

Universidade Estadual de Campinas  
Instituto de Economia

**RENTISMO E CAPITALISMO**  
**Um Estudo Sobre as Trajetórias da Riqueza Financeira**

**Carlos Sidnei Coutinho**

**Orientador: Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga**

Tese apresentada ao Instituto de Economia da  
Universidade Estadual de Campinas para obtenção  
do título de doutor

*Este exemplar corresponde ao original  
de tese defendida por Carlos Sidnei Coutinho  
em 17/12/97 e orientada pelo Prof. Dr. José  
Carlos de Souza Braga.*

*CPG/IE, 17/12/97*

*Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga*

Campinas, dezembro de 1997



5242036

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	
V.	Ex.
T. RADO BC	32150
RELOC.	395798
C	<input type="checkbox"/>
D	<input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	261100
DATA	21/01/98
N.º CPD	

CM-00105377-7

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

C837r Coutinho, Carlos Sidnei  
Rentismo e capitalismo: um estudo sobre as trajetórias da riqueza financeira / Carlos Sidnei Coutinho. – Campinas, SP : [s.n.], 1997.

Orientador : José Carlos de Souza Braga  
Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Riqueza (Finanças) - Historia. 2. Capitalismo. 3. Mercados financeiros futuros. I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

À memória de minha mãe.

## AGRADECIMENTOS

A tese é dedicada à memória de minha mãe, ausência insubstituível, que, embora não tivesse tido a oportunidade de conhecer todas as letras, me ensinou a decifrar a vida a partir da leitura crítica de todas elas. A tese também é dedicada à Juliana pelo amor, felicidade e cumplicidade que tem nos unido todos esses anos. Dedico este trabalho com admiração à Helena e às irmãs Vieira, minhas tias por adoção, que sempre me acolheram com irrestrito carinho.

Antes de mais nada, desejo registrar minha gratidão para com todos aqueles que direta ou indiretamente contribuíram para que este trabalho chegasse a termo.

Professor José Carlos de Souza Braga, orientador e amigo, que nunca deixou de envidar esforços orientando, estimulando, e, sobretudo, acreditando neste trabalho.

Professora Maria Alejandra Caporale Madí, pelas sugestões que foram decisivas para o desenvolvimento do trabalho, ainda, por ocasião da apresentação do projeto.

Professor Carlos Alonso Barbosa de Oliveira pelas críticas e sugestões pelas trajetórias do Capitalismo.

Professor Mariano Francisco Laplane que, na condição de coordenador, foi sensível às justificativas para a superação do prazo regimental, abrindo oportunidade para defesa deste trabalho.

Professor João Antonio de Paula, mestre e amigo, que, desde longa data, tem acompanhado e contribuído para minha formação.

Professor Fabrício Augusto de Oliveira, mestre e amigo, que, no decorrer de muitos anos, tenho compartilhado várias idéias.

Professores Clélio Campolina e Mauro Borges que nas respectivas gestões a frente da chefia do Departamento de Economia defenderam a redução da carga de trabalho didático durante a fase final de elaboração da tese.

Desejo agradecer aos colegas de doutorado que por várias oportunidades foram fontes de inspiração para muitas idéias defendidas neste trabalho. Agradeço, também, aos meus alunos que no decorrer de todos esses anos contribuíram, de uma maneira ou de outra, para o amadurecimento de várias passagens da tese.

Meu especial agradecimento à colaboração, sempre solícita e eficiente, de Alberto, Ademir (CEDOC), Cida e Márcia que foi de fundamental importância à conclusão deste trabalho. Agradeço os cuidados e a competência de Simone Basques Sette na edição final do trabalho.

*“O que não posso como homem, o que não podem minhas forças individuais, posso através do dinheiro. O dinheiro converte assim todas essas forças essenciais naquilo que em si não são, isto é, em seu contrário.”*  
( Marx, *Manuscritos Econômicos-Filosóficos*, 1844 ).

*“Muitos dos maiores males econômicos de nosso tempo são frutos do risco, da incerteza e da ignorância. É porque indivíduos específicos, afortunados em sua situação ou aptidões, são capazes de se aproveitar da incerteza e da ignorância, e também porque, pela mesma razão, os grandes negócios constituem frequentemente uma loteria, que surgem as grandes desigualdades de riqueza; e estes mesmos fatores são também a causa do desemprego dos trabalhadores, ou a decepção das expectativas razoáveis do empresariado, e da redução da eficiência e da produção.”* ( Keynes, *O Fim do “Laissez-Faire”*, 1926 ).

*“A abertura de novos mercados-estrangeiros ou domésticos-e o desenvolvimento organizacional, da oficina artesanal aos conglomerados como a U.S. Steel, ilustram o mesmo processo de mutação industrial-se me permitem o uso do termo biológico-que incessantemente revoluciona a estrutura econômica a partir de dentro, incessantemente destruindo a velha, incessantemente criando uma nova. Esse processo de destruição criativa é o fato essencial acerca do capitalismo. É nisso que consiste o capitalismo e é aí que têm de viver todas as empresas capitalistas.”*  
( Schumpeter, *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, 1942)

## SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS .....	5
APRESENTAÇÃO .....	6
CAPÍTULO 1: RENTISMO E A PAX BRITÂNICA .....	7
1.1. INTRODUÇÃO .....	7
1.2. RENTISMO E O PADRÃO LIBRA-OURO .....	18
1.3. RENTISMO E INVESTIMENTO DE PORTA-FÓLIO .....	26
1.4. CONCLUSÃO: RENTISMO E PADRÃO MONETÁRIO .....	36
CAPÍTULO 2: RENTISMO E PADRÃO DE FINANCIAMENTO .....	42
2.1. INTRODUÇÃO .....	42
2.2. DOS PRIMÓRDIOS À GRANDE DEPRESSÃO .....	45
2.3. RENTISMO E FINANÇAS DAS CORPORACÕES .....	58
2.4. CONCLUSÃO: RENTISMO E MONEY-MANAGER CAPITALISM .....	67
CAPÍTULO 3: RENTISMO E EXPANSÃO FINANCEIRA .....	73
3.1. INTRODUÇÃO .....	73
3.2. RENTISMO E DESREGULAMENTAÇÃO .....	78
3.3. RENTISMO E PADRÃO DE CONCORRÊNCIA .....	93
3.4. CONCLUSÃO: CARACTERÍSTICAS DO RENTISMO CONTEMPORÂNEO ..	110
CAPÍTULO 4: CONCLUSÕES .....	126
4.1. AS TRES ÓPTICAS DO RENTISMO .....	127
4.2. RENTISMO E CAPITAL A JUROS .....	128
4.3. RENTISMO E MERCADO DE CAPITAIS .....	131
4.4. RENTISMO E PADRÃO DE CONCORRÊNCIA .....	134
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	148

## APRESENTAÇÃO

Esta tese insere-se no esforço de analisar as diferentes trajetórias históricas da acumulação de riqueza financeira. Essas trajetórias correspondem ao rentismo enquanto decorrência das decisões de investir nos mercados financeiros. A expansão desses mercados, em função desses investimentos, será abordada no âmbito de ordens institucionais abrangentes (Pax Britânica e Pax Norte-americana) a partir das mudanças nos padrões monetários, nos padrões de financiamento e nos padrões de concorrência nesses mercados. A hipótese básica do estudo é verificar como as mudanças nos padrões monetário, financeiro e de concorrência originaram as distintas trajetórias históricas do rentismo. Esta hipótese destaca a importância da autonomia assumida pela circulação financeira, a partir das decisões de investir nos mercados financeiros. Esta hipótese norteará o esforço analítico ao longo da tese.

O primeiro capítulo da tese analisa as características do cenário institucional que originou a trajetória histórica do rentismo no âmbito da Pax Britânica. Esse rentismo, caracterizado por investimentos em um portfólio de títulos e ações, principais componentes do movimento de exportação de capitais de longo prazo, será analisado até a ruptura do padrão monetário (padrão Libra-ouro) que tinha em Londres (City) seu centro financeiro. Trata-se, neste caso, da trajetória histórica do rentismo do capital a juros vinculado ao predomínio do padrão monetário Libra-ouro. O segundo capítulo da tese analisa as características da trajetória do rentismo centrado no desenvolvimento do moderno mercado de capitais. A trajetória histórica desse rentismo originou-se no âmbito do desenvolvimento de um padrão de financiamento centrado no primado das finanças das corporações.

No caso do terceiro capítulo, são analisadas as características da trajetória do rentismo contemporâneo centrado no padrão de concorrência sob o primado dos mercados financeiros com elevado nível de organização. A origem dessa trajetória histórica remonta às mudanças nos sistemas financeiros domésticos (desregulamentações) e ao movimento de globalização dos mercados financeiros no decorrer dos anos oitenta. Essas mudanças combinaram os movimentos de securitização crescente das operações bancárias, a desregulamentação e integração crescentes dos sistemas financeiros domésticos por meio da maior mobilidade do fluxo de capitais em decorrência da liberalização desses mercados.

Nos três casos, a tese estuda as diferentes trajetórias históricas do rentismo originadas no âmbito de ordens institucionais diversas que direta ou indiretamente condicionaram as mudanças nos mercados financeiros ao longo do tempo. O estudo destaca a trajetória institucional do rentismo do capital a juros, ligado ao predomínio de um padrão monetário (sob a égide da Pax britânica); a trajetória do rentismo do moderno mercado de capitais, ligado a um padrão de financiamento centrado nas finanças das corporações e a trajetória institucional do rentismo ligado ao padrão de concorrência vigente nos mercados financeiros caracterizado pela contraposição entre as formas de riqueza nesses mercados.

## CAPÍTULO 1: RENTISMO E A PAX BRITÂNICA

*"Although Great Britain's industrial leadership declined in relative terms during the half century before the World War I, its international financial power encreased both absolutely and relatively." P.L.Cottrell*

### 1.1. INTRODUÇÃO

O termo "rentier", numa conotação restrita, se referia, no passado, ao indivíduo que vivia de rendimentos recebidos como compensação pelo empréstimo do dinheiro de sua propriedade (o dinheiro que gerava mais dinheiro). Hoje o termo, assumindo uma conotação mais abrangente, se refere aos detentores da riqueza na forma de ativos financeiros, transacionados nos modernos mercados financeiros, com elevado grau de organização, os quais geram rendimentos a seus detentores ao longo do tempo. <sup>(1)</sup> Assim, o "rentier" (o agente) e o "rentismo" (sua atividade fim) constituem características intrínsecas ao movimento de expansão da riqueza financeira. <sup>(2)</sup>

Uma economia empresarial capitalista, de um ponto de vista geral, é definida como uma economia na qual parte das decisões de acumular riqueza são tomadas por empreendedores que desviam poder de compra para obtenção de lucros:

*"an entrepreneur is interested not in the amount of product, but in the amount of money which will fall to his share. He will increase his output if by so doing he expects to increase his money profit, even though this profit represents a smaller quantity of product than before". (Keynes, J. M., CWJMK, vol.29, p.82)*

Com base nessa definição, é possível formular uma concepção abrangente para as decisões de empreendedores que desviam poder de compra para reter riqueza na forma de ativos

---

<sup>1</sup> A palavra "rentier", originalmente francesa, significa o detentor de "rentes", uma forma de título da dívida do governo frances largamente difundido no século dezanove. Ver: (1987) The New Palgrave a Dictionary of Economics. Eatwell, J.; Milgate, M. and Newman, P. (eds.) (1987). London: The Macmillan Press Limited, Vol.4 Q to Z, p.146-147.

<sup>2</sup> Fundamentada na acumulação da riqueza abstrata (a composição dos portfólios de ativos financeiros) cuja reprodução depende das características gerais predominantes nos mercados financeiros (a nível de densidade desses mercados quanto a heterogeneidade, escala e custos ;a nível da organização que influencia os preços desses ativos e a nível da permanência-substitutibilidade - entre esses ativos).

financeiros.<sup>(3)</sup> Neste caso, a circulação financeira absorve poder de compra que se dirige ao mercado de ativos financeiros, geradores de rendimentos, e não se dirigem aos mercados de ativos geradores de lucros. Portanto, não se trata de uma decisão de produzir mercadorias para obter lucro. Trata-se de uma decisão de investir em ativos financeiros que geram rendimentos aos seus detentores.

A abrangência no tratamento teórico do rentismo denota a relativa autonomia do investimento na expansão da riqueza financeira. Esta autonomia, por sua vez, coloca o rentismo no centro das decisões sobre a expansão da riqueza financeira. Se considerarmos **o rentismo a partir dessa concepção geral, ele é visto como um processo de acumular riqueza financeira (formar um estoque de ativos geradores de rendimentos, liquidez) como meio de obter rendimentos num futuro incerto.**

O investidor rentista, como investidor que decide sobre a expansão da riqueza financeira como meio de obter rendimentos, liquidez, tem sido objeto de debates recentes na literatura marxista e pós-keynesiana sobre acumulação e distribuição de riqueza.<sup>(4)</sup> Existem pontos de convergência nessa literatura sobre o assunto.

Um ponto de convergência da literatura está em conceber, segundo uma abordagem teórica, a classe rentista como uma classe particular de investidores:

*"The rentier class is defined as class which obtains income form interest earnings on the loan of property held in the form of money. It can be distinguished from the class of workers, which earns wage income, and the class of capitalists, which earns profit income after wage and interest payments".<sup>(5)</sup>*

De acordo com essa concepção teórica, a situação da classe rentista em uma sociedade depende das características do ambiente institucional e das relações de poder e econômicas predominantes. O papel político da classe rentista na economia é analisado sob vários aspectos.

---

<sup>3</sup> Segundo Robinson, J.: "We have borrowed from the French the term rentier to mean an individual whose income is derived from debts (that is, from interest on bonds). It is convenient to include all who derive income from financial property under this title, though some rentiers (when the term is used in this extended sense), in so far as they are inside shareholders, are at same time partly entrepreneurs. By extension we may use the term placements to mean financial property of all kinds, that is, things which are of no use in themselves, either for consumption or production, but are valuable because they constitute a store of purchasing power that can be used by their owner at time owned by a bank to an individual: bonds and bills, which represent debts owned by corporate bodies of various kinds to individuals; shares, which represent part-ownership of companies; and so forth. The term rentier, as we shall use it, is co-extensive with the category of owners of placements." Robinson, Joan (1969). The Accumulation of Capital. London: Macmillan St. Martin's Press, pp. 7-8.

<sup>4</sup> Sobre essa discussão, ver: Dutt, A. K. (1992). Rentiers in Post-Keynesian Models. In: Arestis, P. and Chick, V. (eds.) Recent Developments in Post-Keynesian Economics, England: Edward Elgar.

<sup>5</sup> Conforme Dutt, A. K. (1992), op. cit., pág. 96-97.

Um deles é a importância da luta de classes para o conflito distributivo.<sup>(6)</sup>

Outro ponto de convergência é o caráter antagonístico, a tensão intercapitalista, existente entre a expansão da riqueza financeira e a relevância dessa forma de expansão de riqueza para os preços, a distribuição e a acumulação de riqueza em geral.<sup>(7)</sup> Outro ponto de convergência é analisado a partir do papel do rentismo afetando a taxa de juros e a taxa de inflação.

O debate sobre o papel das decisões da classe rentista e a acumulação de riqueza financeira, pode destacar a importância das restrições dessas decisões à acumulação produtiva. A respeito disto, John Maynard Keynes (1936) chegou a propor a eutanásia do rentista enquanto empreendedor cuja decisão de investir em ativos financeiros com perspectiva de curto prazo pode afetar negativamente a decisão de produzir.

Os autores pós-keynesianos, no entanto, introduziram em seus modelos analíticos a classe rentista na condição de detentora da decisão sobre a acumulação da riqueza financeira. Neste caso, ao admitirem que a taxa de juros é influenciada pela taxa de desconto do banco central, por exemplo, é pressuposto que essa classe rentista seja capaz de afetar a determinação da taxa de juros, por meio de seu poder político, afetando o nível da taxa de desconto praticada nos mercados organizados.<sup>(8)</sup>

A decisão rentista de investir na formação de um estoque de riqueza financeira recai na composição e recomposição de uma carteira de ativos financeiros. Isto significa decidir compor e recompor as carteiras de ativos geradores de rendimentos potenciais esperados em um futuro incerto (desconhecido) no momento dessas decisões.

Essas decisões de investir numa carteira de ativos, porém, condicionam o comportamento de agentes e instituições econômicas, no contexto de uma ordem institucional vigente, que tem no padrão monetário uma de suas principais formas de expressão.<sup>(9)</sup> Todavia,

---

<sup>6</sup> Os autores pós keynesianos, seguindo Marx e Kalecki, enfatizam a distinção entre as classes em suas análises econômicas. Kaldor (1955-6) e Pasinetti (1963), assumiram que as diferentes classes tem diferentes participações na acumulação de riqueza. Kaldor, N. (1955-6). *Alternative Theories of Distribution*. *Review of Economic Studies*, 23(2), p. 83-100; Pasinetti, L. (1963). *The Rate of Profit and the Rate of Economic Growth*. *Review of Economic Studies*, 29, pp. 267-79.

<sup>7</sup> Bhaduri, A. (1986). *Macroeconomics: The Dynamics of Commodity Production*; Armonk: M.E. Sharpe; Panico, C. (1988). *Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution*. New York: Macmillan St Martin's Press; Pivetti, M. (1985) *On the Monetary Explanation of Distribution*. *Political Economy. The Surplus Approach*, 1(2), p. 73-103.

<sup>8</sup> Essa questão pode ser abordada com base na tese pós-keynesiana da endogeneidade do crédito. Segundo essa abordagem, todo sistema bancário avançado atende a demanda adicional por crédito de tal forma que a oferta de dinheiro torna-se endógena. Chick, V. (1986). *The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest*. *Economies et Sociétés* (Cahiers de LISMEA, série Monnaie et Production), 3, p. 111-26. Sobre essa tese pós-Keynesiana, ver: MADL, M.A.C. *Política Monetária no Brasil: Uma Interpretação Pós-Keynesiana*. Tese de Doutorado, IE-UNICAMP, 1993, Parte I.

<sup>9</sup> Keynes analisou a retenção de ativos geradores de rendimentos adotando a idéia da paridade da taxa de juros (a taxa própria de juros) para os mercados financeiros e os mercados de bens duráveis. Keynes expressou as decisões de investir em dois mercados: no que determina a taxa de juros e no que determina os preços dos ativos de capital. No caso da Teoria Geral, Keynes assumiu o mundo do cálculo capitalista (avaliação da riqueza via a taxa de juros); por outro lado, a riqueza relevante para as decisões capitalistas não é a riqueza acumulada mas aquela projetada no longo prazo (são decisões irreversíveis que se transformam de curto em longo prazo); as expectativas relevantes são as de longo prazo, não são as decisões sobre os lucros correntes (mas sobre os lucros esperados ou os rendimentos esperados) e o agente fundamental em tomar essas decisões não se restringe ao empresário

essas decisões autônomas se realizam em mercados distintos tendo na taxa de juros o elemento comum. No entanto, a taxa de juros cumpre funções distintas. No caso das decisões sobre os investimentos produtivos, a taxa de juros é concebida como taxa de desconto no fluxo dos lucros esperados. Neste caso, é uma das variáveis que condicionam as decisões de investir em um ativo específico, que, por exemplo, expanda a capacidade produtiva, assumindo o risco da iliquidez que depende das características específicas e de organização do mercado desse ativo particular.

No caso dos investimentos em ativos financeiros, que expandem a riqueza financeira, a taxa de juros e os rendimentos esperados dos ativos refletem o prêmio de renunciar à liquidez assumindo o risco de especular com ativos que dependem das características específicas e da organização dos mercados financeiros.

Esta abordagem abrangente para o rentismo, explicita dois critérios de avaliação da riqueza capitalista no seu conjunto: **o critério de cálculo empresarial** (segundo as expectativas sobre o lucro esperado) e **o critério de cálculo financeiro** (segundo as expectativas sobre rendimentos futuros de uma carteira de ativos financeiros). Esses critérios de cálculo, portanto, avaliam os riscos que envolvem as relações financeiras entre credores, devedores, empresários, rentistas e banqueiros, no contexto de uma teoria geral de aplicação de capitais. O critério de cálculo empresarial considera uma dupla decisão: **a decisão de investir** (escolha de um ativo produtivo) e de **financiar a aquisição desse ativo** (a forma de contratação de uma dívida com base nos rendimentos esperados - os lucros esperados). **O critério rentista, sobre a expansão da riqueza financeira, se baseia numa decisão de desviar liquidez para reter riqueza na forma de ativos financeiros compondo ou recompondo carteiras desses ativos.** Trata-se, neste caso, da decisão de especular com um conjunto de ativos geradores de rendimentos potenciais esperados para um futuro incerto e que depende do nível de organização dos mercados financeiros.

Do ponto de vista de um **padrão de financiamento**<sup>(10)</sup>, o rentismo, enquanto movimento de expansão da riqueza financeira, pode ser analisado sob dois aspectos. O primeiro aspecto, destaca a relação entre capital a juros e sistema de crédito. Neste caso, o sistema creditício é especializado na regulação do tempo de circulação do capital a juros, autonomizando o juro

---

mas ao capitalista que decide sobre um portfólio de ativos entre os quais se destacam os financeiros. Keynes formulou um teoria da preferência pela liquidez onde liquidez e comportamento especulativo são dois lados de um mesmo problema. Neste caso, a preferência pela liquidez não significa uma recompensa pela espera, no sentido declinado por Alfred Marshall, mas a renúncia dos juros e outros rendimentos futuros.

<sup>10</sup> Padrão de financiamento é definido como a forma de mobilização dos recursos financeiros em uma economia capitalista. Esta forma depende da articulação do conjunto de instituições que mobilizam esses recursos. Um padrão de financiamento é resultante das relações de poder entre o Estado, o setor privado (doméstico e multinacional), as vinculações com o exterior e as condições predominantes no cenário internacional em decorrência do movimento de capitais.

diante do lucro.<sup>(11)</sup> Portanto, o rentismo do capital a juros, neste caso, está vinculado a um padrão monetário e de endividamento, *conditio sine qua non* da produção capitalista, ou, de uma moderna economia monetária da produção.<sup>(12)</sup>

O segundo aspecto, diz respeito à expansão da riqueza financeira, enquanto movimento de acumulação de riqueza abstrata, de "capital fictício",<sup>(13)</sup> como resultado da capitalização dos rendimentos da participação acionária por meio de uma riqueza não reprodutível - a denominada paper wealth). Neste caso, a propriedade dessa riqueza, que se reproduz por meio da emissão de ações, generaliza a acumulação dessa riqueza fictícia enquanto função do "rentista", condição que lhe confere o direito sobre rendimentos futuros, dividendos, verificando-se um processo recorrente de capitalização desses rendimentos. Trata-se de rentismo do "capital fictício", da acumulação de riqueza fictícia nos modernos mercados de capitais.

A forma institucional de organização da propriedade capitalista que historicamente concretizou esta convergência de interesses, na expansão da riqueza financeira, foi a sociedade anônima por ações (a denominada *joint-stock companies*) cujo caráter coletivista se sobrepõe aos capitais dispersos ao mesmo tempo que reforça a concorrência intercapitalistas. A formação da sociedade anônima por ações propiciava a descomunal expansão das escalas de produção e das empresas inacessíveis aos capitais individuais.

---

<sup>11</sup> Cabe observar a distinção feita por Marx a propósito do diferente papel social do capital que rende juros no capitalismo e nos períodos pré-capitalistas: "[...] o que distingue o capital que rende juros-na medida em que constitui um elemento essencial do modo capitalista de produção-do capital usurário" são, antes de tudo, "as diversas condições sob as quais funciona, e por isso também a figura totalmente transformada do prestatário enfrentando o prestamista de dinheiro". O usurário emprestava a pequenos produtores, que se achavam de posse de suas condições de trabalho (artesãos e especialmente camponeses) e, em segundo lugar, a "nobres decadentes" principalmente proprietários de terras; o banco moderno empresta a capitalistas. "Inclusive quando [o banco] concede crédito a um homem sem fortuna em seu caráter de industrial ou comerciante, isso ocorre confiando que atuará como capitalista, em que mediante o capital emprestado se apropriará do trabalho não pago. Concede-lhe crédito em caráter de capitalista potencial". Porém, de outra parte, o crédito moderno pressupõe o pleno desenvolvimento da produção e circulação das mercadorias. O inverso sucede com a usura: "Quanto mais insignificante seja o papel que desempenha a circulação da reprodução social, tanto mais floresce a usura." Disto surge com clareza como é errado misturar o capital atual que rende juros com sua forma "antidiluviana". *Das Kapital*, I, p. 149 (t. I/1, p. 164) e *Zur Kritik*, p. 119 [p. 147].

