financeiro não apenas deixa de refletir a situação real da economia, como também se converte na sua alternativa.²⁶

²⁵ Salama, Pierre. “A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 231-232.

²⁶ Cf. Palazuelos, op. cit., p. 206. Segundo o autor, “é por isso que parece que os agentes econômicos carecem de margem de manobra e devem ater-se aos imperativos das variáveis monetário-financeiras. Por isso se argumenta que os governos, as empresas e os cidadãos devem ater-se ferreamente às regras do jogo marcadas pelos ditames financeiros, pois de outro modo a gestão macroeconômica, as estratégias empresariais e a rentabilidade das poupanças ficariam em má situação. Prevalce, assim, o viés monetário das políticas econômicas e se confere aos bancos centrais um poder econômico e político incalculável quando são convertidos em garantidores da continuidade dessas políticas. A atividade das empresas fica submetida a uma lógica de curto prazo, mediatizada pelas variações nas taxas de juros e de câmbio, em um contexto de grande incerteza que é antagônico com o horizonte de médio e longo prazo que as grandes decisões sobre investimento e inovação tecnológica requerem. É com grande frequência que as empresas encontram melhores expectativas de lucros por meio de simples operações financeiras do que mediante investimentos que ampliem suas capacidades produtivas. Da mesma forma, uma grande parte dos assalariados deve aceitar a contenção de suas rendas, porque assim o exigem os critérios de estabilização monetária. As opções de renovação tecnológica criam novos bolsões de desemprego e/ou de emprego precário, porque essa renovação não tem como propósito a ampliação persistente das escalas produtivas, mas a manutenção das mesmas

O fetiche de um mundo financeiro que se apresenta como alternativa ao mundo da economia "real" não é um fenômeno completamente novo, mas a sua recriação ao final do século XX surge revestida de elementos e características que parecem conferir ao paradigma que hoje norteia e organiza o modo capitalista de produção um caráter singular e relativamente inusitado. Em sua análise sobre as transformações na gestão da riqueza verificadas nos Estados Unidos nas últimas décadas, Braga aponta a grande ironia de que um dos rumos prováveis da reforma bancária e financeira norte-americana que sancionou as novas práticas empresariais e encaminhou um novo quadro regulatório seria o de levar o sistema de volta a algo parecido com o que era nas décadas que antecederam a *débâcle* de 1929.²⁷ É evidente que, sob alguns aspectos, a lógica financeira e rentista hoje reinante se assemelha àquela dos anos 1920. Essa idéia, por sinal, é compatível com a tese de que apenas uma grande crise permitirá transformar a lógica atual e fragilizar as bases de sustentação do binômio vigente. Contudo, além de contar com uma esfera financeira dotada de estrutura infinitamente mais sofisticada e complexa, a marcada penetração da lógica rentista, financeira e curto-prazista no conjunto das atividades econômicas e na institucionalidade do modo de regulação hoje vigente parece singularizá-lo, uma vez que há uma notável sedimentação difusa de uma "razão rentista" no imaginário e no sistema de valores dos indivíduos e da sociedade (sobretudo nos segmentos dominantes e nas classes médias das nações desenvolvidas e periféricas) que não guarda paralelos com os episódios de euforia especulativa socialmente disseminados que marcaram a economia norte-americana nos anos 1920. O ressurgimento dos rentistas e do rentismo como tendência parasitária do capitalismo parece dar-se sob novos termos no final do século XX, assumindo um caráter mais orgânico e sistêmico.

Em primeiro lugar, conforme salientado por Braga, o sistema financeiro pré-1930, em que o mercado de capitais era desregulado e pouco fiscalizado, tinha caráter industrializante, ou seja, era funcional para a vitalidade da indústria americana, não obstante seu "vício" especulativo. Nos anos 1920 o setor produtivo não tinha suas atividades e estratégias tão diretamente subordinadas aos interesses e ao comando da esfera financeira, como é, cada vez mais, a tônica atual. Em segundo lugar, há hoje uma grande sensibilidade em relação ao fator risco, o que parecia não ocorrer nos anos

mediante uma substituição do trabalho pelo capital para baratear os custos da mão-de-obra. Essa é a razão pela qual são frequentes as operações de fusão ou aquisição de grandes empresas que resultam em reduções de empregos" (pp. 206-207).