<sup>12</sup> Segundo Marx, o tempo de circulação do capital é sempre uma barreira à e à realização do valor, "uma barreira específica que não surge da produção em geral, senão da produção do capital". (Grundrisse, p. 441). Daí a "tendência necessária do capital" a não apenas abreviar o tempo de circulação, senão, se possível, eliminá-lo, isto é, realizar uma "circulação sem tempo de circulação". Precisamente essa tendência, destaca Marx, "é a determinação fundamental do crédito e dos mecanismos creditícios do capital." (Grundrisse, p. 551) "A antítese entre tempo de trabalho e tempo de circulação contém a teoria inteira do crédito." (Grundrisse, p. 552) Por outro lado, a barreira da esfera da troca consiste, de um lado, no fato do capital produzir sem levar em conta as limitadas dimensões do consumo, e, de outro lado, pressupor como valor um contra-valor com o qual deve trocar (esta necessidade não existiria se "todos os capitais trabalhassem por encargos recíprocos, em cujo caso o produto é sempre diretamente dinheiro; porém, isto é "uma concepção que contraria a natureza do capital e portanto também a prática da grande indústria", Grundrisse, p. 447). Em *O Capital*, Marx assinala ainda a "necessária formação do crédito" para mediar a nivelção da taxa de lucro [...]. Ina qual se baseia toda a produção capitalista". *Das Kapital*, III, p. 451 [t. III/7, p. 561] (cf. ainda *Theorien*, II, pp. 205-207 e 483-484 [pp. 176-178 e 414-415]). Esta situação predominante torna o crédito uma forma imanente do capitalismo sobre a qual repousa todo o contexto do processo de acumulação e reprodução da riqueza. *Das Kapital*, III, pp. 654 e 534 [t. III/7, p. 781 e 652]. Marx conclui que enquanto persistir o capitalismo, persistirá o capital que rende juros (capital como dinheiro) como uma de suas formas que constitui a base de seu sistema creditício.

<sup>13</sup> O conceito de "capital fictício" é a mais importante formulação de Marx a partir desses elementos teóricos constitutivos da relação creditícia. Trata-se do capital esperado da capitalização dos rendimentos da propriedade dos ativos geradores de juros e dividendos. O "capital fictício" é concebido como expressão mais abstrata e desenvolvida de existência da concentração e centralização da riqueza.

Marx comentou essa experiência: "(...) *O mundo ainda estaria sem estradas de ferro, caso ficasse esperando até que a acumulação de alguns capitais individuais alcançasse o tamanho requerido para a construção de uma estrada de ferro. No entanto, a centralização mediante as sociedades por ações chegou a esse resultado num piscar de olhos. E enquanto a centralização assim reforça e acelera os efeitos da acumulação, amplia e acelera simultaneamente a revolução na composição técnica do capital, que aumentam sua parte constante à custa de sua parte variável e, com isso, diminuem a demanda relativa de trabalho. As massas de capital soldadas entre si da noite para o dia pela centralização se reproduzem e multiplicam como as outras, só que mais rapidamente e, com isso, tornam-se novas e poderosas alavancas da acumulação social. Ao falar, portanto, do progresso da acumulação social hoje, os efeitos da centralização estão implícitos.*"<sup>(14)</sup>

Esse caráter orgânico entre a acumulação de riqueza e a centralização de capital caracterizou a dupla natureza da expansão de riqueza financeira enquanto força que unifica o comando sobre grandes escalas de produção e como poder financeiro pela via da separação entre gestão e propriedade do capital. O êxito e o fracasso, nessas condições, levam simultaneamente à centralização dos capitais e à expropriação entre capitalistas em uma escala elevada, uma vez que a propriedade existindo na forma de ações, seu movimento e transferência se convertem em resultado do jogo especulativo das bolsas e dos mercados de capitais, com todas as implicações patrimoniais advindas desse jogo da expansão da riqueza fictícia, caracterizando um padrão de financiamento centrado nas emissões desses instrumentos financeiros baseados na propriedade.

Este antagonismo, esta tensão intercapitalista gerada pela competição, pode ser conceituado pela diferença entre as decisões que levam ao "investimento especulativo com a riqueza fictícia geradora de rendimentos, dividendos" e as decisões que levam ao "investimento produtivo em ativos geradores de lucros".

A especulação, neste caso, é considerada uma atividade meio de obter ganhos prevendo a psicologia dos mercados de capitais e o empreendimento a atividade meio de obter ganhos ao prever o fluxo de rendimentos provável de um estoque de ativos durante toda sua existência (os ativos produtivos), de maneira que não ocorra um predomínio da especulação sobre o empreendimento. Neste caso, o rentismo associado a desse estoque de riqueza fictícia se identifica com as atividades especulativas na expansão dessa riqueza e o "produtivismo" com a expansão das atividades empreendedoras na procura do lucro. Esta questão pode ser tratada a partir do relacionamento que se estabelece entre a especulação e o nível de organização dos mercados de capitais.

Essa análise foi sugerida por Keynes(1936) para as mudanças profundas que se verificaram no capitalismo moderno, particularmente nesses mercados, e suas implicações para

---

<sup>14</sup> O Capital, Livro I, col. "Os Economistas" São Paulo. Nova Cultural, segunda edição, 1985(1982), vol. I, cap. XXIII: A Lei Geral da Acumulação Capitalista, p. 196-198.

as decisões de investir. Keynes via os sistemas financeiros e, particularmente, os mercados de capitais tendo duas funções ou comportamentos: uma função especulativa, com suas consequências, e a função de estimar o investimento no longo prazo.

A função especulativa, com o predomínio dos movimentos e das previsões de curto prazo, é uma decorrência inevitável do desenvolvimento dos mercados de capitais. Quanto mais organizados esses mercados, menores serão os custos de transação, maior a liquidez dos ativos e maior os riscos envolvidos em posições de longo prazo. Portanto, o predomínio da especulação, característica desses mercados de capitais organizados, decorre, entre outras razões, do aumento da liquidez sistêmica desviada, de forma crescente, para a aquisição de ativos financeiros, afetando os riscos envolvidos em posições de longo prazo. Sobre a separação entre propriedade e gestão, organização que prevalece hoje, e o desenvolvimento dos mercados financeiros organizados, Keynes argumentou que:

*"decisions to invest in financial terms are no longer irrevocable, and are being constantly revalued on the stock market. This adds to the instability of the system. Keynes indicated that he regarded his theory as having greatest relevance to a capitalist system with large-scale enterprises and a developed and relatively autonomous financial sector."*<sup>(15)</sup>

O caráter especulativo desses mercados de capitais se desenvolveu, desde o século passado, a partir do advento da sociedade anônima por ações. Neste caso, segue-se a definição de estrutura financeira (arranjos institucionais) com base na participação relativa das instituições de crédito (bancos) e das instituições que controlam as operações de intermediação financeira nos mercados de capitais.

Esta definição microeconômica permite a formulação de uma taxonomia para os arranjos institucionais da organização dos sistemas financeiros: o caso anglo-saxão (nucleado pelas bolsas) e o caso do "capitalismo organizado" (nucleado pelos bancos). No primeiro caso, destaca-se o papel das finanças das corporações para a composição das carteiras rentistas; e no segundo caso, o papel das carteiras dos bancos para as finanças rentistas. Portanto, o rentismo, a autonomia e a endogenia da expansão da riqueza financeira combinam endividamento (a montagem de um estoque de títulos de dívidas) e especulação (com um estoque de ativos nas bolsas) nos mercados financeiros organizados.

---

<sup>15</sup> Citado por Hogson, G. Persuasion, Expectations and The limits to Keynes. In: Lawson and Pesaran, op. cit., 1985, p.12.

O quadro 1.1 (Trajetórias Institucionais e Rentismo) apresenta as trajetórias institucionais e rentismo, no âmbito macroeconômico, associadas a uma determinada ordem hegemônica e a um correspondente regime monetário-financeiro internacional <sup>(16)</sup>.

### QUADRO 1.1

#### Trajetoórias Institucionais e Rentismo

Ordem Hegemônica	Regime Monetário Internacional	Trajetoórias Institucionais e Rentismo
Pax Britânica	Padrão Libra-Ouro (Classical Gold Standard)	Exporta�o de Capitais e Investimento de Porta-Fólio
Pax Norte-Americana	Padrão Dólar-Ouro (Acordo de Bretton Woods)	Finanças das Corpora�es e Mercado de Capitais
Espaço-Tempo da Globaliza�o Financeira	Crise do Padrão Dólar-Ouro	Padrão de Concorrência Financeira e Investimento de Portfólio

FONTE: O autor.

Cabe, no entanto, se fazer algumas observa es sobre uma literatura que trata de um tema correlato: a teoria da estabilidade hegemônica de um sistema monetário internacional concebido como um sistema de regras e conven es que regulam as políticas monetárias dos países. Segundo essa literatura, o poder hegemônico de um país   necessário para assegurar o funcionamento de um regime monetário internacional. A concentra o do poder econômico é visto como uma maneira de internalizar as externalidades associadas com a estabilidade sist mica do padrão monetário e de assegurar sua adequada provisão. <sup>(17)</sup>

<sup>16</sup> Neste caso, temos o padrão de financiamento baseado no sistema de padrão-ouro-com base em uma mercadoria de características imutáveis- e o padrão de financiamento baseado no sistema de "moeda administrada" que requeriria um novo "padrão" para orientar a gestão da moeda. Este é o caso do Padrão-Dólar da "moeda representativa" definida como dívida privada criada para servir como meio de transa o;ou dívida pública-tal como obriga es imobiliárias de um banco central- que são declaradas como moeda legal para fins de resgate de d vidas pública/privada; exonerando uma dada mercadoria de sua fun o de lastro e meio de resgate dessas d vidas. Para Keynes,o Padrão-ouro era tido como um sistema misto administrado. O problema é definir um padrão que sirva como ponto de referência para administra o da moeda representativa. No entanto,esse sistema não possui um padrão natural em termos de outro coisa que não ele mesmo. Portanto,é errado fazer funcionar o sistema misto como se moeda representativa fosse uma mercadoria-dinheiro. Sobre essa questão,ver: Kregel,J. A. "Notas sobre 'Padrões' na obra de Keynes-Tratado e Teoria Geral". Ensaio FEE,Porto Alegre,(15)E:24-32,1994.

<sup>17</sup> Sobre uma discussão dessa literatura, ver : *Eichengreen, B. Elusive Stability - Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge, 1990. O termo   atribuido a *Robert O. Keohane," The Theory of Hegemonic Stability and Changes in International Economic Regimes 1967-1977"*. Nas palavras de Keohane, a teoria da estabilidade hegemônica coloca que : "hegemonic structures of power, dominated by a single country, are most conducive to the development of strong international regimes whose rules are reatively precise and well obeyed " p.132.

As tentativas de aplicar essa teoria ao sistema monetário internacional têm sido estimuladas por Charles Kindleberger.<sup>(18)</sup> Essas abordagens destacam tres situações do sistema monetário internacional: o **Padrão-Ouro (Classical Gold Standard)**, o **do período entre-guerras (Gold Exchange Standard)** e o **sistema de Bretton Woods**. Tres situações com duas teoricamente associadas à estabilidade hegemônica (Grã-Bretanha até 1914 e os Estados Unidos com Bretton Woods) e o período de entre-guerras, desestabilizado pela ausência de hegemonia.

No entanto, cabe observar, nesses casos, que, no período do imediato após a Segunda Guerra Mundial, a extensão da hegemonia norte-americana e a estabilidade do sistema monetário internacional a ele associadas, não tiveram precedente na história. Situação esta que não fora atingida nem mesmo no caso da Grã-Bretanha antes da Primeira Guerra Mundial.

Os Estados Unidos produziam a maior parte dos bens de capital do mundo necessários à reconstrução; estavam na condição de principal detentor de reservas em ouro e principal credor dos financiamentos de longo prazo. Essa situação credora era fortalecida antes mesmo de continuar o financiamento dos déficits oriundos da despesa com a reconstrução européia.

O estudo do caso da estabilidade do "Classical Gold Standard", porém, destaca aspectos específicos às tentativas de aplicação da teoria da estabilidade hegemônica. A estabilidade do sistema monetário internacional, neste caso, foi assegurada pela regulação via o exercício do poder hegemônico da Grã-bretanha e seu agente o Bank of England ; na administração em simultâneo do câmbio e dos juros (com a regra da paridade fixa no câmbio e do estabelecimento da taxa de redesconto nos juros dos empréstimos internacionais) e devido sua posição de liderança (poder de mercado para influir em preços e quantidades) no fluxo internacional de capitais e empréstimos, mesmo na condição de declínio industrial.<sup>(19)</sup>

Todavia, a estabilidade do sistema monetário internacional (analisada do ponto de vista da forma de ajustamento<sup>(20)</sup>, da liquidez<sup>(21)</sup> e da condição de lender of last resort internacional<sup>(22)</sup>) pode ser colocada em discussão nos termos da controvérsia sobre as

---

<sup>18</sup> Kindleberger, C.P. *World in Depression and Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, N.Y., 1978. As relações entre empréstimos externos, comércio e conversibilidade neste período são analisadas por Barry Eichengreen and Richard Portes, "The Anatomy of Financial Crises," in Richard Portes and Alexander K. Swoboda, eds., *Threats to International Financial Stability* (Cambridge, 1978), p.10-58.

<sup>19</sup> Trata-se de um caso de liderança de mercado financeiro privado. (Eichengreen, B. 1990, op. cit. p.279)

<sup>20</sup> O ajustamento sob o Classical Gold Standard tem sido caracterizado em termos compatíveis com a teoria da estabilidade hegemônica.

<sup>21</sup> Eichengreen, B. 1990, op. cit., p.293.

<sup>22</sup> Eichengreen, B. 1990, op. cit., p.300.

conseqüências da forma de organização do mercado financeiro predominante na intermediação desses fluxos de capitais, desde os analistas da época, como W. Bagehot (1873) <sup>(23)</sup> e T. Veblen (1904), <sup>(24)</sup> até os contemporâneos como H. P. Minsky (1982) e C. P. Kindleberger (1978).

O quadro 1.2 (Periodização e Hegemonia Financeira) apresenta uma periodização para a hegemonia financeira e as formas de arranjos institucionais predominantes para os períodos históricos relevantes do estudo.

## QUADRO 1.2

### Periodização e Hegemonia Financeira

Períodos	Centro Financeiro Mundial	Instituições
Século XIX até 1914	City Lombard Street	Security House
Dos Anos Vinte à Grande Depressão	Wall Street	Corporações
Décadas de Setenta e Oitenta (A Crise de Bretton Woods)	Globalização Financeira	Investidores Institucionais

FONTE: O autor.

As finanças internacionais são consideradas uma força relevante tanto de integração quanto de fragmentação da moderna economia mundial. <sup>(25)</sup> E, também, são consideradas um elo problemático da economia mundial, uma vez que o caráter especulativo e a volatilidade dos fluxos de capitais são fontes da instabilidade econômica global. Para autores como Charles P. Kindleberger (1978), "manias, pânico e crashes" são fenômenos inerentes ao sistema financeiro internacional sujeito às crises de débitos e à instabilidade decorrente dos fluxos de capitais especulativo a procura de taxas de retorno mais elevadas. <sup>(26)</sup>

<sup>23</sup> Neste trabalho W. Bagehot apresenta a versão da teoria do lender of last resort que era seguida pelo Bank of England e confiava ao banco central a responsabilidade da prevenção do risco sistêmico. *W. Bagehot (1873) Lombard Street: A description of the Money Market*, J. Murray, 1917, reprint editions, London.

<sup>24</sup> *Veblen, T. (1904) The Theories of Business Enterprise*, Charles Scribner, N.Y. Segundo a teoria de Veblen, o comportamento dos homens de negócios/financistas (que envolve as rotinas das práticas e instituições financeiras) é influenciada por dois desejos poderosos: o máximo ganho pecuniário aliado à estabilidade financeira. Isto resulta na tendência dos mercados financeiros se tomarem colusivos administrados por grandes instituições financeiras e interesses relacionados refletidos institucionalmente pelo banco central e várias agências governamentais.

<sup>25</sup> *Gilpin, Robert The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, 1987, p.306.

<sup>26</sup> *Kindleberger, C. P. Manias, Panics, and Crashes - A History of Financial Crises; Manias, Pânico e Crashes: Um Histórico das Crises Financeiras / tradução de Vânia Conde e Viviane Castanho. - Porto Alegre: Ortiz: Gazeta Mercantil, Editora Executiva, 1992.*

O predomínio nas finanças internacionais e o exercício da hegemonia estão relacionados com a potência hegemônica administrando e se beneficiando da ordem financeira internacional. É também a fonte primária de capital e sua moeda a base das relações financeiras.<sup>(27)</sup> No caso de uma crise financeira, o país hegemônico é o único ator institucional capaz de desempenhar o papel do que Kindleberger chama de "lender of last resort".<sup>(28)</sup>

No século passado, como será visto ao longo desse capítulo, esta responsabilidade de administrar a estabilidade e minimizar os efeitos das crises financeiras era exercida pela Grã-Bretanha por meio do predomínio do Padrão Libra-Ouro e da condição de exportador de capitais e centro financeiro do mundo.<sup>(29)</sup> A primeira Guerra Mundial encerrou essa fase afetando profundamente a natureza das finanças internacionais desde então. Os Estados Unidos surgiam como a principal nação credora do mundo e sua relevância nas finanças internacionais crescia com o financiamento das reparações de guerra, via a expansão da liquidez, que foi o principal fator no estímulo da atividade econômica nos anos vinte, cujo corte, em 1929, acentuou a severidade da Grande Depressão.

Por outro lado, a cooperação e a rivalidade entre Londres e Nova York na condição de centros financeiros se intensificou. Tratava-se da ascensão da moderna economia do mercado de capitais configurada no arquétipo de Wall Street, conforme será visto no capítulo 2. Neste caso, os mercados financeiros tendem a ser altamente centralizados e hierarquizados, segundo uma estrutura baseada nas economias de escala das operações financeiras e na organização da informação afetando o nível de organização dos mercados. Segundo Kindleberger (1978), esta situação cria uma competição entre os centros financeiros pela liderança da ordem financeira internacional.

Esta liderança se expressa na condição de principal centro exportador de capitais, na concentração dos pagamentos, no controle das reservas internacionais e na condição de "lender of last resort". Nos anos 1920s, Nova York iniciara a deslocar Londres dessa condição. No entanto, embora os Estados Unidos detivessem controle sobre a estabilidade da ordem financeira internacional, não haviam assumido a condição de prestador em última instância.<sup>(30)</sup>

---

<sup>27</sup> Desempenhando a função de "Dinheiro Mundial" como meio de pagamentos e, principalmente, reserva de valor. Ver a esse respeito Aglietta, Michel (1986). La fin des Devises clés. Paris. Éditions La Découverte.

<sup>28</sup> Kindleberger discute a necessidade e as funções de um "lender of last resort". Sua tarefa básica é prover liquidez para os negócios insolventes e lhes dar tempo para que resolvam suas dificuldades. Esta responsabilidade de prevenir crises financeiras é normalmente assumida por um banco central de um país. Sobre esta questão, ver: Kindleberger, C. P. e Laffargue, J. P. (Ed.) (1982) Financial Crises. Theory, History, and Policy. Cambridge University Press.

<sup>29</sup> Neste caso, o rentismo da economia victoriana (dos investimentos de portfólios ligados à exportação de capitais a partir da City) esteve associado à unicidade e estabilidade do dinheiro mundial sob a égide do padrão Libra-Ouro, até sua ruptura com a Primeira Guerra Mundial. Ver Aglietta, M. (1986). La fin des Devises Clés. Paris. Éditions la Découverte, cap. 2.

<sup>30</sup> A esse respeito consultar Aglietta, M. (1986) op.cit. caps. 2 e 3.

## 1.2. RENTISMO E O PADRÃO LIBRA-OURO

Dois aspectos se destacam no estudo do rentismo no âmbito do espaço-tempo da “Pax Britannica”. O primeiro aspecto a destacar é o predomínio dos interesses do grande capital financeiro (identificado, via de regra, na atuação da grande burguesia financista inglesa como “banqueiros do mundo”)<sup>(31)</sup>; e o segundo aspecto a destacar, associado ao primeiro, diz respeito ao predomínio do padrão monetário-financeiro internacional consubstanciado na unicidade e relativa estabilidade do Padrão Libra-ouro <sup>(32)</sup>.

Esta estabilidade se baseava em um conjunto de pré-requisitos, tais como: a capacidade de efetuar ajustes de preços relativos, regras monetárias robustas e capacidade de conter pressões de mercado<sup>(33)</sup>, predominantes no ajustamento das políticas econômicas nacionais, que seguiam “a religião monetária” <sup>(34)</sup> e a condição de lender of last resort internacional desempenhada pelo Banco da Inglaterra. A explicação para essa estabilidade está, portanto, associada a esse conjunto de pré-requisitos e a performance da economia mundial sob a égide da “Pax Britannica”.

O predomínio do Padrão Libra-Ouro, que garantia a estabilidade do sistema monetário internacional, combinava a situação da Inglaterra enquanto principal exportador de capitais (a liderança dos investimentos de porta-fólio) com a condição de principal centro de intermediação financeira do mundo (CITY-Lombard Street).

---

<sup>31</sup> Emblema do poder financeiro, dos bancos, da bolsa, a City afirma seu papel de ‘banqueiro do mundo’ (...) é um pequeno bairro de Londres, que não representa nem mesmo a centésima parte de sua superfície (...) Esse lugar é marcado por uma longa história, desde que, na Idade Média, os mercadores da City se obstinaram em defender os seus privilégios comerciais e suas franquias municipais contra o poder real. No fim do século XIX, a City conserva as suas tradições arcaicas e a sua autonomia administrativa (...) A City é o bairro dos grandes negócios. (...) Enfim, Lombard Street é o centro bancário, motor do sistema monetário internacional da época, o do Gold Standard (...) Na própria City, estão estabelecidos os exchanges: sociedades por ações, que se destinam a assegurar o funcionamento dos mercados internacionais dos principais produtos. (...) Mas a City é também a sede de todos os grandes mercados internacionais do dinheiro (...) Há também na City bancos coloniais, e sobretudo bancos estrangeiros, que sentiram a necessidade de ter uma agência no coração das finanças internacionais, para obter sua parte nas grandes operações financeiras que se fazem quase todas em Londres (...) Diante do Banco da Inglaterra se ergue o Stock Exchange, a Bolsa dos valores mobiliários, de longe a mais importante do mundo (...) mais do que qualquer indivíduo, o que simboliza certamente a primazia comercial e financeira desse pequeno bairro de Londres é a importância que se atribui, nas transações internacionais, às promissórias a serem pagas por Londres. Esses papéis, que um negociante inglês emite quando promete pagar três meses depois o seu carregamento de café brasileiro ou algodão egípcio, assinando uma letra de câmbio a ser paga por um estabelecimento da City, podem circular de mão em mão e de praça em praça, e servir para comprar chá na China ou seda em Lyon. Eles são, mais do que o ouro, o meio de financiamento essencial do comércio internacional, e mostram que a City é, sem concorrentes, o verdadeiro centro financeiro do mundo.” Plessis, A. (1993). *O Poder: The City, Fleet Street, Westminster*. In: *Londres, 1851-1901, A era Victoriana ou o triunfo das desigualdades*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor. p.149-160.

<sup>32</sup> Sobre as teorias da estabilidade hegemônica, ver: Eichengreen, B. (1990) *Elusive Stability-Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge.

<sup>33</sup> Sobre essa questão, ver: Eichengreen, B. *História e reforma do sistema monetário internacional*. Economia e Sociedade, IE, Campinas, (4):53-78, jun. 1995.

<sup>34</sup> Sobre esse caráter do Padrão Libra-ouro, ver: Aglietta, M. (1986) *La Fin des Devises Clés, Essai sur la monnaie internationale*. Éditions la Découverte. Paris.

A caracterização do rentismo, enquanto trajetória de expansão da riqueza financeira, neste caso, se verifica no âmbito do primeiro cenário que reuniu as principais características estruturais para esta empreitada: a economia mundial sob a égide da Pax Britannica.<sup>(35)</sup>

O aspecto mais importante a ser destacado para o estudo da trajetória do rentismo do capital a juros, foi a **combinação paradoxal do declínio na liderança industrial com a preservação da expansão financeira (a liderança dos negócios financeiros)**. Essa situação foi descrita por Eric Hobsbawm (1978), de forma sucinta:

*"De uma maneira geral o conjunto da economia britânica tendeu a fugir da indústria e buscar abrigo no comércio e nas operações financeiras, setores cujos serviços fortaleciam ainda mais seus concorrentes reais e futuros, mas obtinham lucros polpidos. Por volta de 1870, os investimentos anuais da Grã-Bretanha no exterior começaram na verdade a exceder a formação interna líquida de capital fixo. Ademais, ambos tornaram-se cada vez mais alternativas, até vermos, na era eduardiana, o investimento interno cair quase sem interrupção, ao passo que o investimento externo aumentava. Durante o grande boom (1911-1913) que precedeu a Primeira Guerra Mundial, investiu-se no exterior o dobro ou mais do que no país; já se disse que o volume da formação interna de capital fixo nos 25 anos que precederam a Grande Guerra, longe de ser adequado à modernização da máquina produtiva britânica, não foi sequer suficiente para evitar que ela desacelerasse ligeiramente. A Grã-Bretanha estava se tornando uma economia mais parasitária que competitiva, vivendo do que sobrava do monopólio mundial, do mundo subdesenvolvido, de suas acumulações de riquezas no passado e do progresso de seus rivais."* op. cit. pp.177-178

Desde os anos 1850, a principal característica da economia da Grã-Bretanha era sua alta propensão à exportação de capitais (a taxa de crescimento dos ativos líquidos no exterior aumentou de 0.8 % do PIB, em 1873, para 1.8% do PIB em 1913).<sup>(36)</sup> Entre 1870-1914 a proporção do capital devotado à exportação foi a mais alta da história de qualquer outro país. Em 1914, os investimentos externos ingleses eram mais que o dobro do correspondente da França, mais que tres vezes os da Alemanha e cerca de seis vezes os dos Estados Unidos.<sup>(37)</sup>

<sup>35</sup> Sobre esse período e tema controversos, ver: Landes D. S. *The Unbound Prometheus* (1969); Deane, P. *The First Industrial Revolution* (1965); Court, W.H.B. *British Economic History 1870-1914* (1965); Saul, S. B. *Studies in British Overseas Trade 1870-1914* (1960); Inliah, A. *Economic Elements in the Pax Britannica* (1958); Feinstein, C. *Income and Investment in the UK 1856-1914*, *Economic Journal*, 1961; Jenks, L.H. *The migration of British Capital to 1875* (1927) apud Hobsbawm, E. J. *da Revolução Industrial Inglesa ao Imperialismo*, FU.RJ, 1978.

<sup>36</sup> Cameron, R. and Bovykin, V.I. eds. *International Banking 1870-1914*, Oxford University Press, N.Y., 1991.

<sup>37</sup> Sobre isto, ver: Cottrell, P. L. *International Banking 1870-1914*, ed. Cameron, R. and Bovykin, V.I. Oxford University Press, 1991, cap.1.

No mesmo período, a Grã-Bretanha ocupava o centro do comércio internacional. Suas exportações aumentaram rapidamente e suas importações mais ainda. Ver tabela 1.1 a seguir.

TABELA 1.1

Balanço de Pagamentos Britânico (em milhões de Libras)

Anos	1871-75	1876-80	1881-85	1891-95	1896-900	1901-905	1911-15
Importações FOB	316.8	336.8	351.6	371.9	422.1	482.2	855.2
Exportações FOB	297.5	257.9	295.2	287.5	303.7	367.2	593.9
Saldo	-19.3	-78.9	-56.4	-84.4	-118.4	-115.0	-61.3
Comércio de Invisíveis/saldo	44.9	46.3	48.1	45.9	46.8	43.2	85.1
Juros/dividendos	50.0	56.3	64.8	94.0	100.2	113.0	188.0
Saldo c.corrente	75.6	23.7	56.5	55.5	28.6	41.2	211.8

FONTE : Report of the Committee on Invisible Transactions, London 1968.

Conforme a tabela 1.1, o balanço inglês denotava características permanentes : trata-se de um balanço sistematicamente deficitário do ponto de vista dos itens visíveis, mas compensado pelo saldo dos invisíveis. <sup>(38)</sup> As exportações líquidas de capitais não-monetárias são mais importantes que o superávit corrente <sup>(39)</sup>, colocando em evidência os ciclos da acumulação de longo prazo nos quais o ritmo de crescimento da formação bruta de capital fixo na Grã-Bretanha e o das exportações de capitais a longo prazo se correspondem em fases alternadas. <sup>(40)</sup> Esse fluxo de capital internacional era, via de regra, de longo prazo em ativos reais (principalmente ferrovias). <sup>(41)</sup> Mesmo quando assumia a forma do investimento de porta-fólio, isto é, a compra de títulos de governos estrangeiros, visava financiar investimentos em infraestrutura. Por volta de 1913, cerca de 70% dos investimentos da Grã-Bretanha no exterior consistia dos títulos de

<sup>38</sup> Os itens invisíveis consistem nos lucros do comércio exterior e dos serviços, ganhos de seguros e corretagem, fretes, turismo, remessas etc., além dos juros e dividendos recebidos do exterior. segundo alguns autores, esses ganhos no caso inglês, até o começo dos anos 1870, eram oriundos da importância da frota mercante inglesa que representava de um terço à metade da tonelagem mundial. *apud Hobsbawm, E.J. (1978)*.

<sup>39</sup> O último quartel do século foi marcado pela dependência da posição internacional da economia inglesa da propensão para investir ou emprestar seus excedentes acumulados no exterior.

<sup>40</sup> Ver a respeito: *Aglietta, M. La Fin des Divises Clés - Essai sur la monnaie internationale, éditions la Découverte, 1986 p.53.*

<sup>41</sup> Esses investimentos estavam associados com as novas oportunidades de lucro abertas pelo movimento em larga escala das populações, livre comércio e grandes mudanças nos transportes.

governos e das ferrovias.<sup>(42)</sup>

Uma indicação da amplitude dos lucros desses investimentos estava no fato da taxa média de crescimento da produção expandir duas vezes mais nos países importadores de capital fora da Europa que nos países exportadores de capital da Europa (ver tabela 1.2 a seguir).

TABELA 1.2

Taxa Média de Crescimento da Produção

Exportadores	1870-1913	1913-1938
Grã-Bretanha	1.9	1.1
França	1.6	0.8
Alemanha	2.8	2.1
Importadores	1870-1913	1913-1938
Estados Unidos	4.2	1.7
Japão	2.5	4.1
Argentina	6.4	2.7
Austrália	3.2	1.5
Brasil	3.5	3.9
Canadá	4.1	1.8

FONTE : Turner, P. (1991) p.19,op. cit.

Normalmente, esses investimentos são associados à duas vantagens : 1) os ativos geravam um fluxo de rendimentos que pagava o principal e o serviço da dívida do financiamento; 2) a demanda de investimento facilitada pela entrada de capital compensava a deterioração da conta corrente do país receptor, devido ao incremento das importações.

Essa transferência de capital poderia ser feita sem incorrer em mudança nos termos de troca, seguindo a taxa de câmbio fixa. Havia pouco ou nenhum risco de câmbio, uma vez que a maioria dos empréstimos era denominado em Libras. Além disso, o risco de default era afastado, uma vez que a maior parte do investimento era feita no domínio inglês e os países receptores dependiam do mercado da Grã-bretanha para as suas exportações.

<sup>42</sup> Turner, P. *Capital Flows In The 1980s: A Survey of Major Trends BIS Economic Papers n.30 - April 1991* : os investimentos ultramarinos da Grã-Bretanha em 1913 : 41% ferrovias ; 30% títulos da dívida pública ; 8% bancos e fianças ; 7% minas ; 6% indústria e comércio ; 5% serviços públicos de navegação e 3% outras matérias-primas. *apud Hobsbawm.E.J. op. cit.p.312.*

Por outro lado, o papel de submeter e monitorar esses investimentos, há muito estabelecido pelas accepting houses <sup>(43)</sup>, em Londres, assegurava as condições dos empréstimos. Este mecanismo de garantia das condições dos empréstimos, mantinha o prêmio de risco relativamente baixo. Outro fator importante foi a maior estabilidade dos preços relativos das commodities vis-à-vis produtos manufaturados, no período que antecedeu 1913, que reduzia o risco de investir na exploração e desenvolvimento de matéria-prima (Turner, 1991, op. cit. p.20). O outro fator decisivo para assegurar a estabilidade sistêmica e a posição comercial vantajosa da Inglaterra, era a operação do sistema do Padrão Libra-Ouro (classical gold standard), com taxa fixa de câmbio e com a Libra-conversível na condição de meio de pagamento e reserva internacional.

O período de 1870-1913 se caracterizou como a época em que Londres se constituiu no verdadeiro fulcro econômico do mundo (comercial e financeiro) e a Libra esterlina sua alavanca. Esta situação se verificou concomitante com o declínio de sua indústria e a ascensão de seu sistema financeiro na intermediação mundial de financiamentos e pagamentos. Trata-se, neste caso, da vigência da regulação (coordenação macroeconômica) por meio da gestão em simultâneo do câmbio (com o predomínio do sistema de taxas fixas) e dos juros (com a gestão do redesconto) via Banco da Inglaterra, o agente central de operação do sistema.

Por exemplo, um aumento na Bank Rate<sup>(44)</sup>, que aumentava o nível geral das taxas de juros na Grã-Bretanha, induzia os investidores estrangeiros a acumular fundos adicionais em Londres (isto é, com Bank Rate maior era melhor emprestar em Londres), reduzindo a repatriação desses recursos para outros centros. Saldos externos da Grã-Bretanha eram repatriados para ganhar a taxa de retorno mais elevada. Emissões de finance bills<sup>(45)</sup>, que representavam metade do total dos títulos, em 1913, eram sensíveis às mudanças nas taxas de juros. Taxas mais elevadas se difundiam para o mercado de capitais permitindo o fluxo de novas emissões para tomadores estrangeiros de empréstimos.

Essa condição de principal exportador de capitais da Grã-Bretanha, esteve associada ao predomínio do Padrão-Ouro (sua estabilidade e unicidade) e ao desenvolvimento de um sistema de intermediação financeira com elevado grau de especialização entre agentes (brokers e dealers - agentes comissionados para negociar contratos de compra e venda de títulos e ações) e intermediários (instituições que compram e vendem ativos financeiros - bancárias e não-bancárias), voltado para operar (intermediar), no circuito internacional, esse fluxo de capitais de empréstimo (financiando o comércio no curto prazo e os investimentos de longo prazo - public utilities).

---

<sup>43</sup> *The Penguin International Dictionary of Finance*, Banncock, G. and Manser, W. Penguin Books, 1989 p.15.

<sup>44</sup> A taxa de juros que o Bank of England operava com o sistema de bancos comerciais como lender of the last resort. Foi reconhecida pela primeira vez em 1702, e permaneceu até 1972 quando foi substituída pela Minimum lending Rate.

<sup>45</sup> Finance Bill, finance paper. A Bill of Exchange relating to the receivables of a finance house. Finance Dictionary p.85.

Para entendermos a lógica de funcionamento do Padrão Ouro, a principal referência institucional do rentismo do capital a juros vigente nesse período, é preciso considerá-lo parte integrante de um contexto mais abrangente : o âmbito particular da civilização do século XIX.

Segundo Karl Polanyi <sup>(46)</sup>, essa civilização estava sustentada por quatro instituições básicas : um sistema de equilíbrio de poder que, durante um século, impediu a ocorrência de guerra prolongada e devastadora entre as Grandes Potências ; um sistema de mercado auto-regulado que produziu um desenvolvimento econômico sem precedente ; o sistema do Padrão-Ouro, ou, Libra-Ouro, que progressivamente se estabeleceu a partir da segunda metade do século XIX e atingiu seu apogeu antes da Primeira Guerra Mundial, e rapidamente se desgenerou nos anos vinte para desaparecer na Grande Depressão dos anos trinta ; e a instituição do Estado Liberal. A interrelação entre essas instituições caracterizava, grosso modo, os contornos dessa civilização.

Particularmente, o sistema do Padrão-Ouro mostrou-se crucial, pois, sua derrocada normalmente é associada com a catástrofe, de tal forma que as tentativas de reestabelece-lo resultaram no sacrifício das demais instituições, segundo K.Polanyi(1980). Dentre essas instituições, o mercado auto-regulado destacou-se como uma espécie de paradigma dessa civilização. O Padrão-Ouro, no entanto, foi apenas uma tentativa de estender o sistema de mercado doméstico ao âmbito internacional. O sistema de equilíbrio de poder foi erguido sobre o Padrão-Ouro e parcialmente nele fundamentado, e o Estado Liberal uma criação do mercado auto-regulado. Portanto, a chave para esse sistema institucional estava nas leis que regulavam a economia de mercado. Essas leis se expressavam nos tres dogmas clássicos representados na política do Laissez-Faire : o trabalho deveria procurar seu preço no mercado, a criação do dinheiro deveria sujeitar-se a um mecanismo automático e as mercadorias em geral deveriam ser livres para fluir de país para país sem obstáculos e privilégios. Em síntese, um mercado de trabalho, o Padrão-Ouro e o livre comércio. Os tres pilares do liberalismo econômico.

Todavia, essa política supunha que o sistema fabril se organizasse como parte de um processo de compra e venda do trabalho, da terra e do dinheiro (as tres mercadorias fictícias). Segundo Polanyi, esta ficção se tornou o princípio organizador da sociedade, embora as tres não fossem " produzidas " para a venda. E, neste sentido, a história social do século XIX pode ser considerada resultado de um duplo movimento : ampliação da organização do mercado em relação às mercadorias em geral acompanhada pela sua restrição em relação às mercadorias fictícias.

Esta situação significou que a organização dos mercados mundiais de mercadorias, capitais e de moedas, sob a égide do Padrão-Ouro, deu um sentido ímpar ao sistema de mercados, ao mesmo tempo que se desenvolvia um movimento bem estruturado de resistência

---

<sup>46</sup> Polanyi, Karl. *A Grande Transformação - As Origens da Nossa Época*. Ed. Campus, 1980. RJ.

aos efeitos perniciosos de uma economia regulada pelo mercado. O desenvolvimento desses mecanismos de defesa acabou comprometendo a auto-regulação dos mercados, ameaçando os fundamentos da sociedade do mercado auto-regulado. Este dilema rompeu a organização social que sustentava a organização econômica (o dilema da política do Laissez-Faire). Pode-se dizer que a sociedade do século XIX resistiu, mesmo que inconscientemente, a qualquer tentativa de transformá-la em mero apêndice do mercado.

Do ponto de vista do rentismo predominante nesse período, rentismo do capital ajuros, a necessidade de proteção das consequências da auto-regulação do mercado surgiu como decorrência da forma pela qual se organizou o fornecimento de dinheiro sob um sistema de mercado. Neste caso, a instituição do banco central moderno (como lender of last resort)<sup>(47)</sup> foi o artifício encontrado para proteger os interesses empresariais do caráter destrutivo do mercado. Como os lucros dependem dos preços, então os ajustes monetários (câmbio/juros), dos quais os preços dependem, são vitais para o funcionamento de qualquer sistema movido pelo lucro.

Portanto, o desenvolvimento da moeda convencional (a moeda do banco central, baseada na soberania dos estados nacionais) foi a mediação indispensável para a economia de mercado enfrentar a escassez de mercadoria-dinheiro e proteger o comércio das deflações quando da expansão dos negócios.<sup>(48)</sup> **Logo, a mercadoria-dinheiro era vital para o comércio mundial e o dinheiro do banco central para o comércio doméstico. Neste caso, o aspecto relevante era a possibilidade da convergência entre ambos.**<sup>(49)</sup>

Nessas condições, na perspectiva do comércio mundial, aderir ao Padrão-Ouro era prioritário em relação às necessidades dos negócios domésticos. O êxito da estabilidade cambial, isto é, do Padrão-Ouro, entre as moedas dos países capitalistas centrais a longo prazo (exceto no caso dos países periféricos), era atribuído, por um lado, às políticas de ajustamento mútuo monetário e crédito e, por outro lado, ao papel do Bank of England enquanto lender of last resort.<sup>(50)</sup>

Esta situação privilegiada permitiu a Grã-Bretanha compensar seus déficits comerciais, durante o período de vigência do Padrão-Ouro, prevalecendo-se da condição de país emissor

---

<sup>47</sup> Sobre isto, ver: Aglietta M. *Genese des Banques Centrales et Legitimite de la Monnaie*, p.2-10; Corazza, G. A Interdependência dos Bancos Centrais em Relação ao Governo e aos Bancos Privados, 1995.

<sup>48</sup> Sobre este tema, ver: "A Violência da Moeda", Aglietta, M. e Orléan, A. ed. Brasiliense, 1990, cap.I.

<sup>49</sup> J. M. Keynes em suas "Considerações sobre o padrão-ouro" (1930), dizia que "(...) a longa era da moeda-produto finalmente cedeu lugar à era da moeda simbólica. O ouro deixou de ser uma moeda, um tesouro, um título tangível de riqueza cujo valor não pode esvaír-se (...) Tornou-se uma coisa muito mais abstrata - apenas um padrão de valor; e ele só mantém essa posição nominal por ser transacionado de tempos em tempos, em quantidade muito pequenas, por um grupo de bancos centrais, nas ocasiões em que um deles inflaciona ou deflaciona a moeda representativa, sob seu controle, em proporções diferentes do que é adequado ao comportamento de seus vizinhos."

<sup>50</sup> O Bank of England era um banco comercial muito especial. Centro do sistema financeiro inglês nos anos 1870 com responsabilidade nas finanças públicas e de lender of last resort. Seus clientes eram o governo inglês, os London clearing banks, os marchant banks, os British overseas banks, bancos estrangeiros e discount houses. Operava com o público e com as empresas.

do meio de pagamento e de reserva internacional. A outra forma de compensação dos déficits era a entrada de enormes rendimentos de capitais, principalmente juros, oriundos da condição de centro financeiro internacional. Ademais, obtinha vantagens, em relação a outros países deficitários, por meio de uma política de juros (via taxa de redesconto) orientada para atrair o capital estrangeiro. Em relação aos países exportadores de matérias-primas, ao aumentar a taxa de juros, forçava a uma liquidação de estoques provocando queda nos preços dessas matérias-primas, obtendo, assim, um lucro comercial.

Assim sendo, a Grã-Bretanha coordenava a política de convergência (câmbio e juros) a partir dessa situação privilegiada configurada num balanço de pagamentos superavitário e com expressiva liquidez. Apesar da situação deficitária do ponto de vista da balança comercial, o balanço de pagamentos superavitário engendrava uma entrada de ouro que corroborava para o papel da Libra conversível como meio de pagamento e reserva internacional (conforme tabela 1.1). Logo, o padrão-ouro e seu corolário, a regulação conjunta macroeconômica do câmbio e dos juros pela deflação, representavam a combinação de estabilidade e unicidade cambiais.

Havia à época, uma situação paradoxal que combinava cooperação internacional com industrializações competitivas nacionais devido ao movimento de ascensão das denominadas industrializações retardatárias. A cooperação se dava no campo monetário por meio da abdicação da hegemonia nacional pelas adesões ao Padrão-Ouro e sua rigidez na paridade cambial (a regulação macroeconômica inglesa contrastava com as regulações monetárias frágeis dos outros países).<sup>(51)</sup>

Com o advento da Primeira Guerra Mundial houve a implosão do equilíbrio de forças aludido antes, e, do ponto de vista econômico, com a ruptura do padrão monetário a Grã-Bretanha deixou a condição de principal nação credora do mundo, tornando-se grande devedora aos Estados Unidos, em particular, que, ao fim do conflito, se transformara no principal país credor do mundo. A depressão de 1929 liquidou a ilusão de um retorno à belle époque anterior a 1913 e a Segunda Guerra Mundial a sepultou de vez.<sup>(52)</sup>

---

<sup>51</sup> Foi definido um conjunto de regras que estabeleciam uma cooperação monetária rigorosa e automática entre os países, a saber: todos os países destacam o mesmo metal e não reconhecem qualquer outro meio de pagamento; cada um define sua unidade de conta como o preço de um peso dado do metal destacado; esta definição é imutável de sorte que as taxas de câmbio entre as unidades de conta nacionais são irrevogavelmente fixas; e a escolha do metal e a fonte dos espacos são livres em cada país. Portanto, dada a fixação absoluta dos câmbios e a unidade do meio de pagamento implica que todo desequilíbrio de pagamentos provoca um fluxo de reservas metálicas dos países deficitários para os superavitários.

<sup>52</sup> Após 1919, a Grã-Bretanha parecia recuperar-se, com os governos tentando recriar as condições pré 1913. Os Lucros dos investimentos e dos invisíveis, em 1925, foram elevados; a receita bruta dos investimentos aumentara de cerca de 4,5% da renda nacional, que estava ao nível de 1870, para cerca de 9% em 1910-1913; após a I Guerra, o índice voltou, em média, ao nível da década de 1870; depois da II Guerra, voltou ao nível da década de 1860. *cf. Hobsbawm, E.J. op. cit. p. 141.*

### 1.3. RENTISMO E INVESTIMENTO DE PORTA-FÓLIO

A Pax Britannica foi sustentada, em muito, por Londres ter sido o principal centro financeiro do mundo durante a fase de expansão financeira caracterizada pelo auge da exportação de capitais do final dos anos 1880 ao início dos anos 1900. Muitas das características das modernas instituições financeiras, principalmente as bancárias, foram desenvolvidas a partir da City visando financiar o comércio e os empréstimos internacionais. Londres se constituía em um centro financeiro que reunia as condições necessárias à gestão de um fluxo internacional de capitais, por meio de um sofisticado sistema de intermediação, que operava com recursos alocados por preços competitivos, dominado por instituições financeiras bancárias e não-bancárias.

Ao associarmos essas características desse moderno sistema de intermediação financeira com a trajetória do rentismo do capital a juros na Pax Britânica, cabe considerar, além da situação de principal exportador de capitais e do funcionamento do padrão-ouro, o importante papel desempenhado por esse moderno sistema na intermediação do fluxo de capitais, tanto para financiamento do comércio quanto para os investimentos de longo prazo, sob a liderança das instituições financeiras inglesas e instituições estrangeiras que operavam em Londres (os denominados "market makers" concentrados em Londres").

Esse moderno sistema de intermediação financeira estava caracterizado, desde sua origem, por uma grande especialização entre as instituições financeiras e orientado para operações no exterior. Foi a serviço do comércio internacional e da exportação de capitais (investimentos de porta-fólio) que os bancos ingleses desenvolveram suas atividades de intermediação. Na medida em que Londres se tornava o pólo centralizador e distribuidor de capitais para o mundo, os bancos ingleses passaram a se interessar pela exportação de capitais, pela colocação e pela gestão do investimento no estrangeiro dos recursos financeiros concentrados na City.

Esse sistema de intermediação se estruturou a partir de duas categorias de bancos que marcaram sua influência internacional: os denominados "**merchant banks**" e os denominados "**overseas banks**". Os "**merchant banks**" eram "**accepting houses**" que financiavam, a curto prazo, o essencial do comércio internacional, e, até os anos trinta, tinham no aceite de títulos do comércio internacional sua principal atividade, se constituindo na principal fonte de divisas estrangeiras da Grã-Bretanha.

Os "**overseas banks**" foram criados na segunda metade do século passado pelos grandes bancos de depósito <sup>(53)</sup> em colaboração com os antigos "**merchant banks**" para acompanhar o movimento de expansão comercial do Império Britânico. <sup>(54)</sup> Esses "**overseas**

---

<sup>53</sup> Os denominados *Clearing banks*: National and Provincial Bank, Westminster Bank, Lloyds Bank, Barclays Bank. Sobre a importância dos bancos ingleses nesse período, ver, mais detalhes: Ruffine, P.B. *Les Banques Multinationales*, PUF, 1983.

<sup>54</sup> Autores recentes tem denominado a hegemonia britânica de "o imperialismo de livre comércio". Arrighi, G. (1996).

banks” concentraram suas atividades nos países ou grupos de países por meio de uma densa rede de sucursais responsáveis por 40% dos 3.6 bilhões de Libras emprestadas pela Grã-Bretanha entre 1870 e 1913.<sup>(55)</sup> Agrega-se a essas instituições, as “discount houses”, que descontam as letras de câmbio, e os bancos comerciais propriamente ditos ou bancos de depósitos.