²⁷ Cf. Braga, José C. S. "Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha". In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros - um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1998, p. 151.

1920, quando a febre por aplicações bursáteis era cega quanto aos riscos envolvidos nessas operações financeiras. A atividade especulativa, àquela época limitada quase exclusivamente às bolsas de valores — uma bolha especulativa engendrada pela euforia com os expressivos resultados econômicos obtidos pelas grandes empresas norte-americanas do setor produtivo —, ganhou autonomia em relação aos processos cíclicos da economia e é hoje muito mais diversificada, flexível e, sobretudo, protegida em termos microeconômicos (graças aos derivativos, que institucionalizaram a especulação), amparando seu inusitado vigor em uma infinidade de instrumentos que incorporam toda a riqueza real e fictícia em seu movimento: negociam-se créditos, partes de empresas, dívidas, lucros, divisas, oscilações nas variáveis econômicas etc. De forma apenas aparentemente paradoxal, a contrapartida para a multiplicação de sofisticados dispositivos de proteção contra riscos microeconômicos (mecanismos que transferem mas não eliminam os riscos), alavanca principal para a expansão desenfreada da atividade especulativa nos mercados financeiros, é um acirramento das incertezas no âmbito macroeconômico e um risco sistêmico crescente.²⁸ Por fim, o fator distintivo mais importante: a “razão rentista” e especulativa do atual binômio — apoiada sobre um ideário liberal historicamente determinista e socialmente darwinista — tem contundentes efeitos reais sobre a configuração e a dinâmica de todas as formas institucionais que o constituem, não se restringindo ao âmbito da regulação da moeda e das finanças, conforme discutido no Capítulo 5 da Parte 2. Embora o rentismo seja pré-capitalista, a “razão rentista” que molda as estratégias produtivas, influencia os rumos das relações entre o capital e o trabalho, delimita a atuação do Estado e transforma as finanças no principal produto transacionado entre as nações parece adquirir uma dimensão sistêmica que singulariza o atual binômio. Assim, pode-se mesmo afirmar que essa “razão rentista” é um importante alicerce institucional do novo binômio.

Em face desse quadro, para que o crescimento econômico não sofra sucessivos bloqueios e interrupções, isto é, para que se supere o atual contexto de crescimento

²⁸ Dada a tensão entre os mecanismos de proteção microeconômicos e a crescente incerteza macroeconômica e considerando-se que o poder de contágio destrutivo entre os mercados financeiros, bem como suas repercussões sobre as atividades produtivas, são muito maiores no final do século XX do que o eram na década de 1920, é de se perguntar: se a Crise de 1929 provocou uma depressão econômica profunda, o que não poderá ocorrer numa crise sistêmica que aniquile uma parcela significativa do capital financeiro acumulado durante o regime de acumulação sob dominância financeira, sobretudo após um longo período de dramática concentração de renda? É certo que o Estado salvacionista não atuou após a Crise de 1929 e que necessariamente o faria hoje, mas a probabilidade de que tal intervenção fosse tão bem-sucedida quanto o foi nos anos 1970 parece ter-se reduzido substancialmente. O Estado pode hoje evitar crises financeiras privadas localizadas (minimizar perdas para o setor privado, socializando os prejuízos), mas dificilmente poderá debelar uma crise financeira global.