Segundo alguns autores, um conjunto de fatores permitiu vantagens competitivas às operações internacionais dos bancos ingleses nesse período (1890-1914).<sup>(56)</sup> No entanto, esse sistema de intermediação de capitais, centrado em Londres, não atingiu sua forma moderna, com alto grau de especialização entre as instituições que lhe davam fundamento, até o início do século atual. A lei de liberação dos bancos entre 1857-1862, juntamente com outros fatores, ocasionou o boom da formação dos joint stock banks (bancos comerciais - constituídos por sociedade anônima por ações). Em 1870, o sistema consistia basicamente de unidades bancárias privadas (constituídas por sociedade limitada) e os bancos comerciais, caracterizando-se por uma especialização de funções. No entanto, a organização dos mercados paralelos oriundos dessas características cresceram juntos a partir dos anos 1880.<sup>(57)</sup>

Esta situação resultou da atuação dos merchant banks de Londres em relação às necessidades da indústria regional e do crescimento envolvendo parte dos bancos comerciais (com alcance nacional) em operações internacionais. Esta situação assumiu uma variedade de formas marcadas pela entrada dos bancos comerciais no mercado internacional de aceites (bill of exchange), quando se tornaram investidores em certas classes de securities (títulos ou ações) estrangeiras, subscrivendo emissões estrangeiras, e atuando como “issuing houses” (securities houses)<sup>(58)</sup> para emissões internacionais.

Esse sistema originário de intermediação mudou durante o último quartel do século juntamente com o mercado monetário de Londres. Os instrumentos financeiros transacionados em Lombard Street mudaram durante esse período e tornaram-se predominantemente internacionais juntamente com declínio da participação dos títulos domésticos.<sup>(59)</sup> Entre 1891-1894, os títulos domésticos retidos nos porta-fólios dos bancos em Londres caíram como

---

<sup>55</sup> Existe uma controvérsia em torno do valor do capital exportado pela Grã-Bretanha nesse período: segundo estimativa de Herbert Feis, a Inglaterra detinha no exterior, em termos de securities emitidas até a Primeira Guerra, o montante de 3.763 milhões de Libras acrescidas de 300 milhões em investimentos diretos. Recentemente, Davis e Huttenback examinando as relações financeiras da Inglaterra com seu Império, estimaram as subscrições de emissões públicas entre 1860-1861 a 1910-1911 um agregado de no mínimo 3.1 bilhões de Libras e um máximo de 4.8 bilhões de Libras. (Cottrell, P.L. 1991 op.cit.p.27-28)

<sup>56</sup> Jones, Geoffrey. *Banks as Multinationals*, editor, Routledge, London/New York, cap.3.p.38.

<sup>57</sup> Até a emergência plena dos bancos com operações à escala nacional que atuavam em rede por volta de 1900, o sistema de bancos comerciais regionais estava integrado com bancos em Londres ou mantendo o redesconto com outros bancos pelo país. Os excedentes eram investidos como depósitos no mercado de crédito em Londres (Lombard Street) no qual os principais eram discount houses que também tomavam duplicatas direta ou indiretamente dos bancos comerciais regionais.

<sup>58</sup> Um merchant Bank, stockbroker ou outra instituição financeira qualquer que organiza uma nova emissão de securities.

<sup>59</sup> Por volta da metade dos anos 1880, já havia mudado a natureza dos ativos dos bancos em Lombard Street. Os títulos regionais eram escassos na composição dos portfólios.

proporção do total das obrigações, enquanto se verificou um rápido crescimento no volume das obrigações internacionais. Por outro lado, a proporção de títulos descontados no open market, por meio da intermediação dos bancos, aumentou acentuadamente em relação aos descontos de títulos domésticos. Portanto, houve um crescimento da intermediação com obrigações internacionais.<sup>(60)</sup>

O sistema financeiro centrado em Londres evoluiu no último quartel do século passado com a ruptura das divisões institucionais entre seus nichos de mercado afetando o padrão competitivo. Os bancos comerciais domésticos entraram nos negócios de aceites bancários e no mercado de novas emissões de empréstimos internacionais. Desde o fim dos anos 1820, esses bancos haviam deixado o curto prazo para os corretores de Londres e se ligaram ao mercado de capitais metropolitano, além do mercado secundário de securities. Em 1914, metade dos recursos desses bancos consistia de empréstimos para operações na bolsa. Este tipo de negócio cresceu desde os anos de 1870 como um investimento alternativo ao declínio do volume de empréstimos na Lombard Street. Esses empréstimos ofereciam rendimentos mais altos que o dinheiro colocado nas discount houses.<sup>(61)</sup> O desenvolvimento desses negócios dava aos bancos comerciais um relacionamento estreito com brokers e dealers que operavam o mercado secundário.

A próxima fase do desenvolvimento dos bancos comerciais com novas emissões internacionais, foi a aquisição de títulos estrangeiros para seus portfólios, inicialmente títulos do governo central, municipal e das ferrovias. Com isso, os investimentos dos bancos tornaram-se mais diversificados desde os anos 1880. Entre 1870 e os anos 1900 a participação dos empréstimos para governos estrangeiros declinou de 60% para 40% e o financiamento das ferrovias tornou-se dominante nos anos 1890, como resultado de emissões públicas, empréstimos privados de curto prazo e médio prazo e arbitragens entre Londres e Nova Iorque. Esta situação pode ser ilustrada pelas atividades da International Financial Society (empréstimos via consórcio) que se tornou participante no mercado de títulos das ferrovias americanas no final dos anos 1870.

Desse período até o início dos anos 1880, a International Financial atuou como um dealer na arbitragem, comprando e vendendo em Nova Iorque e Londres. Esteve bem situada como resultado de sua ligação com J.S. Morgan and Co. que no início dos anos 1880 era um dos primeiros Anglo-American merchant banks operando com títulos das ferrovias americanas.

---

<sup>60</sup> A estrutura de intermediação entre 1870-1914 destacava os merchant banks controlando cerca de 40% das emissões no mercado de capital inglês; os overseas banks (Anglo-International and Anglo-Imperial) com 15%; os bancos comerciais ingleses com 10%; e os restantes 35% distribuídos entre os vários intermediários; dentre os quais os mais importantes eram as corporations que faziam suas próprias emissões através de seus banqueiros. Estas emissões parte eram feitas pelo London Bank (20%), enquanto o Bank of England e os Crow Agents ficavam com 10%; os 5% restantes eram intermediados pelos sindicatos especiais, membros da bolsa e investments trusts. Cottrell, P.L. 1991.

<sup>61</sup> Instituição financeira fundada no início do século XIX para atuar como broker para aceite de letras de câmbio, operando agora com uma diversidade de instrumentos de débitos e atuando como principal para a compra com suporte do Bank of England como lender of last resort.

Embora a arbitragem fosse essencialmente relacionada com ganhos de curto prazo, essas operações levaram a algum investimento inglês mais duradouro nas ferrovias americanas. Por outro lado, a natureza privada de seu movimento transatlântico causou alguma preocupação, especialmente nas autoridades da bolsa de Londres. Esses casos ilustram as atividades de um conjunto de instituições financeiras (grupos e sindicatos) de menor importância que os merchant banks, no período de 1870-1880, atuando no mercado de emissões de títulos internacionais.<sup>(62)</sup>

Neste período, porém, o principal desenvolvimento esteve por conta do estabelecimento dos Anglo-International and Anglo-Imperial overseas banks que operavam uma ampla gama de atividades (e uma das principais funções era o financiamento do comércio). Mas, em 1914, a liderança do crédito internacional do comércio ainda era dos sete merchant banks (Rothschild, Baring, Kleinwort, Shroeder, Hambro, Brandt e Gibbs) ; que respondiam por cerca de 45% do crédito do comércio internacional garantido pelo mercado de aceites de Londres.<sup>(63)</sup>

**Resumindo, a grande burguesia inglesa (os interesses da haute finance) se transformara numa espécie de classe rentista da intermediação do capital a juros articulando os interesses do capital mercantil - ligado ao comércio de mercadorias e dinheiro - e dos bancos, sob liderança deste sistema de intermediação financeira, mesmo antes do processo de concentração bancária e centralização do capital financeiro que se desenvolveu posteriormente, quando o sistema bancário inglês, particularmente, teve de disputar essa liderança com outros centros financeiros, principalmente Wall Street. Isto só foi possível devido ao desenvolvimento das operações de intermediação do capital a juros, avançado para época, centrado na City.**<sup>(64)</sup>

Com relação a este último aspecto, particularmente, é importante observar, no decorrer das três primeiras décadas do século passado, o relacionamento desse sistema de intermediação da City com o insipiente conjunto de instituições (bancos e corretores) norte-americanos, polarizado entre Nova Iorque e a Filadélfia, inicialmente incentivado pelos negócios na construção e operação de canais. A maior parte dos fundos para esses projetos vieram da Inglaterra. Muitos dos bancos e corretores norte-americanos passaram a ser controlados dos boards de banqueiros em Londres, Birmingham e Manchester.

A Baring Brothers & Co. encabeçava a lista e tornava-se um fator destacado no âmbito dos títulos norte-americanos. Em 1822 a mania dos canais empolgou Lombard Street com uma enorme procura pelas ações norte-americanas. Essas compras provocaram oscilações na bolsa em Filadélfia, Nova York, Boston e Baltimore. Em 1833, os N.M. Rothschild & Sons deram os

---

<sup>62</sup> Segundo P.L. Cottrell, op. cit. p.40.

<sup>63</sup> Segundo Crouzet, F. (1982) *Crouzet, F. The Victorian Economy*, translated by Anthony Forster, Columbia University Press, New York, 1982, p.317  
*Zysman, J. Governments, Markets, and Growth, Financial Systems and the Politics Industrial Change*, Cornell University Press, Ithaca and London, 1983.

<sup>64</sup> Ver, Crouzet, F. op. cit. p.337.

primeiros passos na direção do mercado norte-americano, embora ações e títulos escolhidos já haviam aparecido em seus porta-fólios em anos anteriores. A firma logo se tornou importante negociadora em títulos nos Estados Unidos. Em 1835, os agentes negociadores de Rotschlid situavam-se em Nova York, Filadélfia e Baltimore. No mesmo ano a família foi nomeada agente do governo dos Estados Unidos da América na Inglaterra.

Outros seguiram o caminho dos Barings e Rotschlid, como foi o caso de Speyer & Co., de Frankfurt, que ingressou nos mercados norte-americanos após o pânico de 1834. Por outro lado, George Peabody, de Baltimore, o precursor de J.P. Morgan & Co., organizou, em 1835, sua firma na Inglaterra. Ele foi o primeiro corretor importante que operava em Londres, que não os Barings, especializado em títulos norte-americanos. Peabody e outros banqueiros europeus controlaram os títulos norte-americanos por uma grande parte do século. Segundo o comentário de um membro do Congresso: "o barômetro do mercado monetário norte-americano está pendurado na parede da bolsa de valores de Londres".<sup>(65)</sup>

No entanto, o auge da popularidade dos canais foi desafiado pela nova forma de transporte: as ferrovias. Em 1835, verificou-se o auge da mania das ferrovias (os negócios atingiram a média de 6000 ações por dia). A era das ferrovias, que se estendeu de 1837 (ano da crise da prosperidade especulativa) até o final dos anos 1850 reuniu o movimento especulativo do maior mercado comprador até então, que iniciara em 1834, engendrando manobras de açambarcamento de emissões de canais e estradas de ferro. O pânico de 1837 (que afetou Wall Street e outros setores financeiros - Baltimore, Charleston e St. Louis)<sup>(66)</sup>, provocou o declínio de Wall Street entre 1838 e 1842. Os americanos que haviam perdido fortunas afastaram-se dos títulos estrangeiros.<sup>(67)</sup> A Inglaterra, envolvida num movimento depressivo, promoveu um movimento de liquidação de suas posições nos Estados Unidos levando ao colapso diversos correspondentes norte-americanos de casas européias. Embora o pânico tenha sido sentido em Wall Street até 1844, a recuperação completa se daria nos anos seguintes a 1850 (as ações de ferrovias subiram e atingiram o auge em 1853). Após o pânico de 1837, os investidores ingleses e do continente europeu tardaram um pouco a retornar a Wall Street, mas, no início da década, a especulação com títulos norte-americanos e das ferrovias constituíam-se nos mais atraentes em Londres.<sup>(68)</sup>

---

<sup>65</sup> Ver. Sobel, R. op. cit. p.41-51.

<sup>66</sup> A Bolsa de Boston entrou em declínio, mesmo que a cidade se tornara o primeiro centro industrial do país. Os "Boston Associates", constituídos pelas quinze famílias mais importantes da cidade, adquiriram negócios extintos por uma fração de seu valor consolidando-os em um grande império econômico. O primeiro empreendimento dos Associados foi a Boston Manufacturing Company, organizada em 1813. Em 1850, o grupo controlava 20% dos teares de algodão do país, 30% da quilometragem ferroviária no Massachusetts e 39% do capital securitário do estado. Além disso, 40% dos recursos bancários de Boston estavam em mãos dos Associados. Durante algum tempo os corretores de Boston, trabalhando com esse gigante industrial, chegaram a ameaçar a Bolsa de Nova York (Wall Street). Sobel, R. op. cit. p.67.

<sup>67</sup> Em 1838, cerca de 200 milhões de dólares em títulos e ações norte-americanas estavam na Inglaterra e cerca de 120 milhões desse total eram títulos precários. Em 1842, nove estados haviam faltado ao pagamento de seus títulos. Sobel, R. op. cit. p.64.

<sup>68</sup> Em 1853, 26% de todos os títulos ferroviários norte-americanos estavam em mãos dos investidores estrangeiros, em sua maioria, ingleses. A Philadelphia and Reading Railroad e a Illinois Central estavam diretamente controladas por grupos de investidores ingleses. A Erie, que iniciou a operar em 1851 e em um ano se tornaria a mais extensa do mundo, estava sob controle de interesses ingleses. Em 1856, havia cerca de 1.5 bilhões de dólares em títulos norte-americanos pendentes. Sobel, R. op. cit. p.73.

Embora menos severo do que o pânico de 1837, o de 1857 tinha as causas atribuídas a super-expansão do crédito, as especulações com ouro e ferrovias, a uma guerra (da Criméia), que desviara da América do norte o capital europeu, e ao declínio econômico da Europa. Ele teve repercussão em Londres a ponto da Lei bancária de 1844 ser suspensa com a estrutura financeira inglesa sendo ameaçada. Todavia, o pânico marcou uma nova fase das finanças norte-americanas. Ele foi um divisor de águas para o período destituído de lei e escrúpulos nas finanças norte-americanas. Portanto, na véspera da Guerra Civil, Wall Street já era o centro financeiro do país e a Bolsa o seu cerne.<sup>(69)</sup>

**Em resumo, a estabilidade do padrão-ouro convergindo com a relevante condição de exportador de capitais (investimento de porta-fólio), aliada à condição de liderança da City na intermediação financeira dos investimentos de portfólio, contribuíram para definir essa trajetória institucional do rentismo do capital a juros sob a liderança da haute finance centrada na City.**

O importante para a discussão das características da trajetória institucional do rentismo do capital a juros sob a égide do Padrão Ouro, foi o que representou o movimento de dissociação entre a propriedade (a forma legal de participação na propriedade) e o controle do capital (a forma de relação social de posse da propriedade) para a concentração da propriedade na indústria (a concentração do capital nas firmas).<sup>(70)</sup>

Nessa época, do ponto de vista do sistema de crédito na Inglaterra, a presença dos denominados country banks, geograficamente espalhados e semi-isolados, era relevante.<sup>(71)</sup> Os passivos desses bancos não eram usados largamente como meio de pagamento. Esses bancos eram, preferencialmente, depositários de poupadores, e, por outro lado, as transações interbancárias não atingiam montantes relevantes. Essas características, por seu turno, implicavam no fato da expansão dos empréstimos acarretar substancial perda de reservas, mesmo para o sistema como um todo. Os bancos dependiam dos depósitos para recomposição das reservas e as reservas estabeleciam a capacidade de empréstimos. Depósitos nesse estágio eram poupanças. Esta era a forma institucional do sistema de crédito predominante.<sup>(72)</sup>

Todavia, a segunda tendência relevante no caso do sistema de intermediação financeira inglesa, foi a expansão do papel dos joint-stock banks, e, principalmente, o processo de concentração por eles liderado. Entre 1826 e 1865, os joint-stock banks incorporaram 129

---

<sup>69</sup> Sobre a crise, ver: Sobel, R. op. cit. p. 76-80.

<sup>70</sup> Ver: Scott, J. Corporations, Classes and Capitalism. Hutchinson of London, 1979, p. 30-31.

<sup>71</sup> Eram os denominados 'country banks' ver: Crouzet, F. op. cit. pp. 319-320 *O trabalho clássico sobre os bancos é o de J.H. Clapham. The Bank of England: A History (2 vols. Cambridge, 1944)*

<sup>72</sup> Crouzet, F. op. cit. p. 328.

bancos privados e entre 1865 e 1885 ocorria, em média cinco incorporações por ano Clapham, J. H. (1944)<sup>(73)</sup>. Esse processo de concentração bancária se acelerou desde então.<sup>(74)</sup>

De acordo com S.G.Checkland (1964)<sup>(75)</sup>, a renovação da economia britânica no século XIX foi no sentido de uma mobilização contínua de capital na qual os bancos desempenharam um papel importante. Todavia, a despeito das flutuações nas taxas de juros, esse foi um período no qual, como um todo, as taxas não eram altas e o crédito acessível. O mercado monetário de Londres continuava a desempenhar um papel importante no financiamento a curto prazo da atividade econômica. O período foi marcado por estabilidade monetária, mesmo quando avaliada a longo prazo, uma vez que não havia desvalorização dos débitos via inflação; na verdade, ocorria o oposto.

A questão, no entanto, é explicar como esse sistema de crédito se organizava para financiar os investimentos de longo prazo. Neste caso, o importante é entender que a grande maioria das firmas industriais e comerciais, no século XIX, pertenciam a um simples proprietário, ou a poucos sócios, muitas vezes amigos, ou a uma mesma família.<sup>(76)</sup> Embora os possuidores de ações das primeiras companhias eram, em sua grande maioria, acionistas locais, após 1840 o capital já se difundia nacionalmente, e no boom de 1844-1846 a City desempenhou um papel relevante. Com o aparecimento das ações das ferrovias ocorreu uma ampliação da atividade da London Stock Exchange, que operava, até então, exclusivamente com títulos do governo.

As joint-stock company (as Sociedades Anônimas), financiadas por meio da emissão de ações, tornaram-se comuns e prevaleceram em certos setores industriais, onde já existiam antes de 1825 (docas, utilidades públicas, navegação, telégrafo, companhias de seguro e sistema bancário). Todavia, este não foi o caso da indústria manufatureira. Durante o boom especulativo de 1836 essas companhias foram formadas mas poucas sobreviveram a crise.

A legislação de 1856 e 1862 abria um novo caminho para a denominada economia das corporações. Mas as firmas industriais não estavam preparadas para tirar vantagem disso, nem para fazer capitalizações limitadas e nem levantar capital via Stock Exchange (bolsa). A não ser o caso das indústrias de rápido crescimento, onde o progresso técnico demanda grande volume de investimentos em plantas de elevadas escalas de produção, muitas empresas logo se transformaram em empresas públicas com controle acionário limitado (siderurgia, química,

---

<sup>73</sup> Os bancos privados em Londres formavam a segunda força do sistema de intermediação inglesa. Eles eram 73 em 1807 e cerca de uma centena nos anos da década de 1830. Embora fossem associações entre famílias de negociantes, eram estabelecimentos grandes e de prestígio. (Crouzet, F. op. cit. p. 319)

<sup>74</sup> Sobre esse processo de concentração, ver: Crouzet, F. op. cit. p. 331-332.

<sup>75</sup> Checkland, S. G. *The Rise of Industrial Society in England, 1815-85* (London, 1964).

<sup>76</sup> Sobre essa questão, ver: P.L. Payne (1974) e F. Crouzet, op. cit. p. 337-338.

estaleiros etc.). Mas, por outro lado, a participação da empresa familiar continuava predominando na indústria têxtil e outras tradicionais. Em 1885, apenas 5% das maiores firmas industriais haviam se convertido para sociedade de participação limitada, considerando-se que eram as maiores de seus ramos (Crouzet, F. op. cit. p.338-339).

A Bolsa operava, há muito, principalmente com securities do governo e das ferrovias na Inglaterra ou no exterior. Em 1883, o total do valor nominal dessas duas categorias representava 93% do valor total das securities que eram cotadas na London Stock Exchange. Os 7% restantes representavam ações de companhias de utilidade pública, com ações genuinamente industriais compondo cerca de 1% do total. Este aumentou para 2.5% em 1893 e 8% em 1913, ou cerca de 872 milhões de Libras de um valor de face de 11 bilhões de Libras de todas as securities cotadas na Bolsa. Mais da metade de todo o investimento na indústria vinha dos lucros, e como o capital para a constituição de novas firmas vinha do bolso de seus sócios fundadores, amigos e outras formas, o papel da bolsa e do mercado de capitais era marginal (como Mathias observa, essas condições eram reminiscências do século XIX - "Capital and entrepreneurship", p. 213-215).

A emissão de ações era feita por grandes e bem-conhecidas empresas que procuravam mais capital para investir. Ao contrário, os pequenos poupadores não investiam em empresas industriais, que eram consideradas investimento de risco, eles preferiam títulos públicos e ações das ferrovias. As ações industriais eram compradas por ricos ou por instituições.<sup>(77)</sup> Essa questão tem sido considerada como um dos aspectos que explicam o declínio da economia inglesa.<sup>(78)</sup>

Portanto, do ponto de vista da análise industrial, pode-se concluir que o problema-chave é como a Inglaterra desenvolveu a Revolução Industrial sem recorrer a sociedade por ações.<sup>(79)</sup>

O importante, neste caso, e particularmente no estudo do futuro do rentismo do capital a juros, sob a égide da Pax Britannica, a partir da análise das formas de gestão da riqueza financeira, foi o que representou a dissociação entre a propriedade (a forma legal de participação na propriedade) e o controle do capital (a forma de relação social de posse da propriedade) para o movimento de concentração da propriedade na indústria (a concentração do capital nas firmas).<sup>(80)</sup>

---

<sup>77</sup> Ver F.Crouzet, op. cit., p.340-341.

<sup>78</sup> Crouzet, op. cit., p.371.

<sup>79</sup> Ver: Landes, D. S. *The Structure of Enterprise in The Nineteenth Century - The case of Britain and Germany*, Reprinted from the *Rapports of the XI Congrès International des Sciences Historiques, Vol.V: Histoire Contemporaine (Stockholm, 1960)*, p.107-28.

<sup>80</sup> Scott, J. *Corporations, Classes and Capitalism*, Hutchinson of London, 1979, p.30-31.

Com o reconhecimento legal da forma corporativa ocorreu uma dissolução dos direitos tradicionais de propriedade, uma vez que o direito d'aqueles que oferecem o capital para a formação das joint-stock companies (sociedades por ações) não necessita ser idêntico aquele que faz uso desse capital.<sup>(81)</sup> Quando os dois aspectos dos direitos de propriedade são dissociados, é possível distinguir a denominada "propriedade nominal" (que é o direito de receber rendimentos como uma remuneração pelo risco de investir sua riqueza em uma companhia) da "propriedade efetiva", que é a capacidade de controle dos ativos da companhia.<sup>(82)</sup>

Em síntese, sob o conceito tradicional de propriedade, o empresário capitalista como um proprietário-gerente tem o direito de receber rendimentos como proprietário e pela função de gerir o capital. Neste caso, a posse efetiva da propriedade industrial lhe faculta o controle estratégico da gestão do capital (forma predominante no caso originário inglês).

Todavia, o surgimento da forma institucional da joint-stock company (da sociedade por ações) envolveu o reconhecimento legal da própria corporação como proprietária de seus ativos. Neste caso, o controle estratégico do capital torna-se um problema. Com a propriedade nominal passando para a própria corporação, a questão de quem é capaz de controlar a estratégia da corporação torna-se mais importante. É possível que os acionistas, ou uma parte deles, continuará a exercer o controle estratégico - desde que a "separação" está na lei, nada impede - mas é também possível que aqueles que estão empregados como administradores operacionais exerçam o controle estratégico.<sup>(83)</sup>

É necessário observar os mecanismos através dos quais é exercido o controle estratégico. Para J. Scott (1979) a "**majority ownership, minority control, management control and control through a constellation of interests are all models of strategic control**", não sendo mais necessário examinar detalhadamente os mecanismos através dos quais o controle é exercido. Em geral, todos os controladores têm interesse nos rendimentos e nos ganhos de capital que seus investimentos podem proporcionar, e a política da companhia é necessariamente condicionada por esse interesse. Os maiores acionistas tenderão a ter maiores restrições que os menores, uma vez que qualquer insatisfação os levará à vendas substanciais de suas ações que terão efeito considerável sobre os preços das ações. Um rápido e persistente declínio no preço das ações ocasionará consideráveis dificuldades à companhia para levantar novo capital.<sup>(84)</sup>

---

<sup>81</sup> O que nos termos de Berle and Means (1932) 'the traditional logic of property' involves two aspects: the right to determine the use of the object and the right to benefit from this use. Ver: Berle, A.A., and Means, G.C. (1932) "The Modern Corporation and Private property". New York: Macmillan, 1947. citado por Scott, J. op. cit. p.32.