lento e espasmódico, de tensão permanente entre expansão e estagnação, não bastará mobilizar os setores sociais interessados em acelerar o crescimento: será preciso aniquilar essa “razão rentista” sistêmica, acabar com a supremacia do capital especulativo, promover uma depuração da esfera financeira e construir arranjos institucionais que engendrem um novo regime monetário e financeiro (em última instância, um novo regime de acumulação e um novo modo de regulação). O poder adquirido pela coalizão que sustenta a “ordem trinitária” do regime monetário e financeiro atual, bem como o grau de enraizamento alcançado pela lógica rentista e imediatista, permitem inferir que as condições para um processo de “domesticação dos mercados” e para o resgate de um regime de finanças “virtuosas” só surgirão após um crise financeira profilática em âmbito mundial que penalize as economias dominantes (uma crise que muitos temem possa surgir a partir de uma brusca desaceleração do crescimento mantido pela economia norte-americana desde 1991, com efeitos deflacionários e depressivos sobre Wall Street e sobre o dólar — daí a preocupação do FED e dos “mercados” com um “pouso suave” da economia dos Estados Unidos), único evento capaz de reunir forças políticas e dar sustentação social para a implementação de medidas que transformem os atuais arranjos institucionais e controlem a esfera financeira e a atividade especulativa.

Dada a sua consolidação, as formas institucionais que compõem o atual binômio terão de passar por profundos questionamentos para serem reconfiguradas, e a perspectiva mais plausível indica que apenas uma grande crise em âmbito mundial terá o poder pedagógico necessário para mobilizar forças capazes de promover essa transformação. Entretanto, quer seja ou não necessária uma grande crise para transformar o binômio vigente, uma análise minimamente atenta da experiência histórica do capitalismo é suficiente para refutar a tese (por sinal muito difundida e com numerosos adeptos em diversos segmentos da sociedade, apesar de sua intrínseca incongruência) da irreversibilidade de uma mundialização financeira dominada por forças de mercado incontroláveis (liberalizadas e desregulamentadas) e de efeitos inelutáveis.²⁹ Não há situação que independa de modificações nas relações sociais e

²⁹ Os defensores dessa tese ocupam-se incessantemente em mostrar as supostas virtudes do processo de mundialização. Um exemplo é dado por Farnetti, que, em sua análise sobre o papel dos investidores institucionais no capitalismo atual, mostra como o crescimento dessas poderosas instituições de capital-dinheiro concentrado que são os fundos de pensão e outros fundos de investimento anglo-saxões está no coração do processo de mundialização financeira, o qual pesa de maneira cada vez mais determinante na evolução econômica mundial, ditando as estratégias do setor produtivo e impondo sua lógica rentista e de curto prazo. Contudo, os investidores institucionais costumam ser apresentados pelos entusiastas da “globalização” como o exemplo máximo da democratização do capital, quando é evidente que os seus cotistas não desfrutam de poder algum sobre as decisões tomadas pelos gestores dos fundos, aqueles que verdadeiramente “fazem” os mercados financeiros. Vende-se o mito de um

que não possa ser alterada e subvertida pela ação direta de forças sociais e políticas. Embora tal tese exerça um encanto quase místico sobre segmentos dominantes da sociedade — analistas, acadêmicos e mídia (o que não é pouco, dada a capacidade desses atores de construir mecanismos mentais nos indivíduos e manipular a realidade social e a “opinião pública”), trata-se de uma noção fatalista que não ultrapassa o terreno do discurso eminentemente ideológico, carente de qualquer sustentação histórica. O que a contínua expansão material que caracteriza a experiência histórica do capitalismo parece indicar, ao contrário, é que a incapacidade de garantir uma nova rodada de expansão vigorosa e sustentada de crescimento econômico reduz sensivelmente as perspectivas de sobrevivência do atual binômio no longo prazo, bem como de sua “irreversível globalização financeira” e de seus “incontroláveis mercados” liberalizados e desregulamentados.

Refutado o dogma da irreversibilidade e inexorabilidade das forças desencadeadas pelo atual binômio, é imperativo salientar que a possível crença na tese de que somente uma grande crise poderá estimular a construção de um novo padrão de regulação da moeda e das finanças nas economias capitalistas não deve, em hipótese alguma, induzir os críticos da ordem financeira hoje dominante ao imobilismo e à inoperância — antes o contrário. É absolutamente necessário, por um lado, seguir denunciando as mazelas e alertando para as ameaças latentes suscitadas pelo paradigma econômico hoje hegemônico e, por outro, propor transformações estruturais e institucionais que permitam resgatar certos princípios de equidade econômica e social hoje abandonados e conduzam a um modelo de organização das relações econômicas que propicie maior capacidade de investimento e de crescimento econômico (alcançar um patamar de crescimento minimamente satisfatório para inserir segmentos sociais marginalizados) e uma distribuição menos iníqua e excludente de seus frutos entre os países e entre as classes sociais. A defesa de postulados críticos e o esforço na elaboração de propostas com o objetivo de alterar os rumos atuais da organização econômica nos âmbitos doméstico e internacional nunca terão um caráter estéril ou quimérico, mesmo porque uma transformação que prescindia de uma grande crise, embora de difícil consecução — uma vez que envolve, via de regra, intensa cooperação e coordenação econômica e política internacional, entre potências rivais—, não é de todo impossível. Além do mais, em favor de uma transformação gradual e administrada da atual realidade econômica sempre se pode contar com o instinto de

capitalismo popular, um “socialismo”, segundo o *slogan* panfletário de Peter Drucker, quando os investidores institucionais são, na verdade, agentes de uma concentração incessante de capital. Ver Fametti, Richard. “O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas”. In: Chesnais (org.), op. cit., pp. 203-210.

autopreservação e sobrevivência, o poder de regeneração e a capacidade de recriar formas de dominação de que gozam historicamente os proprietários do capital. De qualquer forma, para evitar propostas inócuas e irrealistas, fundadas em iniciativas pontuais, descoordenadas e voluntaristas, é preciso antes de mais nada reconhecer o imenso poder desfrutado pelas forças que sustentam a ordem atual e atuar intensamente sobre suas fraquezas. Por mais débeis que sejam as forças que se opõem à ordem financeira vigente, sua inoperância e passividade apenas pode contribuir para garantir uma vida mais longa a um modelo extremamente perverso e negativo em termos de bem-estar e de inclusão social.

* * *

Resumindo o argumento, deve-se salientar que, da maneira como estão estruturadas a forma institucional regime monetário e financeiro mundialmente hegemônica e as suas interações com as demais formas institucionais, não se pode afirmar que o capitalismo atual esteja regido por um regime de acumulação e um modo de regulação que permitam uma expansão econômica perene e sustentada e garantam uma projeção coletiva de futuro minimamente aceitável do ponto de vista social. Em outras palavras, uma nova e vigorosa fase de expansão material do sistema capitalista, com inclusão e coesão sociais, exige uma transformação profunda das formas institucionais ora vigentes. Estas, em virtude de suas contradições e certas características intrinsecamente instáveis, parecem semear crises econômicas sistêmicas (fruto da dinâmica operativa do regime monetário e financeiro) e convulsões sociais (produto das tensões provocadas pela deterioração dos padrões de vida e marginalização social dentro dos países e pela exclusão de regiões inteiras do planeta do bem-estar econômico) — que, a manter-se o quadro e a dinâmica atuais, poderão se materializar ao longo da primeira década do século XXI. Contudo, se o possível acirramento das contradições do regime de acumulação hoje mundialmente hegemônico põe em dúvida se ele terá vida longa, os arranjos institucionais que poderão vir a sucedê-lo permanecem uma incógnita, pois o atual regime não parece ser passível de ser desarticulado e transformado de forma administrada e gradual, como ocorreu, sob certos aspectos, com o regime fordista ao longo da década de 1970, mas apenas mediante uma crise de amplas proporções que fragilize e ponha em questão suas sólidas e bem-guardadas bases institucionais.