<sup>82</sup> Ver Scott, John (1979) op. cit. p.32 - 36.

<sup>83</sup> Berle e Means (op.cit. 1947) argumentaram que a transição do controle do acionista para a gerência estava ocorrendo. Marx reconheceu uma transição similar, no entanto, sustentava que o acionista (share-ownership), através do crédito e do sistema bancário, continuava um fator importante no exercício do controle estratégico.

<sup>84</sup> Scott, J. op. cit., p. 42.

Do ponto de vista do rentismo, especificamente, é importante considerar a relação existente entre o capital a juros, o aplicado nas bolsas e esse controle estratégico. O desenvolvimento dos mercados de capitais tem envolvido uma tendência da passagem do controle pessoal para o impessoal. Primeiro, o controle individual e familiar das empresas industriais e comerciais tem sido gradualmente suplantado pela intervenção dos grupos financeiros, e estes se tornaram as bases mais importantes do controle estratégico.<sup>(85)</sup>

Em segundo lugar, para a corporação, nos termos de T. Veblen (1924), "**the incorporation of credit**"<sup>(86)</sup>, seus proprietários nominais tornam-se não mais que credores tratados como legítimos proprietários de uma participação nos lucros.

A própria corporação é a unidade legalmente reconhecida como proprietária de seus ativos. Quando o objeto de uma relação de propriedade é uma corporação operando dentro de um sistema de corporações, a posse efetiva pertence às unidades de capital. Uma corporação não é meramente uma unidade industrial. Uma corporação é primariamente uma "**pecuniary unit**" (Veblen, 1924). E, neste caso, o que unifica tal unidade de capital é sua estratégia. Isto é, "**the determination of the basic long-term goals and objectives of the enterprise, and the adoption of courses of action and the allocation of resources necessary for carrying out these goals**". (Chandler 1962,13).<sup>(87)</sup>

Esse tema será retomado a seguir no estudo da trajetória histórica do rentismo do moderno mercado de capitais ligado às finanças das corporações.

---

<sup>85</sup> John Scott (1979) argumenta que o 'control through a constellation of interests' se tornou o mais característico nas grandes corporações industriais. Este aparente domínio dos interesses financeiros sobre os industriais dá origem aos vários conceitos de 'capital financeiro'. Marx, como vimos, enfatizou o papel do 'sistema de crédito' ao introduzir a separação do 'capital-dinheiro' do 'capital produtivo'; R. Hilferding, por sua vez, elaborou este argumento e propôs que a monopolização dos bancos levava à fusão (fusion) do 'capital-dinheiro' e 'capital industrial' a uma nova forma de capital financeiro. Os monopólios capitalistas, argumentou Hilferding, se tornaram complexos financeiros combinando os interesses de bancos e indústrias, embora os interesses financeiros fossem completamente dissociados do efetivo processo de produção. O capital sem funções produtivas é puro capital-dinheiro (Geldkapital). Com o crescimento das sociedades por ações (joint-stock company), um grande número de companhias podem ser adquiridas através do controle majoritário, e o número de capitalista, portanto, sofre uma redução. Surge um reduzido círculo de controladores no qual o poder do capital monopolizado é concentrado. Estes capitalistas financeiros controlam outros e estão unidos por meio de relações de direção entre as empresas e os bancos. Os bancos, portanto, são o meio através do qual a fusão das várias formas do capital monopolizado é efetivada (Hilferding, 1910). Hilferding, R. *El Capital Financiero*. Editorial Tecnos, S.A., Madrid, 1973, reimp.

<sup>86</sup> Veblen, T. (1924) *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times*. London: Allen and Unwin.

<sup>87</sup> Chandler, A.D. (1962) *Strategy and Structure*. MIT Press.

#### 1.4. CONCLUSÃO: RENTISMO E PADRÃO MONETÁRIO

As características do rentismo do capital a juros, sob a égide da Pax Britânica, estiveram condicionadas ao predomínio do padrão-ouro e a liderança da exportação de capitais. Esta liderança estava centrada num moderno sistema de intermediação e gestão financeira (de porta-fólios de títulos e ações estrangeiras), composto pelas firmas de financiamento internacional (denominadas "merchant banks"); outras casas emissoras, que negociavam empréstimos e emitiam bônus; brokers e outros intermediários que atuavam como underwriters, além da bolsa que provia um mercado primário e secundário de papéis financeiros (bônus e outros instrumentos) com liquidez.

Neste sentido, as características desse rentismo, conforme ficou demonstrado até aqui, estavam em concerto com a exportação de capitais e o investimento de porta-fólio (constante da emissão de bônus e outros instrumentos de crédito, mais que da emissão de ações). Esse rentismo do capital a juros tinha referência no mercado de capitais de Londres (City), a partir de um sistema de intermediação financeira sofisticado para a época e liderado pelas casas bancárias inglesas. A principal característica desse mercado era o não envolvimento dos bancos comerciais nesses investimentos de longo prazo, eles estavam confinados ao crédito de curto prazo.

No entanto, o ponto mais importante para esse rentismo era o fato de entre os grandes investidores não estarem incluídos nessas emissões de securities no exterior os bancos comerciais. A intermediação envolvia instituições especializadas, merchant banks e outros operando como casas emissoras e os stockbrokers como underwriters.

Em síntese, para o padrão Libra-Ouro predominante na Pax Britânica, o rentismo do capital a juros correspondente estava associado ao movimento internacional de capitais de longo prazo centrado nas exportações de capital a partir da Inglaterra (investimento de porta-fólio<sup>88</sup> em ferrovias e em securities de governos estrangeiros):

*"Most of the capital exports from Britain consisted of the portfolio holdings of rentiers (...) The aim of such holdings was security of income. It was easy for rentiers to buy stock through solicitors and bankers; and the British capital market was well organized and strongly oriented towards foreign stocks. Indeed, they formed the very heart of the operations of the City of London (...) Rentiers who invested abroad were not apparently attracted by investment in home industry. To the extent that they switched from home to foreign investment and back, they were moving*

---

<sup>88</sup> Sobre essa questão, ver: Arnt, H.W. and Drake, P.J. (1985) Bank Loans or Bonds: Some Lessons of Historical Experience. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, n. 155, p. 373-393.

*between one set of government stock or government guaranteed stock and another. The home issues that rentiers went for were railways and local government stock. Industry at home raised its funds, not through the Stock exchange, but by reinvestment and local borrowing. The risks of industry were not for the rentiers".<sup>(89)</sup>*

Por outro lado, a gama de ativos financeiros nesse período era limitada, mesmo no mercado doméstico. Como a maior parte do comércio e do movimento de capitais era denominado em Libras reduzía a incerteza sobre o valor futuro dos débitos e créditos, limitando a necessidade de diversificação financeira e de cobertura (hedge) dos riscos, contribuindo, assim, para a estabilidade das taxas de juros de longo prazo.<sup>(90)</sup> Desde os anos 1820s, os emissores de títulos, principalmente os Governos e as Ferrovias, já estavam em evidência no mercado financeiro de Londres.<sup>(91)</sup>

Outro aspecto característico desse rentismo, era a influência-chave que no fim do século os bancos ingleses tinham no comércio e no sistema monetário internacionais; contrastando com uma presença marginal no investimento da indústria doméstica. A revolução industrial inglesa já estava completa antes do sistema bancário nacional ter se desenvolvido, de tal forma que os recursos para investimento vieram de fora do sistema.

O predomínio desse cosmopolitismo sobre a atuação doméstica era a dominação da City pelos merchant banks que muitas vezes eram, como no caso de Rothschild, parte da dinastia financeira espalhada por vários países. Com as incorporações que atingiram o clímax na Primeira Guerra, resultou que o setor ficou dominado por apenas cinco clearing banks - os cinco grandes.<sup>(92)</sup> Na metade do século passado o setor era bastante competitivo, a emergência

---

<sup>89</sup> Barrat Brown, M. *The Economics of Imperialism*, Penguin Books, 1974, England, p.175-177; Brown, A.J. (1965), *Britain in the World Economy 1870-1914*, Yorkshire Bull., May; Feinstein, C.H. (1960) *Home and Overseas Investment 1870-1914*, unpublished thesis, Department of Applied Economics, Cambridge). Em 1913, cerca de 70% desses investimentos consistia títulos de governos e ferrovias. Normalmente a discussão do grau de controle desse investimento no exterior faz uma distinção entre os segmentos de investimento direto e de portfólio. No primeiro caso, trata-se da propriedade efetiva e no segundo da propriedade nominal. As obrigações governamentais são incluídas nos investimentos de portfólio. Sobre a relevância desses investimentos para a América Latina ver: Stone, I. *British Direct and Portfolio Investment in Latin America Before 1914*, *Journal of Economic History*, vol. XXXVII, n.3 (september 1977), p.690-722.

<sup>90</sup> Ver: Turner, P. *Capital Flows in The 1980s: A Survey of Major Trends*, BIS Economic Papers, n.30, April 1991.

<sup>91</sup> Para uma avaliação antes de 1870 do investimento de portfólio ingles no exterior, ver: Platt, D.C.M. *British Portfolio Investment Overseas Before 1870: Some Doubts*, *The Economic History Review*, second series, Volume XXXIII, n.1 february 1980, p.1-16. Desde a segunda metade do século passado até a Primeira Guerra Mundial, Londres e Paris eram os principais centros financeiros onde se concentrava a intermediação desses investimentos. No período entre as duas Grandes Guerras Nova Iorque se tornou o mercado de títulos estrangeiros mais importante, posição que foi consolidada pelo mercado financeiro norteamericano na primeira década posterior a Segunda Guerra - estimou-se que cerca de \$ 14 bilhões do capital era levantado no mercado títulos estrangeiros denominados em dólar ("Yankee") entre 1946-63. Benzier, R. *The Development of the International Bond Market*, BIS Economic Papers, n.32, january, 1992.

<sup>92</sup> Entre 1917-1918 aumentou a participação no total de depósitos dos "Big Five" de 50% para 80%, menos de quarenta anos antes estatística comparável tinha sido de 25%.

dos cinco grandes tornou a cartelização bancária efetiva e nas duas décadas seguintes foi impedida qualquer tentativa de retaliação no setor. Algo semelhante foi feito no mercado monetário nos 1920s entre os clearing banks e as Discount Houses que fizeram um acordo sobre uma taxa de juros mínima para os fundos negociados no Discount Market.<sup>(93)</sup>

Os maiores "defaults" que atingiram o mercado internacional de crédito não destruíram esse sistema de intermediação, embora esses empréstimos internacionais não fossem regulamentados pelas autoridades britânicas. O mercado de Londres absorveu os defaults da Argentina (1890) - "the Baring crisis" e o do Brasil (1898-1900). Essas crises foram superadas de várias formas: com o reescalonamento dos pagamentos (diferimento), com os empréstimos sendo fundados para permitir o pagamento dos juros além da imposição de medidas deflacionárias por parte dos credores.<sup>(94)</sup>

Todavia, o grande teste para a estabilidade do Padrão Ouro se verificou em 1907, quando o pânico bancário em Nova York, que levou à criação do Federal Reserve, provocou uma corrida à liquidez internacional. A reação foi um aumento na Bank rate para o nível mais alto desde 1873, mantendo a Libra intocável. Uma conseqüente recuperação nas reservas do Bank of England, contribuiu para reforçar a confiança de toda uma geração na capacidade do banco manter a conversibilidade. Como foi visto, antes de 1914, o Bank of England era uma espécie de banco central independente (um banco privado investido de funções públicas). Ele sustentava o gold standard a partir de sua autonomia na administração de um sistema baseado no compromisso do banco comprar e vender ouro ao preço fixo oficial; no irrestrito direito dos cidadãos importar e exportar ouro e na relação direta das reservas de ouro do Bank of England com a oferta monetária nacional.

Durante a Primeira Guerra, o expediente era manter o princípio da conversibilidade externa; e, segundo (Janeway, W.H. 1995-96), apelos ao patriotismo capacitavam o Bank of England violar a prática do Padrão Ouro predominante no pré-guerra:

*"and included even a quasi-voluntary mobilization of privately held securities for conversion either directly into foreign exchange or as collateral for foreign loans. In the meantime, Treasury borrowings flooded the London capital market with liquid securities: the price at which the Treasury could roll over its short-term debts and incur new obligations preempted utterly prewar autonomy of the Bank in setting interest rates."*<sup>(95)</sup>

---

<sup>93</sup> Sobre isto, ver: Moran, M. *The Politics of Banking - The Strategic Case of Competition and Credit Control*, second Edition, Macmillan, London, 1986.

<sup>94</sup> De Cecco 1985, pp.62-3. Arnt, H. W. and Drake, P. J. op. cit. p.381.

<sup>95</sup> Ver Janeway, W.H. (1995-96) *The 1931 sterling crisis and the independence of the Bank of England*, Journal of Post Keynesian Economics/Winter 1995-96, vol.18, n.2, pp.251-268.

No entanto, quando o governo de coalisção, em 1919, recusou a permissão ao Bank of England aumentar o Bank rate em resposta ao "restocking boom" especulativo do pós-guerra, esse jogo foi suspenso. Desde então, o Bank of England atuou no mercado monetário no sentido de isolar a deprimida economia inglesa do que seria suposto ser a autonomia do Padrão Ouro. Quando em setembro de 1931 a Grã-Bretanha abandonou o Padrão Ouro, no contexto de uma crise de múltiplas dimensões, acabaram as tentativas do Bank of England de reestabelecer sua posição de independência em relação ao governo por meio da instituição do Padrão Ouro.

O período inter-guerras se caracterizou por mudanças que afetaram de maneira irreversível a trajetória do rentismo do capital a juros baseado em investimentos de porta-fólio, no âmbito da dissolução das pré-condições históricas do Padrão Ouro, que tinha no movimento de capital especulativo desestabilizador seu vetor principal. A dificuldade maior para os arranjos monetários internacionais, nesse período, residia nas limitações enfrentadas pelo Bank of England e pela Reserva Federal (FED) na arbitragem simultânea da taxa de juros e da taxa de câmbio, dada a crise da conversibilidade do Padrão Ouro. E, a tentativa de restabelecimento do Padrão Ouro, na segunda metade dos anos vinte, acelerou o processo de transferência da maior parte das reservas de ouro da Inglaterra para os Estados Unidos, elevando o instrumento cambial à condição de parte essencial da política monetária, colocando em destaque a necessidade de coordenação para garantir as paridades ouro-libra e ouro-dólar, do dólar contra a libra e dessas divisas contra as demais.

Todavia, a grande instabilidade predominante nesse período não correspondia aos pré-requisitos necessários ao funcionamento adequado do sistema monetário internacional. Os governos alteravam as regras de política econômica provocando dúvidas sobre o nível de comprometimento com o câmbio vigente (o Acordo Tripartite de 1936 foi a primeira tentativa de viabilizar um arranjo para o sistema monetário internacional). A cooperação para restringir as pressões de mercado não tinha relevância e o capital especulativo movia-se com alta volatilidade.

As mudanças na estrutura do mercado de crédito de curto prazo, com os depósitos internacionais dos bancos suplantados pelos aceites, enfraqueceu a posição de Londres, enquanto centro financeiro, complicando a gestão monetária. Neste caso, a presença de Nova York, na condição de grande centro financeiro alternativo, aumentou a procura por liquidez no sistema internacional; acarretando uma ruptura nos movimentos de curto prazo dos depósitos entre os mercados monetários, dada a importância dos fatores domésticos na determinação da taxa de juros. Em 1927, quando do início do grande surto na venda de títulos e ações na bolsa de Nova York, a Federal Reserve, tornando menos rígida a política monetária, facilitou o crédito, com a taxa de juros mais baixa, que acabou financiando o "boom" especulativo da bolsa, contribuindo para agravar a crise de 1929.

Era esperado, na Inglaterra, que esse nível de taxa de juros desestimulasse o fluxo de capitais especulativos para o Estados Unidos significando mais empréstimos, aumento do endividamento, com preços mais elevados das manufaturas americanas, que se tornariam menos competitivas na Grã-Bretanha, particularmente, e beneficiariam as exportações européias para os Estados Unidos. No entanto, esse capital especulativo serviu para financiar o "boom" da bolsa. Durante a Depressão as taxas de juros caíram mais, e esse capital especulativo foi se acumulando nos bancos sem tomador. Com isso, os bancos insuflaram o "boom" especulativo e agravaram o "crash". Esse tema será retomado no capítulo 2 a seguir.

A situação caracterizava uma polarização da preferência pela liquidez sobre o ouro. Uma situação de extrema incerteza quanto ao futuro, com a preferência pela liquidez sendo absoluta, com implicações negativas para o horizonte do cálculo capitalista, retratando uma crise nas convenções. Com a paralização dos investimentos, foram criadas as condições à fuga para os ativos líquidos estabelecendo uma escalada crescente para o rentismo especulativo do capital a juros.

Essa nova trajetória especulativa do rentismo a procura de liquidez, no movimento de dissolução do Padrão Ouro (ruptura do padrão monetário), passava a depender das condições que emergiam no sistema monetário internacional: 1) estruturas de endividamento internacional que não respondia mais a taxa de desconto do Bank of England; 2) os aceites bancários ligados ao financiamento do comércio internacional cederam lugar aos bônus dos Tesouros como principal instrumento monetário de Londres; 3) os bancos comerciais adquiriam esses bônus como ativos de reserva; 4) a gestão das finanças públicas e não mais as condições do crédito internacional, tornou-se a fonte principal de manutenção da taxa de redesconto do Bank of England; 5) os capitais especulativos reagiam às variações dessa taxa; 6) a criação do FED, desde 1913, tornou o sistema bancário dos Estados Unidos um canal privilegiado dos fluxos de capitais a longo prazo; 7) como o financiamento temporário dos balanços de pagamentos não é mais coberto pelos créditos privados de curto prazo, uma demanda crescente por reservas oficiais de ouro e de divisas se manifestou; 8) o ouro passou a não ser mais o símbolo da conversibilidade, tornou-se um ativo de reserva raro; 9) para conjurar essa força de deslocamento monetário, a conferência de Gênova, em 1922, propõe o uso de divisas (a participação das divisas no montante de reservas dos bancos centrais europeus passou de 27% para 42% entre 1924 e 1928); 10) e o lugar preponderante da Libra na composição das reservas em divisas colocou o Bank of England sob ameaça de seus credores, principalmente o banco da França.

Resumindo : o rentismo do capital a juros predominante no âmbito da Pax Britânica esteve relacionado com a estabilidade do padrão monetário (ancorado em câmbio estável e juros controlados pelo Banco da Inglaterra, atuando como prestador em última instância) ; com a política liberal de comércio vinculada a uma moeda forte e com as mudanças no relacionamento da City com Wall Street ao longo do tempo.<sup>(96)</sup> Portanto, as decisões de investir, neste período, estiveram relacionadas com as decisões de uma classe de rentistas. O comportamento dessa classe de rentistas era investir prioritariamente em títulos financeiros, e não em ações, e preferiam os rendimentos de longo prazo aos ganhos de curto prazo.

Com esse tipo de posicionamento dos *rentiers*, considerando seus investimentos nesses ativos como ilíquidos, a acumulação de riqueza em geral, nessa época, não era ameaçada pela instabilidade ocasionada por uma possível escalada da preferência por liquidez. O custo do capital de empréstimo nessas circunstâncias tendia a ser menor e estável.

Essas eram as condições institucionais que caracterizavam o rentismo do capital a juros predominante sob a égide da Pax Britânica. O capítulo 2 a seguir vai se ocupar em analisar a trajetória institucional do rentismo no âmbito do mercado de capitais norte-americano centrado nas finanças das corporações (núcleo do padrão de financiamento da moderna economia de mercado de capitais).

---

<sup>96</sup> Sobre a história desse relacionamento e das instituições financeiras norte-americanas, ver: Sobel, Robert. (1967). Wall Street-A História da Bolsa de New York. Rio de Janeiro. A Casa do Livro Ltda.

## CAPÍTULO 2: RENTISMO E PADRÃO DE FINANCIAMENTO

*"Let us begin at the beginning of the argument. There is a multitude of real assets in the world which constitute our capital wealth-buildings, stocks of commodities, goods in course of manufacture and of transport, and so forth. The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed money in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on money. A considerable part of this 'financing' takes place through the banking system, which interposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its borrowing customers to whom it loans money wherewith to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset and the wealth owner is a specially market characteristic of the modern world. Partly as a result of the increasing confidence felt in recent years in the leading banking systems, the practice has grown to formidable dimensions".*  
J.M. Keynes, General Theory

*"É certo que em parte alguma o capital se organizou em cartéis mas também é certo que em toda parte o capital está sujeito à orientação dos grandes bancos...(e)...o capital organizado pode fazer com que a taxa de juros se mantenha acima do nível determinado pela livre concorrência, se se conseguir que o capital excedente seja exportado...(e)...os grandes bancos que, mesmo sem um cartel de capitais, chegaram à posição semelhante dos magnatas dos cartéis na indústria ...(e) é necessário ter presente o fato que em toda parte, com a exceção significativa da Inglaterra, passou a existir uma aliança forte entre a alta finança e os magnatas dos cartéis, chegando por vezes ao ponto da identidade pessoal. Embora as relações entre os capitalistas e homens de empresa seja um dos conflitos típicos e fundamentais da economia capitalista, o monopólio no capitalismo fundiu, praticamente, numa única peça os grandes bancos e os cartéis".* J.A. Schumpeter, Imperialismo e Classes Sociais.

### 2.1. INTRODUÇÃO

O estudo da trajetória institucional do rentismo no âmbito de uma economia centrada no mercado de capitais, parte de tres referências teóricas abrangentes: 1) **na primeira referência o mercado de capitais é abordado sob a óptica do " board room " de um banco de investimentos.** Esta abordagem pressupõe o ambiente institucional de uma economia

monetária, constituída de instituições financeiras sofisticadas, onde o dinheiro é um tipo especial de bônus criado, nesse ambiente, para financiar posições em ativos de capital.<sup>(97)</sup> 2) a segunda referência destaca a importância do mercado de capitais e da forma institucional de organização dos recursos financeiros por meio da sociedade por ações com o advento da moderna corporação norte-americana<sup>(98)</sup>. A emissão de ações transformou a corporação na expressão da riqueza (paper wealth) negociável a qualquer momento nas bolsas<sup>(99)</sup>. Essa riqueza, por sua vez, constitui as carteiras de investimento do rentismo predominante sob esse padrão de financiamento.<sup>(100)</sup> Esse período do padrão de financiamento centrado no mercado de capitais foi denominado por Alfred Chandler Jr. como a era do capitalismo gerencial denominado de capitalismo financeiro. 3) a terceira referência é a teoria do investimento na qual o financiamento das posições em carteira (paper wealth) afeta as despesas de capital das empresas. Esse padrão de financiamento, caracterizado por emissão de ações no mercado de capitais, afeta as despesas de capital das corporações constituindo-se na principal referência para a trajetória institucional do rentismo. Há um estreito relacionamento entre os investimentos de carteira em ações e as finanças das corporações.

As grandes mudanças verificadas na estrutura do mercado de capitais norte-americano para o período de 1895-1904, são abordadas segundo uma visão do processo de monopolização crescente do capital. Essas mudanças econômicas e institucionais foram objeto de estudos que analisaram o papel dos bancos de investimentos e outros intermediários financeiros no movimento de composição das carteiras de paper wealth no âmbito do rentismo centrado nas finanças das corporações. Essas finanças caracterizaram a economia norte-americana como uma economia de mercado de capitais nas primeiras três décadas deste século. A prosperidade da economia norte-americana, particularmente no período de 1917 a 1929, representou a continuidade do processo de monopolização do final do século se aprofundando no movimento especulativo de extraordinárias proporções que culminou no crash de 1929.

As finanças das corporações e o papel dos mercados de capitais foram analisados, em vários estudos em épocas diferentes, por autores como W. Bagehot (1873), T. Veblen (1904),

---

<sup>97</sup> Sobre a concepção do dinheiro como um "ativo", ver: Minsky, H.P. *The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory*, in *Can It Happen Again?*, 1982, Wheatsheaf Books Ltd.

<sup>98</sup> Ver, a esse respeito: Gilpin, R. *The Political Economy of International Relations*, cap. VI, Princeton University Press, 1987. Chandler, A. *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1962), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1977), *Scale and Scope* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990).

<sup>99</sup> A questão das origens da paper wealth, "valorização fictícia", foi tratada, parcialmente, do ponto de vista teórico e histórico, no capítulo 1, por ocasião do estudo da forma institucional "joint stock company", sociedade por ações, e suas implicações para a concentração e centralização do capital.