BIBLIOGRAFIA

- Aglietta, Michel. *Regulación y crisis del capitalismo*. México: Siglo Veintiuno, 1979.
- _____. "Avant-propos à la deuxième édition". In: *Regulation et crise du capitalisme*. Paris: Calman-Levy, 1982.
- _____. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 1995.
- Aglietta, Michel e Brender, Anton. *Les métamorphoses de la société salariale*. Paris: Calmann-Lévy, 1984.
- Aglietta, Michel e Orléan, André. *A violência da moeda*. São Paulo: Brasiliense, 1990.
- Aldrighi, Dante M. "Corporate governance in Germany: an assessment of the convergence hypothesis". *Estudos Econômicos*. São Paulo: IPE-USP, vol. 30, nº 1, 2000.
- Amadeo, Edward J. e Dutt, Amitava K. "Os keynesianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos". *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro: Ipea, vol. 17, nº 3, dez. 1987.
- Arrighi, Giovanni. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contraponto/Ed. da Unesp, 1996.
- Baer, Mônica. *A internacionalização financeira no Brasil*. Petrópolis: Vozes, 1986.
- Batista Jr., Paulo N. *Os mitos da globalização*. São Paulo: IEA-USP, 1997 (série Assuntos Internacionais, nº 52).
- Baumann, Renato (org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus/Sobeet, 1996.
- Belluzzo, Luiz G. M. "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'organizados'". *Economia e Sociedade*. Campinas: IE-Unicamp, nº 4, 1995.
- _____. "Notas sobre a crise da Ásia". *Praga - Estudos Marxistas*. São Paulo: Hucitec, nº 5, 1998.
- _____. "Finança global e ciclos de expansão". In: Fiori, José Luís (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.
- _____. (org.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1982.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. de. "Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo". *Novos Estudos*. São Paulo: Cebrap, nº 23, mar. 1989.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Coutinho, Renata (orgs.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise*. São Paulo: Brasiliense, 1983.
- Boyer, Robert. "Les crises ne sont plus ce qu'elles étaient...". In: Boyer, Robert (org.). *Capitalismes fin de siècle*. Paris: Presses Universitaires de France, 1986.
- _____. "Wage/labor relations, growth, and crisis: a hidden dialectic". In: Boyer, Robert (org.). *The search for labor market relations*. Oxford: Clarendon Press, 1988.

- _____. *A teoria da regulação*. São Paulo: Nobel, 1990.
- _____. “Os modos de regulação na época do capitalismo globalizado: depois do boom, a crise?”. In: Fiori, José Luís, Lourenço, Marta S. e Noronha, José C. (orgs.). *Globalização: o fato e o mito*. Rio de Janeiro: Ed. da Uerj, 1998.
- Boyer, Robert e Drache, Daniel (eds.). *States against markets: the limits of globalization*. Londres: Routledge, 1996.
- Boyer, Robert e Saillard, Yves (eds.). *Handbook on regulation of economics*. Armonk: Sharpe, 1995.
- Braga, José Carlos de S. *Temporalidade da riqueza – uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista*. Campinas: tese de doutorado, IE-Unicamp, 1985.
- _____. “Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”. In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- _____. “Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1998.
- _____. “Alemanha: império, barbárie e capitalismo avançado”. In: Fiori, José Luís (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.
- Brunhoff, Suzanne. *A moeda em Marx: teoria marxista da moeda*. Porto: Edições Rés, 1975.
- _____. *A política monetária: uma tentativa de interpretação marxista*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.
- _____. “A instabilidade financeira internacional”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- Carvalho, Fernando J. C. “Stabilizing an unstable economy – resenha bibliográfica”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro: Ipea, vol. 17, nº 1, abr. 1987.
- _____. *Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma escola monetária*. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1988.
- Cavalcanti, Carlos B. *Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna*. Rio de Janeiro: 12º Prêmio BNDES de Economia, 1988.
- Chesnais, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- _____. “A emergência de um regime de acumulação mundial predominantemente financeiro”. *Praga – Estudos Marxistas*. São Paulo: Hucitec, nº 3, 1997.
- _____. “Prefácio à edição brasileira”; “Introdução geral”; “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”; “Posfácio: os crashes financeiro asiáticos e os mecanismos de propagação internacional de crise econômica”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

- _____. (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- Cintra, Marcos Antonio M. “A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1998.
- Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1998.
- Colistete, Renato P. “Hyman Minsky: uma visão da instabilidade a partir de Keynes”. *Revista de Economia Política*. São Paulo: Brasiliense, vol. 9, nº 2, abr.-jun. 1989.
- Conceição, Octavio A. C. “Crise e regulação: a metamorfose restauradora da produção”. In: Faria, Luiz Augusto E., Conceição, Octavio A. C. e Bello, Teresinha da S. (orgs.). *Desvendando a espuma: reflexões sobre a crise, regulação e capitalismo brasileiro*. Porto Alegre: FEE, 1989.
- Coutinho, Luciano G. “A fragilidade do Brasil em face da globalização” In: Baumann, Renato (org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus/Sobeet, 1996.
- _____. “Quem tem medo dos mercados?”. *Folha de S. Paulo*. São Paulo: caderno “Dinheiro”, 24/09/2000, p. B-2.
- Dreizen, Jacobo J. “Fragilidade financeira, inflação e crédito indexado”. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, vol. 39, nº 3, 1990.
- Faria, Luiz Augusto E., Conceição, Octavio A. C. e Bello, Teresinha da S. (orgs.). *Desvendando a espuma: reflexões sobre a crise, regulação e capitalismo brasileiro*. Porto Alegre: FEE, 1989.
- Farnetti, Richard. “O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- Ferreira, Carlos K. L. e Freitas, Maria Cristina P. de. *O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. São Paulo: Iesp/Fundap, 1990.
- Ferreira, Carlos K. L., Freitas, Maria Cristina P. de e Schwartz, Gilson. “Formato institucional do sistema monetário e financeiro. um estudo comparado”. In: Cintra, Marcos Antonio M. e Freitas, Maria Cristina P. de (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1998.
- Fiori, José Luís. “Globalização, hegemonia e império”. In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- _____. *Os moedeiros falsos*. Petrópolis: Vozes, 1997 (coleção Zero à Esquerda).

- _____. "O poder e o dinheiro: várias lições e uma hipótese". *Praga – Estudos Marxistas*. São Paulo: Hucitec, nº 5, 1998.
- _____. (org.). *Listados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.
- Fiori, José Luís, Lourenço, Marta S. e Noronha, José C. (orgs.). *Globalização: o fato e o mito*. Rio de Janeiro: Ed. da Uerj, 1998.
- Fitoussi, Jean-Paul. *Le débat interdit*. Paris: Arléa, 1995.
- FMI/IMF. *Estadísticas Financieras Internacionales* (vários números). Washington D.C.
- _____. *World Economic Outlook* (vários números). Washington D.C.
- _____. *International capital markets: developments, prospects and policy issues*. Washington D.C., 1996.
- Freeman, Christopher e Perez, Carlota. "Structural crises of adjustment, business cycles and investment behaviour". In: Dosi, Giovanni et alii (orgs.). *Technical change and economic theory*. Londres: Pinter, 1988.
- French-Davis, Ricardo e Griffith-Jones, Stephany (orgs.). *Os fluxos financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.
- Frontana, Andrés V. *As concepções regulacionista e pós-keynesiana do processo de crise financeira e a interpretação da experiência brasileira no período 1964-89*. São Paulo: dissertação de mestrado, FEA-USP, 1996.
- Furtado, Celso. *O capitalismo global*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1998.
- Furtado, João. "Mundialização, reestruturação e competitividade – a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas". *Novos Estudos*. São Paulo: Cebrap, nº 53, mar. 1999.
- Galbraith, John K. *La cultura de la satisfacción*. Barcelona: Ariel, 1993.
- Gordon, David (1994). "The global economy: new edifice or crumbling foundations?". In: Kotz, David M., McDonough, Terence e Reich, Michael (eds.). *Social structures of accumulation: the political economy of growth and crisis*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.
- Guttmann, Robert. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system*. Nova York: M. E. Sharpe, 1994.
- _____. "As mutações do capital financeiro". In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- Harvey, David. *Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 1989.
- Hicks, John R. *The crisis in Keynesian economics*. Oxford: Basic Blackwell, 1974.
- Hilferding, Rudolf. *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- Hirsch, Joachim. "Globalização e mudança social: o conceito da teoria materialista do Estado e a teoria da regulação". *Ensaio FEE*. Porto Alegre, vol. 17, nº 1, 1998.