<sup>100</sup> Chandler Jr., Alfred D. Rise and Evolution of Big Business in Glenn Porter (editor), *The Encyclopedia of American Economic History*, New York, Scribner's, 1980, vol. II.

J. A. Hobson (1906), J. M. Keynes (1936) e mais recentemente C.P. Kindleberger (1978) e H. P. Minsky (1982). Esses estudos apontaram as tendências desses mercados se caracterizarem por sucessivos períodos cíclicos de instabilidade que, na maioria das vezes, resultaram em crises de desvalorização das carteiras de paper wealth.<sup>(101)</sup>

Este capítulo tem por objetivo analisar as características constitutivas e a natureza das mudanças no ambiente do padrão de financiamento, compatíveis ou contraditórias com os investimentos em carteira de paper wealth, que condicionaram a trajetória institucional do rentismo centrado nas finanças das corporações.

Esse estudo do denominado arquétipo de Wall Street, o modelo institucional do mercado de capitais norte-americano, base das finanças das corporações, é analisado, nessa tese, a partir dos movimentos de colusão financeira (T. Veblen), como centro do poder financeiro do capitalismo das corporações, das relações entre suas finanças e a organização do mercado de capitais e dos negócios bancários (a relação entre as finanças das corporações e o mercado de capitais)<sup>(102)</sup>.

A trajetória institucional do rentismo centrado nas finanças das corporações, com predomínio da sociedade por ações, forma jurídico-administrativa característica do mercado de capitais norte-americano, foi condicionada pelo padrão de financiamento baseado na expansão das finanças das corporações.<sup>(103)</sup> A crescente organização do mercado de capitais é a principal característica desse padrão de financiamento denominado, também, de paradigma de Wall Street.<sup>(104)</sup>

O capítulo é concluído com uma abordagem introdutória a trajetória institucional do rentismo contemporâneo caracterizado por inovações institucionais e pelo crescimento

---

<sup>101</sup> Ver, sobre o tema: Cecco, M. de *"changing Money: Financial Innovation in Developed Countries"*, Basil Blackwell, ed.; Bagehot, W. *"Lombard Street - El Mercado Monetario de Londres"*, Fondo de Cultura Económica, México, 1968; Veblen, T. *"The Theory of Business Enterprise"*, 1904. Reprint, New York: Charles Scribner's Sons, 1915; Hobson, J. A. *"A Evolução do Capitalismo Moderno - Um Estudo da Produção Mecanizada"*, Os Economistas, Abril Cultural, 1983, SP; Keynes, J.M. *"A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda"*, Os Economistas, Nova Cultural, 1985, SP; Kindleberger, C.P. *"Manias, Pânico e Crashes - Um Histórico das Crises Financeiras"*, Editora Ortiz/Gazeta Mercantil, Porto Alegre, 1992; Minsky, H.P. *"Inflation, Recession and Policy"*, "Can 'It' Happen Again?" M. E. Sharpe, Inc., New York, 1982.

<sup>102</sup> Para uma caracterização detalhada das finanças das corporações, seus aspectos constitutivos, microfundamentos e traços gerais da macro dinâmica, ver: Eichener (1985) *Toward a New Economics - Essays in Post-keynesian and Institutional Theory*, London, Macmillan.

<sup>103</sup> Recentemente tem sido retomada a discussão sobre a crise de 1929 resgatando as características da "nova economia" e o "stock market" nos anos vinte. White, E.N. *The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited*, *Journal Economic Perspective*, vol. 4, n. 2, Spring 1990, p.67-83.

<sup>104</sup> Esse paradigma é sugerido nos estudos de Minsky. O capitalismo é visto como inerentemente instável devido à volatilidade do investimento privado. Isto devido à avaliação (expectativas) sobre o futuro (incerto, desconhecido) dos investidores. As decisões de investir devem ser feitas sob essas condições de incerteza fundamental. Isto se reflete nos aspectos financeiros do capitalismo: na estrutura financeira das firmas; e no conjunto de instrumentos financeiros associados com o padrão de financiamento ou, no caso, ao paradigma de Wall Street. Dymski, G. (1997) Deciphering Minsky's Wall Street Paradigm, *Journal of Economic Issues*, Vol. XXXI, n.2, June.

expressivo das instituições não-financeiras (os fundos de pensão e mútuos) que administram gigantescas carteiras constituídas de uma gama diversificada de instrumentos financeiros expressão da paper wealth. Neste caso, o rentismo é condicionado não mais pelas finanças das corporações, mas pelo denominado "Money-manager capitalism", que tem condicionado as finanças das corporações introduzindo novas formas de intermediação financeira com a liderança dos investidores institucionais nos mercados de capitais.<sup>(105)</sup>

## 2.2. DOS PRIMÓRDIOS À GRANDE DEPRESSÃO

Nos primórdios do padrão de financiamento do arquétipo de Wall Street, centrado na crescente organização do mercado de capitais, a trajetória institucional do rentismo esteve condicionada a uma "comunidade de negócios" e aos lucros financeiros dessa comunidade decorrentes de investimentos especulativos em paper wealth. **Esses lucros eram oriundos de ganhos na especulação com ativos negociáveis em bolsa e vinculados aos grandes empreendimentos, destacando-se os ferroviários, a siderurgia, o petróleo e os investimentos imobiliários.**<sup>(106)</sup> Esse período de expansão da riqueza financeira, que abrange da Guerra Civil ao fim do século XIX, ficou conhecido como a era do auge dos robber barons.<sup>(107)</sup>

No início dos anos 1870, os estrangeiros possuíam mais de 1,46 bilhões de dólares em títulos norte-americanos. Mais da metade do capital das principais estradas de ferro estava no exterior. No total, cerca de 20% dos títulos e ações ferroviárias estavam na posse de estrangeiros (compunham os portfólios desses investidores), principalmente ingleses; e, a maior parte desses investimentos foi intermediada por Wall Street. Em 1873, os Estados Unidos

---

<sup>105</sup> Sobre o conceito de Money-manager capitalism, ver: Minsky, H.P. and Whalen, C.J. (1996). Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19, n. 2; Whalen, C.J. (1997). Money-Manager Capitalism and the End of Shared Prosperity, *Journal of Economic Issues*, vol. XXXI, n. 2, June.

<sup>106</sup> Sobre os primórdios de Wall Street, ver: Sobel, Robert (1967) *Wall Street - A História da Bolsa de New York*. A Casa do Livro, Rio de Janeiro, p. 13-228.

<sup>107</sup> Segundo Eric J. Hobsbawm: "Três coisas distinguem a era dos robber barons americanos das outras florescentes economias capitalistas do mesmo período, que também produziram suas gerações de milionários, às vezes igualmente ávidos. A primeira característica distintiva era a total falta de qualquer forma de controle sobre trocas comerciais feitas com rudeza ou escroqueria, assim como as possibilidades realmente espetaculares de corrupção em âmbito local e nacional (...). Praticamente não existia aquilo que se poderia chamar de governo (dentro dos padrões europeus) nos Estados Unidos, e a margem de ação para os ricos poderosos e inescrupulosos era praticamente ilimitada (...). A segunda característica específica desta era pioneira do big business americano, big money e big power era que a maior parte daqueles que o praticavam (...) pareciam estar sempre obcecados pela construção tecnológica em si mesma, sem se julgarem aparentemente comprometidos com nenhuma forma especial de fazer dinheiro. Tudo que queriam era maximizar os lucros: mas ocorreu que a maioria deles terminou por consegui-lo através do grande fazedor de dinheiro desta época, as estradas de ferro. A terceira característica dos robber barons será bem óbvia, mas tem sido supervalorizada pela mitologia do capitalismo americano: uma proporção considerável deles era self-made men e não possuíam competidores em riqueza e posição social." *A Era do Capital 1848-1875* Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1977, p. 161-163.

constituíam parte integrante da coletividade financeira européia (haute finance). A grande expansão econômica norte-americana fora, em grande parte, financiada na Europa.<sup>108</sup> O período de 1873-1884 foi marcado pela ascensão institucional do banco de investimentos redefinindo os rumos de Wall Street. Tinha início o que ficou conhecido como "A Morganização da América".<sup>109</sup> Wall Street iniciava a sua trajetória de mercado de capitais para o mundo.

Em 1900 os ativos totais dos bancos somavam 10 bilhões de dólares e os das companhias seguradoras em torno de 1,7 bilhões. Sete anos mais tarde essas cifras haviam subido respectivamente para 18 bilhões e cerca de 3 bilhões.<sup>110</sup> Nos primeiros anos do século, os banqueiros de investimento assumiram o controle das firmas financeiras e seguradoras.

Após 1903, os banqueiros de investimento consolidaram suas posições, eliminaram a competição e expandiram os negócios. Na primeira década do século atual, Wall Street parecia superar Lombard Street chamando a si o galardão de banqueiro para o mundo. De 1903 até a Primeira Guerra Mundial, os gigantes conglomerados formados por Morgan, Schiff e outros estavam apoiados na capacidade do mercado em absorver novos títulos. O pânico de 1903 demonstrou que não havia possibilidade de depender inteiramente do pequeno investidor, com os banqueiros voltando-se para outras fontes de fundos que foram encontrar nos bancos, nas companhias de truste e seguros que experimentavam um rápido crescimento. Caso um banqueiro de investimentos conseguisse o controle de um banco ou de uma seguradora, poderia vender-lhe os títulos não digeridos pelo mercado e manter um outro mercado para novas emissões ao mesmo tempo.<sup>111</sup> Foi por meio dessa "comunidade de negócios" que se configurou a parceria (convergência de interesses) entre os bancos de investimento e a moderna corporação norte-americana, virtual controladora de um espectro de atividades estratégicas do capitalismo.<sup>112</sup> E,

---

<sup>108</sup> Conforme Sobel, R. op. cit. p.100.

<sup>109</sup> O movimento de constituição de uma verdadeira "comunidade de negócios" envolvendo os principais banqueiros e industriais, que nessa época já controlavam Wall Street. Ver Sobel, R. op. cit. p.100-135.

<sup>110</sup> Conforme Sobel, R. op. cit. pp.206-207.

<sup>111</sup> Embora os bancos comerciais tivessem feito investimentos em títulos, não eram relevantes até a virada do século. Neste período, o First National Bank agia como aliado de Morgan, trazendo o Chase National, o Bankers Trust Company, o National Bank of Commerce e o Guarantee Trust, todos os quais eram controlados por meio da posse de ações. Em 1904 o First National Bank fazia compras de títulos indigestos de Morgan, e quatro anos mais tarde organizava a First Securities Company, declarando um dividendo de 100% para os donos de papéis do First National. Essa seguradora filiada continuou absorvendo as emissões feitas por Morgan até a era do New Deal, quando tais práticas foram banidas pela lei. O National City Bank, de James Stillman, seguiu rumo semelhante. A companhia de Stillman, National City Company, agia como compradora de ações indigeridas geralmente de Kuhn, Loeb, Rockefellers e dos herdeiros de Harriman. Sobel, R. op. cit. p.206-207.

<sup>112</sup> Como base do capital cooperativo mobilizado a partir de várias fontes privadas, amalgamado em grande escala e empregado nos setores lucrativos: "As últimas três décadas do século XIX testemunharam uma transformação clara do caráter do processo capitalista dominante e de seus ideais. O principal objetivo foi conseguir a concentração do poder industrial para aproveitar as vantagens de uma produção em grande escala e do monopólio dos preços. A figura mais notável e representativa deste período foi John D. Rockefeller, Sr., e a Standard Oil Company o produto mais conspícuo e afortunado do capitalismo nos Estados Unidos. Exemplos posteriores foram os casos da United Steel Corporation, a International Harvester Company e a American Tobacco Company. Este desensolvimento ficou assegurado, em princípio, pelos trusts, todavia estes foram declarados ilegais pela

particularmente neste caso, as necessidades de financiamento dessas atividades alteraram a face do mercado de capitais norte-americano.<sup>(113)</sup>

Esses investimentos de carteira se constituíram no instrumento de exercício do poder monopolista para aumentar esses lucros, que, por sua vez, dependiam : a) de uma gestão empresarial "especulativa" desses investimentos; b) da tendência à conglomeração (verticalização e horizontalização); c) do potencial de acumulação interna das corporações; d) e da emissão de títulos e ações negociáveis em bolsa como os principais meios de financiamento (a criação da paper wealth).<sup>(114)</sup>

A natureza especulativa desses mercados se desenvolveu, desde o século passado, conforme foi visto no capítulo anterior, a partir do advento da sociedade anônima por ações como forma fictícia de riqueza - paper wealth. No caso do arquétipo de Wall Street, porém, a trajetória institucional do rentismo, centrado nas finanças das corporações e nucleado na bolsa de ações, encontrou na organização crescente desse mercado especulativo o meio institucional adequado de se reproduzir.<sup>(115)</sup>

Esse padrão de financiamento nucleado na organização do mercado de capitais, na sociedade anônima por ações<sup>(116)</sup>, colocou em evidência as implicações para o rentismo da dissociação entre propriedade e controle acionário da grande empresa monopolista, a corporação, no âmbito da "comunidade de negócios". O debate sobre a dissociação da propriedade em relação ao controle evidenciou essas implicações para o "capitalismo absenteísta", para usarmos a denominação de Veblen. Este capitalismo, ao contrário do que se

---

Lei Sherman de 1890. A era do capitalismo financeiro se confunde com a última fase do capitalismo monopolista. A formação da United States Steel Corporation foi tanto obra de um banqueiro, J.P.Morgan, como os industriais do aço, Carnegie, Schwab, Frick e outros. Este último período tem visto a criação de grandes combinações bancárias e o crescente controle exercido pelos bancos de investimentos sobre as indústrias manufatureiras, minas, transportes, utilidades elétricas e companhias de seguro. Se Rockefeller é a figura típica da era do capitalismo monopolista, o velho J.P.Morgan foi o personagem principal do triunfo do capitalismo financeiro. Outras firmas bancárias importantes eram Kuhn, Loeb & Co., Lee Higginson & Co. e os grandes bancos nacionais metropolitanos, tais como o Chase National Bank e o National City Bank de New York". Barnes, H.E. Historia de la Economía Del Mundo Occidental Haste Principios de la Segunda Guerra Mundial, trad. Orencio Munoz, Union Tipografica Editorial Hispano Americana, 1955, reimpresion, 1970, p.609

<sup>113</sup> Ver E.N.White: The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revised, *Journal of Economic Perspectives* - vol.4,n.2,spring 1990,p.67-83.Sobre a formação do mercado de capitais nos Estados Unidos, ver: Sushka,M.E. and Barret,W.B. Banking Structure and the National Capital Market, 1869-1914, *Journal of Economic History*, vol.XLIV,n.2 (june 1984),p.463-477.

<sup>114</sup> Ver J.Scott (1986) faz um resumo comparativo dos casos originário e norteamericano.

<sup>115</sup> A partir dos primeiros anos deste século os papéis das indústrias (corporations) passaram a ser prestigiados e adquiriram confiabilidade, com o patrocínio de suas emissões sendo assumido pelos tradicionais bancos de investimento, com destaque para J. P. Morgan & Company.

<sup>116</sup> O desenvolvimento do princípio da companhia por ações conduziu diretamente ao aparecimento da sociedade anônima. A sociedade anônima permite um controle centralizado. Sua crescente popularidade como tipo predominante de organização capitalista tem levado a alguns autores a considerar "a revolução da sociedade anônima" quase tão importante que a Revolução Industrial, mesmo não sendo outra coisa que uma derivação dela própria.Berle,A. e Means,G.C. A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada, Editora Nova Cultural Ltda., SP,1984.

propagava, favorecia a concentração de propriedade e incentivava um elevado grau de concentração de controle acionário de fato. A companhia por ações não exercia influência democratizadora sobre a propriedade e controle dos negócios, na medida em que não propiciava ao pequeno investidor uma participação relevante no negócio e não punha o empresário com pouco capital em pé de igualdade com os empresários de maiores recursos.

A esse respeito Josef Steindl em "Capital, Enterprise and Risk" (1945) afirmou:

*"O efeito notável da introdução do sistema de ações é o fortalecimento da superioridade do grande empresário. Muito longe de favorecer uma distribuição mais eficiente de propriedade controladora das empresas, acelerou o processo de concentração dessa propriedade".*

Todavia, o mais importante a considerar, para essa trajetória institucional do rentismo, foi o fato dessas formas modernas de organização e controle da propriedade capitalista terem proporcionado a multiplicação do elemento **rentier (da paper wealth)**. Este elemento extrai sua parcela de rendimentos dos lucros e possui títulos legais de propriedade dos negócios, porém, inteiramente distante da direção. Esses rentistas como proprietários desses títulos e ações (controle nominal) têm um papel econômico passivo para o exercício do controle efetivo. Quando essas características se combinam com outros instrumentos financeiros, como o truste de votos ou a conjugação de companhias controladoras de títulos e ações, Holdings, o controle efetivo da maioria esmagadora dos acionistas torna-se diminuído mais ainda. Como resultado há uma concentração de fato do controle econômico sobre a política, reforçando a tendência estratégica dos motivos financeiros, como no referente às alterações a curto prazo nos valores, ações e títulos, no sentido de dominar a política comercial e de investimentos. Há uma mistura das considerações de poder às de lucro nessa nova era de "Impérios Econômicos".<sup>(117)</sup>

Esta forma facilitou enormemente a organização dos negócios em grande escala, principalmente por ter tornado possível a companhia controladora (a Holding). Esta forma institucional, embora sendo também uma sociedade anônima, tem por função precípua a aquisição de ações de outras sociedades anônimas controlando ou dirigindo suas políticas. Isto,

---

<sup>117</sup> Sobre essa questão, ver: Dobb, M. A Evolução do Capitalismo, Zahar Editores, 4. edição, RJ, 1974, p.426-427. Esses desenvolvimentos relacionados com a consolidação dos negócios, o absentismo e o controle da sociedade anônima foram destacados por William Z. Ripley, no livro "Main Street and Wall Street", Little, Brown, 1927, que assinalou algumas tendências: 1) o aparecimento da Holding e a concentração crescente do controle efetivo que tem acompanhado a consolidação dos negócios; 2) tendência, particularmente desde 1914, do público em geral em empregar seu dinheiro amplamente em valores das sociedades anônimas como fonte de lucro privado; 3) emissão de ações sem direito a voto, assim como a tendência dos proprietários de pequenos blocos de ações com direito a voto a não exercê-lo; 4) controle efetivo da direção por um pequeno grupo de bem integrados acionistas que atuam como uma unidade; 5) redução da percentagem de ações necessárias para controlar a direção, que tem seu paralelo no progresso da empresa de negócios e na mais ampla distribuição da posse; 6) separação resultante da propriedade e da direção, que culmina na "privação do acionista de seu direito de votar" e na "anulação do acionista ordinário". citado em: Historia de la Economía del Mundo Occidental hasta principios de la segunda guerra mundial, op.cit. pp.633-634.

porém, não impede uma Holding ter funções operacionais industriais e comerciais. No caso norte-americano, as companhias Holdings, devido ao predomínio da legislação restritiva das associações, acabaram superando os pools de trusts. As companhias Holdings tornaram-se um instrumento de importância estratégica nas associações da "comunidade dos negócios" devido a possibilidade de "piramidar" ações. No vértice da pirâmide há uma companhia Holding que exerce o controle, mesmo que não leve a cabo nenhuma operação industrial e sua capitalização não representa mais que pequena parcela do ativo total do conjunto das companhias envolvidas. Os fortes impulsos para a formação das holdings estavam nas facilidades que essas formas de organização ofereciam para monopolizar e manipular os valores (títulos e ações - securities - "valorização fictícia" da paper wealth); e a capacidade de adaptação para evadir as regulamentações restritivas e aos pagamentos das contribuições fiscais. A holding contribuiu para controlar o mercado em favor dos produtos das companhias combinadas, como no caso da manipulação dos valores, na medida em que facilitava a evasão da supervisão pública.<sup>(118)</sup>

A Inglaterra foi o caso originário e sua industrialização tomou lugar como resultado de um conjunto de atividades de pequenas empresas de controle familiar que financiavam suas operações com capital próprio e com o suporte de bancos locais (um padrão de financiamento empresarial conforme foi visto no capítulo 1).

Os grandes bancos, por outro lado, que atuavam no mercado monetário internacional e no financiamento dos governos (exportação de capitais), não atuavam no financiamento dessas empresas que expandiam suas atividades emitindo ações. Somente no período entre as duas guerras essa situação começou a mudar, com as companhias de seguro e outros intermediários que se tornaram ativos compradores de ações dessas empresas. O crescimento do acionista institucional, com o qual os grandes bancos comerciais eventualmente tinham alguma participação, foi responsável pela emergência do sistema de controle impessoal na Inglaterra. O público em geral era suplementado pelos intermediários financeiros como os maiores controladores desses negócios.<sup>(119)</sup>

Portanto, por meio de uma trajetória institucional qualitativamente distinta, os Estados Unidos chegaram a situação caracterizada por um padrão de financiamento centrado nas finanças da grande corporação.<sup>(120)</sup> Nos Estados Unidos houve um estreito relacionamento entre as

---

<sup>118</sup> Ver John Scott: "Capitalism Property and Financial Power" - A Comparative Study of Britain, the United States and Japan, 1986, New York University Press.

<sup>119</sup> Philip Mirowski, em "The Rise (and Retreat) of a Market: English joint Stock Shares in the Eighteenth Century", *Journal of Economic History* 41 (setembro de 1981), p.561-78, observa que havia especialistas trabalhando em tempo integral na negociação de ações na Inglaterra já em 1690, juntamente com informações correntes sobre seus preços em jornais e revistas. Demonstra, contudo, que esse mercado entrou em declínio a longo prazo.

<sup>120</sup> Ver Chandler, A.D. "The Development of Large-Scale Economic Organizations in Modern America", *The Journal of Economic History*, vol. XXX, march 1970, n.1.

finanças e os interesses dos monopólios industriais no âmbito do padrão de financiamento.<sup>(121)</sup> A integração desses setores, no caso norte-americano, se acelerou no período de formação dos chamados Impérios industriais<sup>(122)</sup> constituídos a partir da aliança de interesses dos "Trustes" com os grandes bancos de investimento que tinham influência em vários negócios.<sup>(123)</sup>

Esse padrão de financiamento das sociedades anônimas, acelerou o desenvolvimento de dois tipos de instituições bancárias: os empréstimos de curto prazo a cargo dos bancos comerciais e os empréstimos de longo prazo via os bancos de investimentos que administravam os valores das sociedades anônimas.<sup>(124)</sup>

No caso do arquétipo de Wall Street, o período de principal desenvolvimento dos bancos de investimentos se verificou após a Guerra Civil. Antes disto, o capital britânico tinha um papel importante na emissão dos valores.<sup>(125)</sup> A direção dos bancos de investimentos pertencia em seu conjunto aos grandes bancos privados como J.P.Morgan & Co.; Kuhn, Loeb & Co.; Dillon, Read; Brown Brothers; J. & W. Seligman; Lehman Bros.; Drexel & Co.; Lee Higginson, etc..<sup>(126)</sup> Com o fim da Guerra de Secessão, surgiram novas oportunidades para esses bancos no financiamento das ferrovias. Posteriormente, com o movimento de fusões após a Depressão que se estendeu 1893 a 1897, e com a formação das holdings (após a liberalização das Leis Gerais das Sociedades Anônimas), esses bancos, por meio da atuação no âmbito da comunidade dos negócios<sup>(127)</sup>, participaram de forma fundamental na reorganização institucional

---

<sup>121</sup> Da mesma forma que nos Estados Unidos, a promoção de companhias industriais foi, no início, atividades de estabelecimentos financeiros de segunda linha. Como foi visto no capítulo 1, os de primeira linha, na Inglaterra, promoviam principalmente as emissões estrangeiras até após 1914. Cottrell, P.L., Industrial Finance 1830-1914 (Nova York: Methuen, 1890), p.108-109, *ibid.*, p.144-45.

<sup>122</sup> Sobre essa questão, existem vários estudos entre os quais destaco: Hobson, J.A. The Evolution of Modern Capitalism; A.A. Berle and G.C. Means. The Modern Corporation and Private Property, 1932; Veblen, T.B. The Theory of Business Enterprise, 1904; Chapman, J.M. Concentration of Banking, Columbia University Press, 1934; O'Leary, P.M. Corporate Enterprise in Modern Economic Life, Harper, 1933; Owens, R.N. Business Organization and Combination, Prentice-Hall, 1934; Lewinsohn, R. Trustes e Cartéis: suas origens e influências na economia mundial, edição da livraria Globo, 1945; Rosenberg, N. & Jr., Birtzell, L.E. A História da Riqueza do Ocidente. A transformação Econômica do Mundo Industrial, Editora Record, 1986, RJ.

<sup>123</sup> Ver J. Scott, *op. cit.* p.12.

<sup>124</sup> Para uma discussão sobre os bancos nos EUA, ver: Carosso, V.P. and Sylla, R. "U.S. Banks in International Finance", cap.2, International Banking 1870-1914, ed. by Rondo Cameron, V.I Bovykin, Oxford University Press, 1991; Wilkins, M.: "Foreign Banks and Foreign Investment in the United States", cap.11.

<sup>125</sup> Conforme foi discutido no capítulo 1. Uma avaliação é encontrada em Platt, D.C.M. "British Portfolio Investment Overseas before 1870: Some Doubts", The Economic History Review, second series, vol. XXXIII, n.1, february 1980, p.1-16.

<sup>126</sup> Outro aspecto a considerar no estudo desses bancos, é a relevância da atuação financeira internacional desses bancos privados: Carosso, V.P. and Sylla, R. U.S. banks in international Finance, cap.II, in Cameron, R. and Bovykin, V.I. eds. International Banking 1870-1914, Oxford University Press, 1991.

<sup>127</sup> Para usar o termo sugerido por J.A Hobson (Modern Capitalism) para designar a relação entre os trustes e esses bancos no desenvolvimento do capital financeiro, via as emissões de securities em Wall Street.

dos Trustes a partir da emissão em grande escala de ações industriais.<sup>128)</sup>

A Casa Morgan é apresentada, em vários estudos, como um caso exemplar do poder financeiro na "comunidade dos negócios".<sup>129)</sup> Neste caso, a Casa Morgan se configura em um notável interrelacionamento de interesses entre bancos, companhias de transportes, mineração e indústrias.

Em 1929, o grupo Morgan figurava na administração de 2450 sociedades, cujo valor chegava a 74 bilhões de dólares ; isto é, cerca de um terço de todo o capital existente nos Estados Unidos sob a forma de sociedades anônimas estava de alguma forma controlado ou dirigido pelos membros de confiança da casa Morgan. Corey, Lewis The House of Morgan, Watt, 1930.p.448. Todo esse vastíssimo controle financeiro e industrial é exercido pela Casa Morgan com base em um capital efetivamente investido da ordem de 53 milhões de dólares, montante muito inferior a muitos bancos de segunda classe. A Grande Depressão de 1929 e, principalmente, a campanha do presidente Roosevelt contra o "big business" e particularmente contra o domínio da Casa Morgan, reduziram sua influência econômica, que por força da legislação a casa Morgan foi levada a abandonar parte de suas operações financeiras. Em 1940, ela se transformou em sociedade anônima, sob a denominação de J.P. Morgan & Co.Incorporated (uma Holding Company) [ J.P.Morgan & Co. Incorporated New York controlava: bancos (Morgan Stanley and Co.N.Y ; Drexel & Co. ; MorganGreenfell & Co.- London ; Morgan et Cie Paris ; Bankers Tust Co.; Guaranty Trust Co.of N.Y ; New York Trust Co. ; First National Bank of N.Y.; indústria (General Eletric;U.S Steel;General Motors ; Du Pont ; Continental Poil Co. ; International Harvester co.; Kennecott Copper Corp. ; Texas Gulf Sulfur

---

<sup>128)</sup> Sobre essa temática, ver: Barnes, H.E..op.cit.p.609-610: " Para que o capital financeiro pudesse alcançar sua expressão e realidades completas, necessitava que os bancos se apoderassem do controle essencial da indústria, do transporte, da mineração e das utilidades elétricas. Tudo isto requeria grandes créditos e os bancos controlavam as facilidades creditícias do país. Ademais, as novas companhias tinham que contar com bancos que os ajudassem a colocar seus valores. As velhas companhias também se valiam de uma ajuda similar quando tratavam de estender suas atividades ou empreender outras novas que necessitavam a colocação de novas emissões de valores(securities). Quando uma companhia fracassa ou se declara em bancarota, um grande banco pode conseguir seu controle e vigiar sua reorganização. O resultado desta operação é que, em regra geral, o banco em questão fica com o controle da companhia reorganizada. Desse modo quase todas as formas de negócios americanos tem sido sob o domínio dos grandes bancos, tanto privados quanto públicos."

<sup>129)</sup> Essa casa nasceu de uma filial da casa bancária londrina George Peabody & Co., da qual Junius Spencer Morgan foi sócio em 1853. Durante o período de grande especulação que seguiu a guerra de Secessão, ela se ocupou dos negócios do ouro, e em seguida, dos fundos de Estado (financiamento público). Graças aos enormes lucros obtidos a casa se lançou no negócio mais importante da economia americana da época: a estradas de ferro. Sua participação no financiamento da indústria começou em 1892, por ocasião da fundação da General Eletric Co. A partir de então Morgan participou de numerosas fusões e combinações industriais. O maior negócio sob seu controle era a United Steel Corporation. Em 1913, o banco Morgan dominava, além do truste do aço, quatro outras grandes empresas industriais : American Telephone and Telegraph, Western Union (telégrafo), General Eletric e a International Harvester (máquinas agrícolas). Além disso, Morgan mantinha estreito relacionamento financeiro com vinte outras importantes sociedades industriais e comerciais. Sua influência indireta via o grupo Morgan-Stillman-Baker ocupava 341 postos nos conselhos de administração de 112 sociedades cujo capital representava 22 bilhões de dólares (por volta de 1913). Em 1912, Morgan tinha o controle administrativo absoluto do Bankers Trust Co. e do Guaranty Trust Co., os dois mais importantes " trusts companies", empresas que em sua origem se situavam entre as sociedades fiduciárias que se transformaram, nos estados Unidos, em bancos gerais. Morgan tinha também influência considerável sobre dois dos maiores bancos americanos, o National City Bank e o First National Bank of New York. *Lewinsohn, R. op. cit. p.127-130.*

Co.; American Can Co. ; Standard Brands Inc. ; Montgomery Ward & Co.; Associated Dry Goods ) ; equipamento ferroviário (Baldwin locomotive ; Pullman Inc) ; Transportes (International Mercantile Marine - navegação) ; ferrovias (New Yor Central ; Atchison, Topeca & Santa Fé ; Chesapeake & Ohio ; Northern Pacific; Western Pacific) ; utilidade pública (eletricidade - United Corp. ; Electric Bond & Share Corp. ; American & Foreign Power Co. ; United Gas Improvement) ; telégrafo (Western Union Telegraph Co.) ; Telefone (International Tel & Tel. Corp.).Lewinsohn,R.op. cit. p.129.] ; com o capital relativamente modesto de 20 milhões de dólares, aos quais foram adicionados outros vinte milhões de reserva. Em estreita relação com a J.P. Morgan & Co. Incorporated a Morgan, Stanley and Co., fundada em 1935, ocupou o primeiro lugar entre os bancos americanos na emissão de obrigações (no primeiro ano de existência a Morgan, Stanley and Co.lançava cerca de um quarto de todas as emissões privadas americanas e estrangeiras nos Estados Unidos, enquanto o próprio banco J.P.Morgan não havia efetuado,no curso dos anos precedentes, senão 6% do total desses negócios).Phillips,R. The House of Morgan," The Nation ", New York.17/6/1939.

No entanto, cabe destacar que o aspecto relevante foi a liberalização das Leis Gerais das sociedades anônimas. Segundo Alfred Chandler, a moderna corporação industrial resultou da integração da produção em massa e da distribuição em massa desde da década de 1880.Seja devido a essa integração, ou à conclusão das ferrovias transcontinentais, ou ao complemento dos serviços telegráficos e telefônicos, ficou evidente que os Estados Unidos, nessa época, compreendiam um mercado único para muitos produtos e que as leis das sociedades anônimas para operações locais não eram mais adequadas.Por outro lado, as corporações organizadas como trustes, por falta de legislação adequada sobre pessoa jurídica, poderiam ser fator importante na adoção de leis mais amplas.

O movimento de consolidações, no período de 1888 a 1896, foi vultoso o suficiente para demonstrar que a forma improvisada de organização de trustes refletia o caráter arcaico das leis de sociedades anônimas. Em 1889, o movimento encontrou ressonância em Nova Jersey que emendou sua lei de sociedades anônimas para permitir a formação de holding companies.Em 1891, Nova Jersey foi mais além e promulgou uma lei geral de sociedades anônimas que previa a operação interestadual, permitindo às sociedades anônimas possuir ações de outras. Os trustes foram reorganizados como sociedades anônimas, alguns como companhias operantes e o restante como companhias controladoras (holding companies).<sup>(130)</sup> O movimento de fusões, a

<sup>130</sup> Segundo Rosenberg e Birdzell (1986): " (...) não é de admirar que a negociação em grande escala de ações industriais americanas tenha tido origem na compra e venda de obrigações dos trustes,por estes emitidas na década de 1880. (...) Em fins da década de 1880, tornara-se muito volumosa a negociação em obrigações dos trustes. Após 1891, quando a nova lei de sociedades anônimas de Nova Jersey permitiu que os trustes regularizassem seu status legal suas ações passaram a ser regularmente cotadas na Bolsa de Nova York com a mesma rapidez com que as companhias adquiriam a qualidade de pessoas jurídicas ( ..) A estrutura de capital dos trustes incorporados diferia acentuadamente da moderna prática financeira. Uma forma comum, embora não geral, consistia em capitalizar os lucros apurados das companhias componentes do truste son a forma de ações preferenciais, designadas como garantia do grau de investimento. As ações ordinárias eram emitidas para refletir o risco de perda e a perspectiva de lucros futuros.

partir de 1897, completou a mudança da maioria das indústrias americanas para a forma de sociedades anônimas com ações livremente negociadas nas bolsas. Todavia, essas reorganizações exigiam um plano, recursos financeiros e liderança empresarial. Ao ingressar nesse movimento, J.P. Morgan, no fim da década de 1890, realizou tudo isso com a fundação, em 1898, da Federal Steel Company. O arranjo institucional foi por meio da formação de "holding companies".<sup>(131)</sup> Os estudos sobre o desenvolvimento do capitalismo nos Estados Unidos, nas primeiras décadas do século XX, classificam esse período como a era progressista ou de consolidação do predomínio da corporação privada. O período se caracterizou pelo crescimento das indústrias que requeriam montantes gigantescos de financiamento para empreendimentos como ferrovias, siderurgia, mineração e utilidades públicas, criando o mercado para os bancos de investimento que financiaram esses investimentos e a formação dos trustes e cartéis.

O perfil empresarial que resultou do movimento de fusão e reestruturação que se verificou a partir dos anos 1890 até os primeiros cinco anos do século atual, que praticamente prevaleceu nas décadas seguintes, se configurou numa estrutura oligopólica que expandiu além das fronteiras dos Estados Unidos. A estreita vinculação entre essa expansão oligopólica das corporações e o desenvolvimento do arquétipo de Wall Street como principal centro financeiro do mundo, reunindo os interesses financeiros nucleados pela corporação, se constituiu em um dos pilares da "Pax norte-americana" e da ascensão do sistema da livre iniciativa.

Segundo J.K. Galbraith (1972), a mais notável criação especulativa desse período de expansão da riqueza financeira, que satisfazia a procura de ações ordinárias, era o consórcio ou companhia de investimento.<sup>(132)</sup> Ela não incentivava a criação de novas empresas e também não ampliava as antigas, apenas propiciava a possibilidade da aquisição de ações das antigas empresas por meio das novas empresas. Sua virtude estava em estabelecer uma separação quase completa entre o volume dos títulos e a dimensão do seu ativo real. O volume dos títulos podia ser várias vezes a dimensão do ativo. O crescimento dos consórcios foi explosivo.

---

Conquanto o mesmo modelo houvesse sido usado na capitalização das estradas de ferro, um bom número de observadores descrevia as ações ordinárias assim capitalizadas de "aguadas" (...) Navin de Sears listam 28 emissões de ações preferenciais entre 1890 e 1893. Simultaneamente os banqueiros de investimento, cuja experiência fora ganha principalmente com títulos de estradas de ferro, não pareciam ter-se convencido inteiramente da qualidade dos papéis industriais, e comercializaram apenas cinco das 22 emissões que foram ativamente promovidas. J.P. Morgan, o maior dos banqueiros de investimentos em ferrovias, só se tornou ativo no lançamento de ações com garantia de subscrição depois da formação da Federal Steel, em 1898." pp.231-232. *Rosenberg, N. & L.E. Birdzell, Jr. A História da Riqueza do Ocidente. A Transformação Econômica do Mundo Industrial, 1986. Record, RJ, pp.209-210.*

<sup>131</sup> As holding companies foram o principal instrumento da centralização administrativa e controle nos Estados Unidos nos casos das companhias locais de energia elétrica, gás e água. A holding controla outras companhias pela aquisição das ações emitidas por elas. A holding adquire o controle de outras holding companies, que por sua vez, controlavam ainda outras holding companies, que direta ou indiretamente, através de outras holding companies, controlavam as companhias produtoras.

<sup>132</sup> Esse tipo de instituição não era novo, embora tenha chegado tarde nos Estados Unidos. Desde da década de oitenta do século passado na Inglaterra e na Escócia, os investidores menores reuniam suas economias para comprar ações em uma companhia de investimento. Esta, por sua vez, investia esses fundos. Um consórcio típico possuía títulos de quinhentas a mil companhias. Portanto, um investidor individual, com poucas libras, podia estender seu risco muito mais do que se fosse ele próprio investir. Isto faz parte do capítulo anterior quando da análise do fim rentier do período de auge da economia victoriana. Galbraith, J.K. *O Colapso da Bolsa, 1929*. Editora Expressão e Cultura, Rio de Janeiro, 1972, pags. 83-87.

No decorrer de 1928 se organizaram 186 consórcios. Nos primeiros meses de 1929 foram criados na proporção de um por dia útil. Esses consórcios venderam ao público títulos no valor de US\$ 400 milhões em 1927. Em 1929, estimou-se em US\$ 3 bilhões o montante dos títulos vendidos, representando cerca de um terço das emissões de capital novo naquele ano. No outono de 1929 estimou-se que o ativo total desses consórcios superava US\$ 8 bilhões, um aumento de aproximadamente onze vezes desde o início de 1927.<sup>(133)</sup>

Esse "boom" dos consórcios de investimentos foi liderado por uma diversidade de instituições reunindo bancos de investimento, bancos comerciais, corretoras, intermediadores de títulos, companhias holdings e, o mais importante, os próprios consórcios que criavam novos consórcios.<sup>(134)</sup> O grande potencial desses consórcios estava na capacidade de alavancagem. Esta é obtida por meio da emissão de debêntures, ações preferenciais, além de ações ordinárias, com o objetivo de adquirir uma carteira de ações ordinárias. Quando essas ações ordinárias valorizavam, o valor das debêntures e ações preferenciais do consórcio quase não variava. Eram títulos de valor fixo decorrente de rendimento específico. Assim, a maior parte ou o total do ganho proveniente da elevação dos valores da carteira se concentrava nas ações ordinárias do consórcio de investimentos que, conseqüentemente, valorizavam de maneira assombrosa.<sup>(135)</sup> Portanto, a piramidização das holding companies e os concomitantes efeitos da alavancagem dos consórcios de investimentos se constituíram na principal característica do padrão de rentismo nesse período efervescente e grandemente desregulamentado da história do mercado de capitais norte-americano na era do capitalismo financeiro.

Esse "financial boom" dos anos vinte<sup>(136)</sup>, que marcou a fase de maturação de Wall Street, se configurava num movimento de valorização contínua dos preços das ações como recuperação desde a crise de 1921. Esse movimento, porém, não assumia as proporções do final da década. Como esse movimento redundava em lucros para aqueles que negociavam com "securities" (paper wealth), cada vez mais essa situação induzia à procura de ganhos especulativos. Essa situação predominante nessa época, foi descrita por H.E. Barnes (1970) nos seguintes termos:

---

<sup>133</sup> Galbraith J.K. (1972) pag. 87.

<sup>134</sup> Conforme observa Galbraith: "Os patrocinadores variavam em dignidade desde a Casa de Morgan, patrocinadora das United and Alleghany Corporations, até um tal de Chauncey D. Parker, chefe de uma firma bancária de investimento, financeiramente perigosa, em Boston, que organizou tres consórcios de investimento em 1929 e vendeu títulos no valor de US\$25 milhões a um público ansioso. Chauncey depois perdeu a maior parte do dinheiro arrecadado e faliu." op. cit. pag. 87.

<sup>135</sup> Galbraith J.K. (1972), pag. 94.

<sup>136</sup> Esse período foi denominado por "Anos triunfantes do touro gigante" (1924-1929). Existem várias explicações para esse mercado altista no decorrer desses anos, bem como as causas do colapso de 1929 ("Morte do touro gigante-1925-1933"). Sobre essa questão, ver: Sobel, R. op. cit. pp. 231-323.

"Vários estudiosos têm afirmado que os bancos americanos durante o período que seguiu a primeira Guerra Mundial demonstraram marcada tendência a abandonar o campo dos verdadeiros negócios bancários para se converterem em agentes da especulação financeira. Entre 1921 e 1929, os bancos comerciais, em lugar de ampliar os empréstimos comerciais, estavam usando seus depósitos a curto prazo para comprar bonos a longo prazo recomendados por seus bancos associados ou vendendo valores ao público (...) a maior parte dos grandes bancos comerciais contavam com companhias afiliadas de finanças e investimentos, cujas listas de diretores eram idênticas as dos bancos. Os bancos comerciais contribuíram à colocação, não só de bonos, bem como de ações, em caráter especulativo. Nos anos que antecederam a crise de 1929, os bancos ampliaram enormemente suas operações de crédito (cerca de 7 bilhões de dólares) para especulação na bolsa. Ademais, recebiam empréstimos dos Bancos da Reserva Federal e repassavam-os a seus clientes, que, por sua vez, empregavam-os na bolsa. Até a Reserva Federal cooperou, no mínimo para manter a taxa de desconto baixa, e do mesmo modo estimulou esses empréstimos especulativos. Tudo isso significa que em lugar de exercer a influência conservadora e estabilizadora que se espera dele, o sistema bancário dos Estados Unidos tolerou e até estimulou a mania especulativa que conduziu diretamente à crise. Grande participação tiveram os bancos na emissão excessiva de ações, no crescimento de companhias controladoras (holding), na excessiva inversão por parte do público de suas disponibilidades em valores especulativos e na colocação de milhões de dólares de bonos estrangeiros de caráter mais do que duvidoso. Esta foi uma tendência permanente na política bancária." Portanto, "a subordinação dos negócios às finanças foi ilustrado pelas estatísticas referentes aos lucros especulativos, das sociedades anônimas financeiras e dos outros negócios nos Estados Unidos desde 1923 a 1929, período que se supõe de grande prosperidade. Durante esses anos os lucros dos setores não financeiros cresceram 14%, enquanto os das sociedades anônimas financeiras aumentaram mais de 177%. Os lucros especulativos não menos de 300%. Ademais, em 1928, último ano de completa prosperidade, os lucros especulativos e financeiros combinados somaram muito mais que todos os lucros dos demais negócios. Neste ano, os lucros especulativos subiram 4,8 bilhões de dólares, das sociedades anônimas financeiras 2,4 bilhões e os das sociedades anônimas não financeiras 5,1 bilhões. Por tanto, a tão elogiada prosperidade da era Coolidge não representou grandes lucros para os negócios substanciais, porque consistiu, primariamente, nas acumulações especulativas ou quase especulativas das finanças predatórias." Barnes, op. cit. p.664.

Durante o ano de 1923, 260 milhões de ações foram negociadas. Este valor aumentou nos anos seguintes: em 1924, 284 milhões ; em 1925, 460 milhões ; em 1926, 452 milhões ; em 1927, 582 milhões ; em 1928, 931 milhões ; atingindo 1.125 bilhões em 1929. Muitas emissões novas eram feitas, embora as corporações não necessitassem de capitalização ; mas como representavam lucros enormes para banqueiros e "brokerage houses" engajados nas negociações dessas ações, eram emitidas:

*"Many issues were 'split-ups' of shares which had already soared to high prices, many were stock dividends giving to existing shareholders new certificates of ownership of undistributed corporate surplus which they already legally owned. Many were shares of holding companies or of investment trusts which in turn used the public's money to buy securities of existing operating companies. In 1923, the market value of new corporate security issues was \$3.23 billion. In successive years new issues totaled: 1924, \$3.84 billion; 1925, \$4.74 billion; 1926, \$5.30 billion; 1927, \$7.32 billion; 1928, \$7.82 billion; 1929, \$10.03 billion".<sup>(137)</sup>*

Poucos negócios expandiram com essa rapidez. Em nenhum outro mercado os preços aumentavam tanto. Enquanto os preços eram estáveis, e não havia expectativas de inflação ou deflação, o mercado de capitais era inflacionado.<sup>(138)</sup>

A Depressão (1929 - 1933) significou a primeira grande crise de uma economia com características financeiras e o fim da era do capitalismo financeiro desregulamentado. Num período de quatro anos o número de bancos declinou de 25000, com ativos que excediam \$72 bilhões de dólares, para cerca de 14000, com ativos em torno de \$51 bilhões. Esse foi um dos principais aspectos da dramaticidade da Depressão.<sup>(139)</sup> O primeiro passo para enfrentar o colapso da era do capitalismo financeiro altamente desregulamentado, foi a regulamentação do sistema visando dotar as autoridades de maior controle sobre as atividades especulativas dos bancos. O Glass-Steagall Banking Act, aprovado pelo Congresso em 1933, criou o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), que assegurava os depósitos até certo nível, mediante pagamento de comissão pelos bancos, segundo o volume de seus depósitos.

A política de resgate do New Deal diante dessa situação se caracterizou por um conjunto de iniciativas intervencionistas que procuravam proporcionar um novo ânimo tanto para os lucros da grande empresa (corporation-National Industrial Recovery Act, 1935), quanto para os rendimentos dos detentores da riqueza mobiliária, paper wealth (Banking Acts, dois em 1933 e um em 1935 ; Securities Exchange Act e Federal Deposit Insurance Act, ambos de 1934).

---

<sup>137</sup> Soule, G. and Vincent, P. Carosso. American Economic History, 1957, op. cit. p. 524.

<sup>138</sup> Sobre essa questão, ver: Soule, G. and Vincent, P. C. (1957), op. cit. pp. 525-26.

<sup>139</sup> Pierce, J. L. "The Futures of Banking". Yale University Press, 1991.

Em 1931, o Estado norte-americano, por meio da Reconstruction Finance Corporation (como lender of last resort), pela primeira vez, supriu com recursos emergenciais a interrupção do financiamento devido a quebra da Bolsa e dos milhares de bancos que faliram entre 1930 e 1931. Do ponto de vista patrimonial, isto é, dos detentores de riqueza na forma de títulos, paper wealth, o New Deal acabou consolidando essa enorme estrutura de ativos. Dessa forma, o New Deal reconheceu e contribuiu para a institucionalidade do rentismo da era do capitalismo financeiro.

A Regulamentação "Q" capacitava o Board of Governors para estabelecer limites sobre a taxa de juros que os bancos estariam capacitados a pagar pelos depósitos de poupança e proibia o pagamento de juros sobre a demanda de depósitos. O ato também separou banco comercial e de investimento. Desde então, a autoridade central do Federal Reserve System tem aumentado. Por outro lado, o banco moderno tem sido caracterizado pela consolidação de bancos na forma de holding companies, diversificação e sofisticação de funções e serviços.<sup>(140)</sup>

Em síntese, consideradas essas mudanças institucionais no padrão de financiamento, a trajetória institucional do rentismo, enquanto movimento de valorização da paper wealth, a partir do modelo liberal de Wall Street, estava centrada na complexa relação entre o desenvolvimento das finanças da corporação e a decorrente organização crescente do mercado de capitais, concretizados na natureza tássita das práticas especulativas no âmbito da "comunidade dos negócios".

Para interpretar a trajetória institucional desse rentismo, considerou-se os seguintes aspectos : 1) o caráter especulativo das finanças das corporações (a gestão empresarial especulativa - como adverte Hobson para o fato da " classe financeira " especular nos mercados de capital e de dinheiro com os lucros oriundos de suas práticas monopolistas em negócios bem administrados ou com resultados acumulados de especulações passadas) ; 2) o caráter intrinsecamente financeiro da associação que deu origem a grande corporação norte-americana (" comunidade de negócios " Business Tycoon); 3) o caráter especulativo da gestão empresarial aliado ao caráter financeiro da associação que deu origem a corporação, se traduziram no crescimento das práticas destinadas a ampliar " ficticiamente " a riqueza existente, paper wealth - o que tornou necessário o desenvolvimento de um complexo mercado de capitais. Vejamos, a seguir, como as finanças das corporações condicionaram a trajetória institucional do rentismo predominante na era do capitalismo financeiro altamente desregulamentado da ascensão do sistema da livre iniciativa.