- Hirst, Paul e Thompson, Grahame. *Globalização em questão: a economia internacional e as possibilidades de governabilidade*. Petrópolis: Vozes, 1998 (coleção Zero à Esquerda).
- Hobsbawm, Eric. *A era dos extremos. O breve século XX, 1914-1991*. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.
- Ianni, Octavio. *Teorias da globalização*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1998.
- Iesp/Fundap. *Évolução e impasses do crédito*. São Paulo: Iesp, 1988 (Relatório de Pesquisa nº 4).
- _____. *Déficit e endividamento do setor público*. São Paulo: Iesp, 1988 (Relatório de Pesquisa nº 5).
- Jessop, Bob. "Regulation theories in retrospect and prospect". *Economy and Society*, vol. 19, nº 2, 1990.
- Keynes, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.
- Kindleberger, Charles P. *Manias, pânico e crashes – um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992.
- Kotz, David M. "The regulation theory and the social structure of accumulation approach". In: Kotz, David M., McDonough, Terence e Reich, Michael (eds.). *Social structures of accumulation: the political economy of growth and crisis*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.
- Kotz, David M., McDonough, Terence e Reich, Michael (eds.). *Social structures of accumulation: the political economy of growth and crisis*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.
- Lipietz, Alain. *Reflexions autour d'une fable. Pour une statut marxiste des concepts de regulation et d'accumulation*. Paris: Cepremap, 1985.
- _____. *Miragens e milagres: problemas da industrialização no Terceiro Mundo*. São Paulo: Nobel, 1988.
- _____. *Audácia – uma alternativa para o século 21*. São Paulo: Nobel, 1991.
- Lopes, Carlos M. (coord.). *Ensaio de teoria pós-keynesiana*. Fortaleza: EUFC/Caen, 1987.
- Lozardo, Ernesto (org.). *Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987.
- Maddison, Angus. *Phases of capitalism development*. Oxford University Press, 1982.
- _____. *Dynamic forces in capitalist development: a long-run comparative view*. Oxford University Press, 1991.
- Mandel, Ernest. *Long waves of capitalist development; a marxist interpretation*. Londres: Verso, 1995.
- Marques-Pereira, Jaime. "Trabalho, cidadania e eficiência da regulação econômica: uma comparação Europa/América Latina". In: Théret, Bruno e Braga, José C. S. (orgs.). *Regulação econômica e globalização*. Campinas: IE-Unicamp, 1998.

- Marx, Karl. *O capital* (Livro I, Tomos 1 e 2). São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- _____. *O capital* (Livro III, Tomo 1). São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- _____. *O capital* (Livro III, Tomo 2). São Paulo: Abril Cultural, 1985.
- Medeiros, Carlos A. e Serrano, Franklin. "Padrões monetários internacionais e crescimento". In: Fiori, José Luís (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.
- Mello, João Manuel C. de. "Prólogo: A contra-revolução liberal-conservadora e a tradição crítica latino-americana". In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- Mendes, Aldo L. *O endividamento público e a disfuncionalidade do sistema financeiro*. São Paulo, 1991 (mimeo).
- Minsky, Hyman P. *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press, 1975.
- _____. *Can 'it' happen again?* Nova York: M. E. Sharpe, 1982.
- _____. "The financial instability hypothesis: a restatement". In: *Post-Keynesian economic theory: a challenge to neo-classical economics* (ed. Philip Arestis e Thanos Skouras). Sussex/Nova York: Wheatsheaf Books/M. E. Sharpe, 1985.
- _____. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- Miranda, José C. R. *Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional*. Campinas: tese de doutorado, IE-Unicamp, 1993.
- Nadel, Henri. "Crise da sociedade salarial, nova pobreza". In: Théret, Bruno e Braga, José C. S. (orgs.). *Regulação econômica e globalização*. Campinas: IE-Unicamp, 1998.
- Oliveira, Francisco de. *Os direitos do antivalor – a economia política da hegemonia imperfeita*. Petrópolis: Vozes, 1998.
- Palazuelos, Enrique. *La globalización financiera – la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madri: Síntesis, 1998.
- Paulani, Leda M. "A ideologia da globalização". *Jornal de Resenhas*. São Paulo: Discurso Editorial/USP/Unesp/Folha de S. Paulo, 11/07/1998, p. 9.
- Paulani, Leda M. e Braga, Márcio B. *A nova contabilidade social*. São Paulo: Saraiva, 2000.
- Plihon, Dominique. "Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano". In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- Possas, Mario L. "O projeto teórico da 'Escola da Regulação'". *Novos Estudos*. São Paulo: Cebrap, nº 21, 1988.
- Sabóia, João. "Regulação, crises e relação salarial fordista". In: Amadeo, Edward J. (org.). *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo: Marco Zero, 1989.

- Saes, Flávio A. M. *Desenvolvimento do sistema financeiro no Brasil: dos bancos comerciais de âmbito regional aos conglomerados financeiros – 1930/1980*. São Paulo: 1991 (relatório final de pesquisa, CNPq).
- Salama, Pierre. “A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- Serfati, Claude. “O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia”. In: Chesnais, François (org.). *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- Silva, Adroaldo M. *Evolução recente da economia brasileira*. São Paulo: IPE-USP, 1979.
- _____. *Intermediação financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas*. São Paulo: IPE-USP, 1979.
- Studart, Rogério. “O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional”. *Revista de Economia Política*. São Paulo: Nobel, vol. 13, nº 1 (49), jan./mar. 1993.
- Tavares, Maria da C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.
- _____. “O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente”. In: Belluzzo, Luiz G. M. e Coutinho, Renata (orgs.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil – ensaios sobre a crise*. São Paulo: Brasiliense, 1983.
- _____. “A retomada da hegemonia norte-americana”. In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luís. *(Des)Ajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- _____. (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- Tavares, Maria da C. e Melin, Luiz Eduardo. “A reafirmação da hegemonia norte-americana”. In: Tavares, Maria da C. e Fiori, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro – uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- Tavares, Martus A. R. e Carvalheiro, Nelson. *O setor bancário brasileiro: alguns aspectos do crescimento e da concentração*. São Paulo: Fipe-USP, 1985.
- Théret, Bruno. “A teoria da regulação e as transformações contemporâneas do sistema internacional dos Estados e da economia mundial”. In: Théret, Bruno e Braga, José C. S. (orgs.). *Regulação econômica e globalização*. Campinas: IE-Unicamp, 1998.
- Théret, Bruno e Braga, José C. S. (orgs.). *Regulação econômica e globalização*. Campinas: IE-Unicamp, 1998.
- Toneto Jr., Rudinei. *Estado, bancos e acumulação financeira no Brasil: 1964-1984*. São Paulo: dissertação de mestrado, FEA-USP, 1992.

_____. *O financiamento de longo prazo no Brasil -- da reforma financeira de 1964 aos anos 90: expansão, crise e novas tendências*. São Paulo: tese de doutorado, FEA-USP, 1996.

Veiga, José Eli. "As ondas longas do capitalismo industrial". *Anais... II Encontro Nacional de Economia Política*, São Paulo, PUC, maio de 1997.

Wallerstein, Immanuel. "Possibilidades globais". *Praga - Estudos Marxistas*. São Paulo: Hucitec, nº 5, 1998.