---

<sup>140</sup> Para uma visão teórica-histórica (institucional) da trajetória das instituições financeiras, ver: Minsky, H.P. "The Evolution of Financial Institutions and The Performance of the Economy". JEL, vol. XX, n. 2, June 1986, p. 345-353.

### 2.3. RENTISMO E FINANÇAS DAS CORPORAÇÕES

A trajetória do rentismo condicionado pelas finanças das corporações, pode ser estudada sob duas ópticas desse padrão de financiamento: sob a óptica da dissociação entre a forma de organização da propriedade e da gestão da paper wealth; e sob a óptica da assimetria entre lucros e rendimentos da paper wealth. No caso da dissociação na forma institucional de organização e gestão da riqueza, autores como T.Veblen (1923) e J.A.Hobson (1906)<sup>141</sup>, destacaram o papel da sociedade por ações como a forma capitalista que historicamente concretizou a convergência dos interesses entre banqueiros e industriais, no âmbito de uma comunidade de negócios, na formação de impérios financeiros. Por outro lado, no caso da assimetria entre lucros e rendimentos da paper wealth, característica das finanças das corporações, é explicada, seguindo argumentos teóricos similares, por autores como J.M.Keynes (1936), M.Kalecki (1954), J.Steindl (1952, 1979, 1985) e H.P.Minsky (1975, 1982, 1986).

Analisando essa forma institucional de organização da riqueza capitalista, a trajetória institucional desse rentismo da era da ascensão do sistema da livre iniciativa, via o controle da riqueza financeira, paper wealth, pode ser associada às finanças das corporações, centro do poder financeiro de Wall Street.

A trajetória institucional do rentismo no âmbito do padrão de financiamento, centrado nas finanças das corporações, evocada a propósito desses autores, pertence ao espaço-tempo do processo de monopolização e centralização da riqueza financeira (paper wealth). No caso do capitalismo moderno norte-americano (trustificado), na concepção de J.A.Hobson, centrado na grande corporação oligopolista, destaca-se a importância das finanças dessas corporações para a composição dos investimentos de carteira desse rentismo. O primeiro aspecto teórico relevante a destacar nesse estudo do rentismo, no âmbito do moderno mercado de capitais, é a relação entre o caráter especulativo e o nível de organização desse moderno mercado de capitais.

Essa questão foi abordada por T.Veblen (1923) ao reconhecer nos mercados de capitais duas tendências antagônicas: **uma tendência associada com a estabilidade devido à**

---

<sup>141</sup> J.A.Hobson, considerado um marxista fabiano, foi influenciado por autores como K. Marx, W. Sombart e T. Veblen e seu pensamento considerado, por muitos, como herético acabou por influenciar autores tão díspares como Lênin e J.M.Keynes. Sua primeira obra de fôlego data de 1894 (A Evolução do Capitalismo Moderno-Um Estudo da Produção Mecanizada), a qual reúne os elementos mais relevantes para nosso interesse: embora a mais famosa tenha sido o Imperialismo, que inspirou os autores desta controvérsia no início do século. Para nosso objetivo, no entanto, os pontos relevantes da abordagem de Hobson constam da segunda edição revisada (1906) de A Evolução do Capitalismo Moderno, principalmente por reunir material sobre o processo de concentração da economia norte-americana. Nos capítulos V a X da obra, que nos interessa em particular, e que também normalmente são tidos como seu núcleo, Hobson trata as temáticas da anatomia da grande empresa, da grande indústria e do grande capital financeiro, constituindo o cerne da análise do capitalismo moderno. O primeiro ponto a destacar, no âmbito estritamente teórico, e que nos diz respeito, ou, pelo menos, está diretamente ligado com o que vimos até agora, é o fato de Hobson, como Marx, Keynes e Hilferding, demonstrar a importância do crédito, e não da poupança, como elemento propulsor decisivo para a acumulação capitalista, isto é, seu movimento de concentração e centralização: "Como o crédito se converte cada vez mais na força vital dos negócios modernos, a classe dos que controlam o crédito torna-se mais poderosa e embolsa como ganhos um percentual maior do produto industrial." p.188 (neste particular, ele foi o autor precursor de Schumpeter e Keynes).

colusão obtida por meio dos acordos no âmbito da "comunidade dos negócios" e outra tendência associada com a instabilidade financeira devido ao nível crescente de organização do mercado de capitais.

Segundo T. Veblen (1923), o comportamento dos homens de negócios (financistas), que envolve rotinas de práticas financeiras e instituições, é influenciado por dois impulsos antagônicos e poderosos : o **máximo ganho pecuniário com estabilidade financeira.**<sup>(142)</sup> A primeira tendência estimula a procura por meios de aumentar os ganhos pecuniários. A segunda resulta na tendência do mercado de capitais se tornar um mercado de colusão e conservadoramente administrado por grandes instituições financeiras com interesses relacionados que se refletem institucionalmente no comportamento do banco central e várias agências governamentais.<sup>(143)</sup>

Essa abordagem de T. Veblen (1923) mostra os ganhos prospectivos da corporação financeira por meio de "Trading on a thinner equity" cada vez mais atraentes. Neste caso, foram destacadas as principais inovações na análise de T. Veblen dos vários tipos de corporate securities, particularmente debêntures e moeda fiduciária.<sup>(144)</sup> Na "Theory of Business Enterprise", T. Veblen (1923) identificou duas formas principais de transações creditícias usadas na moderna comunidade dos negócios para o propósito de investimento: a denominada "old-fashioned loan" e a denominada "stock share". Todavia, uma terceira classe, as ações preferenciais, foram as inovações financeiras particularmente importantes no final dos anos 1880. O uso desses instrumentos da corporação financeira também contribuíram para reduzir as finanças das corporações a uma rotina. Por outro lado, essa rotinização, combinada com o processo de inovação, levou ao controle colusivo do sistema de crédito e a um período de estabilidade financeira.<sup>(145)</sup>

---

<sup>142</sup> Absentee Ownership. 1923. reprint. N.Y: The Viking Press. 1938. p.383-384.

<sup>143</sup> Segundo Raines e Leathers (1992) : " In an economy constantly evolving in response to technological change and population growth, the financial stability produced under this collusive structure is subject to disturbances from developments arising from pursuit of larger pecuniary gains. The latter results in a tendency for financial markets to become collusive and conservatively administered by the large financial institutions and related interests (reflected institutionally by the central bank and various governmental agencies) (...) Following such disturbances, the financial markets again exhibit the characteristics described in the The Theory of Business Enterprise (1904), i. e., instability again becomes endemic to the financial system. But the tendency toward collusive arrangements in financial markets remains a persistent force. Moreover, some of the financial innovations actually increase the ability of large financial institutions to control the creation and distribution of credit (...) Thus, a repetitive cycle occurs, the first round of which was observed by Veblen. The late 1880s was a period of financial instability. The Era of The investment Banker ushered in a period of stability, which came to an end in the late 1920s as competition in the financial markets increased. After the dramatic crash of financial markets in 1929, a new era of collusive stability emerged, created in large part by government regulations limiting competition and government programs providing security of asset values." Raines, J.P. and Leathers, C.G. *Financial Innovations and Veblen's Theory of Financial Markets*. JEL, vol. XXVI, n. 2, June 1992, pp.434-435.

<sup>144</sup> O uso das debêntures, primeiro nas estradas de ferro e depois nas indústrias, teve o maior impacto na formação do moderno sistema financeiro. O papel da moeda fiduciária tem sido estudado por Phillips, Ronnie J. "Veblen and Simons on Credit and Monetary Reform". *Southern Economic Journal* (July 1988) : 171-81.

<sup>145</sup> Ver O'Donnell, L.A. "Rationalism, Capitalism, and The Entrepreneur: The Views of Veblen and Schumpeter." *History of Political Economy* (Spring 1973): 199-214.

Na análise de T. Veblen sobre os mercados financeiros, enquanto as inovações de produto contribuem para a instabilidade, o processo de inovações contribui para a estabilidade financeira. Este processo contribuiu à colusão que reduziu o grau de instabilidade. A análise de T. Veblen revelou que os mercados financeiros estavam constantemente mudando tanto que a estabilidade obtida por colusão nunca era assegurada.<sup>(146)</sup> Da mesma forma que T. Veblen, J. A. Hobson observou que as atividades no setor financeiro ajudaram a expandir, facilitar, simplificar e consolidar o controle unificado do crédito, tendo deixado, muito convenientemente, parte substancial desse controle para os maiores interesses financeiros, que, por força das circunstâncias e sagacidade das partes interessadas, já garantia o controle do crédito e dos negócios industriais. Por meio disto, o sistema de crédito era garantido como um todo e se auto-protegia do risco e desestruturação.<sup>(147)</sup>

No caso de J.A. Hobson, sua contribuição fundamental foi ter deslocado a atenção para os Estados Unidos como o lugar privilegiado para sua análise do processo de monopolização. Este país constituía o centro do que denominou de capitalismo moderno (o capitalismo trustificado). Este capitalismo resultava das transformações observadas na economia norte-americana com o surgimento e desenvolvimento da grande corporação, origem nacional da posterior manifestação do grande capital transnacional.

**Segundo J.A. Hobson (1983), a corporação norte-americana edificou seu poder monopolista com base no caráter intrinsecamente financeiro da associação capitalista que lhe deu origem. Foi desta dimensão, mais do que a base técnica, que se derivou sua capacidade de crescer e de seu gigantismo de organização capitalista trustificada.**<sup>(148)</sup>

Todavia, Hobson destacou o papel do capital financeiro, e sua hegemonia, na explicação desse processo de monopolização. Para isto, Hobson dedicou o capítulo X (O Financista) para analisar os elementos básicos à estruturação econômica do grande capital monopolista. Segundo ele, as mudanças na organização industrial da corporação vieram acompanhadas do surgimento de uma classe financeira<sup>(149)</sup>, o que implicou na tendência à

---

<sup>146</sup> Raines e Leathers, *op.cit.*, 1992, pp.436-437.

<sup>147</sup> Veblen, 1921, pp.50-51, citado por Raines e Leathers, *op. cit.*, p.438.

<sup>148</sup> As "Grandes corporações americanas - a maioria formada por associação - controlam praticamente toda a indústria do transporte por terra e hidroviário, os estabelecimentos bancários, de seguros e finanças em geral, os serviços locais de água, gás etc., além dos sistemas locais e nacional de telégrafo e telefone, as indústrias de mineração e de irrigação, a publicação de livros e jornais, a maior parte da distribuição urbana no atacado e no varejo, grande parte, provavelmente crescente, da propriedade das terras e dos empreendimentos agrícolas, além de exercer controle completo sobre teatros e muitas outras indústrias de recreação, e sobre quase todas as grandes manufaturas dedicadas ao suprimento das necessidades e comodidades fundamentais do povo." Hobson, J (1983), p.141

<sup>149</sup> "A estrutura do capitalismo moderno tende a lançar um poder cada vez maior nas mãos dos homens que manejam o mecanismo monetário das comunidades industriais - a classe dos financistas " p.175 " Essa necessidade crescente da indústria moderna reagiu de duas maneiras importantes sobre a estrutura econômica - primeiro, produzindo mudança radical na estrutura da unidade empresarial; segundo, dando origem a uma classe de especialistas em finanças, cuja tarefa é a direção estratégica das relações

concentração do poder de administrar as relações intersetoriais e internacionais nos grandes bancos.<sup>(150)</sup> Hobson, no entanto, observa que esta relação de solidariedade (o capitalismo moderno é cooperativo neste sentido) entre bancos e empresas se verifica através da comunidade de negócios e não na gestão direta; uma vez que a corporação estava estruturada com base no virtual controle das atividades estratégicas do capitalismo (minas, transportes, banco e manufatura).<sup>(151)</sup>

De acordo com Hobson (1983): "A study of the origins and careers of the great American financiers discloses three chief sources of financial power; railroads, industrial trusts and banking, and the union in the same hands of the control of these three economic functions is a instructive testimony to the nature of the new power (...) The triangle of forces in American capitalism, represented by railroad amalgamations, industrial trusts, and banking corporations, tends more and more to assume the shape of a purely financial power (...)". pp.257,260

No entanto, Hobson fez uma qualificação fundamental. Ele considerou essa forma de capital financeiro diferente das que a antecederam historicamente, devido ao caráter universal e permanente dos processos especulativos e da criação contábil de capital fictício (paper wealth), práticas ocasionais e anormais na fase anterior do capitalismo menos concentrado. Neste sentido, a natureza intrinsecamente especulativa da gestão empresarial no capitalismo moderno, se traduz pela importância crescente das práticas destinadas a ampliar ficticiamente o valor do capital existente, fazendo necessária a montagem de uma complexa estrutura financeira. Hobson chegou a considerar que uma "companhia honesta" costumava atribuir um valor separado aos ativos tangíveis e aos ativos intangíveis.

No caso destes últimos, reside a elasticidade do capital normalmente usada pela classe financeira para ampliar a capitalização da riqueza além dos limites da capacidade real de valorização. Com isto, a capacidade de acumular lucros de uma companhia, independente de como é financiada, se baseia no controle dos mercados, na capacidade de concorrência e na forma de valorizar os seus ativos sob uma óptica especulativa (paper wealth).

---

interacionais do sistema" p.176 "O financista moderno pode ser encarado como produto da companhia de capital acionário (...)p.177 "Um estudo da origem e carreira dos grandes financistas norte-americanos revela tres principais fontes do poder financeiro - ferrovias,trustes industriais e bancos-sendo que a união,nas mesmas mãos,do controle dessas tres funções econômicas é um testemunho esclarecedor da natureza do novo poder." Hobson, J (1983), p.189

<sup>150</sup> "Quando se tem na devida conta o duplo papel desempenhado pelos bancos no financiamento de sociedades por ações,primeiro como patrocinadores e subscritores,muitas vezes como grandes possuidores de lotes de ações não digeridas pelo público investidor,depois como mercadores de dinheiro,que descontam duplicatas e promissórias e adiantam dinheiro,fica claro que a tarefa do banqueiro moderno é,em grande parte, a do financista comum,e que a dominação financeira na indústria capitalista é exercida em grande medida por banqueiros ". p.188

<sup>151</sup> Segundo Hobson, a crescente necessidade da indústria moderna tem de reagir de duas importantes maneiras sobre a estrutura econômica - primeiro produzindo uma radical mudança na unidade produtiva e uma segunda " a class of pecuniary experts whose business is the strategic management of the interstitial relations of the system." (Veblen, *The Theory of the Business Enterprise*,p.29), citado por Hobson,op. cit.,p.236. O moderno Financier deve ser considerado como produto da joint stock company e pode melhor se entendido por um estudo de " natural history " desta forma de moderna estrutura de negócios.

Portanto, Hobson agregou na análise a natureza intrínseca da gestão especulativa no capitalismo moderno. Este aspecto é decisivo para a ampliação da riqueza (paper wealth) através de uma estrutura financeira complexa. Logo, a conquista de novos mercados, o controle monopolista de fontes de matérias-primas, a valorização da riqueza (paper wealth) e a tendência irrefreável à conglomeração, tudo faz parte da matriz originária da grande corporação americana que se desenvolveu com base na finança e no protecionismo e privilégios concedidos por seu Estado liberal.

Resumindo, poderíamos dizer que o "capitalismo Moderno".do moderno mercado de capitais (o caso de Wall Street),na concepção de Hobson, combinou em seus primórdios: a) a sociedade por ações que se tornou a forma institucional predominante de organização da propriedade; b) com os bancos, que concentravam suas operações no financiamento do capital de giro dos negócios, passavam a adiantar recursos financeiros para os novos empreendimentos (capital market),além de promoverem as fusões das empresas existentes; c) com os setores industriais controlados pelas gigantescas corporações financeiras, tornando obsoleta a figura do empresário dos primórdios da industrialização, substituído pelo magnata das "finanças", novo herói e vilão desse mundo emergente, cujas transformações sacudiram a Inglaterra (industrialização originária),a Alemanha,os Estados Unidos e o Japão(casos de industrializações retardatárias),levando à ruína a supremacia econômica inglesa,principalmente com o ingresso dos Estados Unidos e da Alemanha,na disputa pela liderança desse processo,com base na modernidade de suas estruturas capitalistas,sobretudo o poder financeiro centrado em seus bancos e corporações e seus respectivos Estados nacionais.O primeiro aspecto crítico relevante destacado por essa literatura é o fato do investimento gerar um estoque de dívidas (mediante a emissão de títulos ou a contratação de empréstimos) ou a transferência de propriedade (mediante a emissão de ações no mercado de capitais).<sup>(152)</sup> A emissão de ações, por seu turno, pode gerar uma instabilidade permanente nas relações de propriedade. Por esta razão, é necessário um equilíbrio na participação patrimonial entre as ações ordinárias e as ações preferenciais.No entanto, est a situação foi alcançada no caso norte-americano por meio da manutenção de um elevado nível de concentração da propriedade da riqueza privada.<sup>(153)</sup>Esta

---

<sup>152</sup> No caso das ações - que é um instrumento de financiamento cujo efeito é transferir de um dado corpo de proprietários para outro a propriedade das ações.

<sup>153</sup> Embora a precariedade dos dados sobre as transformações no controle da propriedade da riqueza privada nos Estados Unidos, acelerado por um crescimento nas escalas associado à crescente mobilidade da riqueza, conforme visto até aqui, não se verificou uma dispersão relativa, mantendo-se, ao contrário, o controle nas mãos de um pequeno grupo de capitalistas.Navin e Sears,Thomas R.e Marian V. The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902 in The Business History Review,29,Junho 1955, pp.105-138.

situação é compatível com a natureza especulativa intrínseca da gestão empresarial, nesta modalidade de organização institucional do capitalismo moderno (sociedade por ações), que se traduz pela importância crescente das práticas destinadas a ampliar por meio da criação de "paper wealth" a riqueza existente, o que torna necessário um grande e complexo aparato financeiro.<sup>(154)</sup>

De acordo com Steindl, J (1952):

*"(...) Without joint stock companies, the problem of the gearing ratio is comparatively straightforward: all saving out of profits constitutes an accumulation of entrepreneurial funds; all other savings have to be borrowed by the entrepreneurs, and thus constitute an accumulation of entrepreneurs' debt (except in so far as they are absorbed by government borrowing or borrowing of foreign countries). The joint stock system modifies this state of affairs in two ways : on the one hand, a part of the profits is distributed as dividends, and the saving out of these dividends does not augment the funds at the disposal of the joint stock companies directly. On the other hand the joint stock companies possess the peculiar virtue of being able to draw on outside savings for the purpose of increasing their entrepreneurial funds, their 'risk-bearing capital'. They can employ outside savings without borrowing them, without increasing thus their gearing ratio, and thereby their risk. This they can do simply by issuing new shares, which is, we may say, a method of merging a certain amount of outside savings into the equity (...) There is thus no necessary connection between share issues and saving out of dividends. The conclusion to be drawn is that savings out of dividends are 'outside savings' as much as any other. They are not different in principle from rentiers' savings, and may play a similar role. What determines the amount of new share issues ? There is always a certain level of the profit rate at which share issues become advantageous. Below this profit level there will be no share issues in the given circumstances. This principle is fundamental for the understanding of the joint stock system. It shows that while share issues are a new and additional method of increasing entrepreneurial funds, they are, just like internal accumulation, limited by the rate of profit earned."* (Steindl, 1952, p.138-142).

---

<sup>154</sup> Processo de valorização fictícia do capital, i.e., ampliação do controle sobre o capital, diversificação, fundamento da monopolização com um aumento da participação rentista nos rendimentos do capital em funções.

Para J.Steindl (1952, 1979), o processo de expansão capitalista, de um ponto de vista macroeconômico, está , de alguma forma, associado à expansão do endividamento ou a emissão de ações de um ponto de vista microeconômico, de um ponto de vista das decisões de investir. Na medida em que o crescimento do lucro depende do aumento nos gastos de investimento, o aumento nos gastos de investimento pode ser realizado, de um ponto de vista macroeconômico, por meio do endividamento das unidades de gasto de um ponto de vista microeconômico. Esse processo de gastos em investimentos permite servir a dívida contraída no passado, isto é, a economia está gerando constantemente uma dívida no presente para que a dívida do passado possa ser servida. Neste caso, em contrapartida ao padrão de financiamento das corporações, tem-se a composição das carteiras de investimentos rentistas com o acúmulo de ativos financeiros (paper wealth).

Portanto, evidencia-se a necessidade do sistema bancário (sistema de intermediação financeira) validar essa decisão de gasto, na medida em que os bancos sancionam a decisão capitalista de adquirir novos ativos de capital e os lucros esperados desses investimentos sancionam, por sua vez, esses empréstimos dos bancos. O importante é observar que no capitalismo o endividamento, via as relações de crédito entre credores e devedores, desempenha essa função fundamental na geração do lucro empresarial com os bancos sancionando a aposta capitalista e os lucros derivados do investimento sancionando a aposta dos bancos. Isto significa que o investimento gera dívidas (com a emissão de títulos) ou origina uma mudança na composição da propriedade capitalista, caso seja financiado via emissão de ações. Nos dois casos, há uma estreita relação entre as finanças das corporações e os investimentos de carteira rentistas com títulos e/ou ações (paper wealth).<sup>(155)</sup> Assim, aparece, com nitidez, o papel de intermediação do sistema de crédito administrado pelos bancos e o papel dos mercados de capitais para a composição das carteiras de investimento rentistas.

A questão que se coloca de um ponto de vista microeconômico das finanças das corporações e das carteiras rentistas, e de um ponto de vista macroeconômico, do sistema de crédito e do mercado de capitais, diz respeito ao processo de cancelamento dos compromissos assumidos quando do término de um boom de investimentos. Esta situação caracteriza a instabilidade estrutural entre as finanças das corporações e os investimentos de carteira rentistas. Logo, é possível discutir a trajetória institucional do rentismo (acumulação de paper wealth) no âmbito do padrão de financiamento das corporações.<sup>(156)</sup>

---

<sup>155</sup> A questão básica é que o investimento ao ser financiado ou gera dívida ou acarreta a transferência da propriedade se for financiado por ações (duas alternativas se colocam : ou endividamento com os bancos ou a emissão de ações nas bolsas).

<sup>156</sup> Sobre essa questão, ver : Belluzzo, L.G. de M. e Almeida, J.S.G.de "Enriquecimento e Produção : Keynes e a dupla natureza do capitalismo". 1989, Novos Estudos CEBRAP, n.23, março, pp.120-127.

Segundo J. Steindl (1952, 1979), todo o processo de expansão, do ponto de vista da demanda efetiva, é um processo de endividamento, seja emitindo títulos ou contraindo dívida junto aos bancos, sem necessariamente se verificar um esmagamento das margens de lucro pelos encargos financeiros. Não há necessidade de aumentar o grau de endividamento das empresas, desde que se realizem os lucros esperados. Mas, em contrapartida, há uma participação maior dos rentistas via investimentos de carteira. **Neste caso, destacam-se as consequências das finanças das corporações para a composição das carteiras rentistas. Estas estarão compostas por títulos ou ações que geram rendimentos (paper wealth).**

Por outro lado, numa fase declinante do ciclo dessas relações entre credores e devedores a recuperação endógena seria possível, se os credores rentistas abandonassem a condição de acumular riqueza nessas formas, em troca de um aumento dos gastos em consumo. No entanto, não existe entre esses agentes um sistema de coordenação desse processo. O processo de reversão da fase declinante do ciclo de investimento poderia ser possível se ocorresse uma inversão da lógica: **os rentistas assumissem um comportamento menos rentista, trocando sua carteira de ativos (paper wealth) por consumo, e as empresas assumissem um comportamento menos empresarial reduzindo gastos em investimento. Os rentistas deixariam de aumentar a participação na riqueza em troca de um aumento nas despesas de consumo; e as empresas reduziriam o endividamento cortando os gastos em investimento em troca de um aumento no patrimônio líquido.**<sup>(157)</sup>

Essa situação caracterizada pela redução do investimento significa, de um ponto de vista microeconômico, uma redução do endividamento, mas, de um ponto de vista macroeconômico, acarreta um aumento no endividamento, uma vez que retira das empresas a capacidade de servir a dívida passada. Em consequência dessa redução do investimento, há uma redução da capacidade de acumulação interna das empresas reduzindo o capital próprio e frustrando a tentativa de reduzir o grau de endividamento. Logo, verificando-se esse comportamento para o conjunto das empresas ocorrerá um agravamento da situação patrimonial e dos compromissos correntes devido à rigidez dos custos financeiros da dívida contratada no passado. Somente um processo inflacionário, acompanhando a queda da acumulação interna das empresas (via a prática do aumento dos mark ups), poderia compensar a situação. A valorização dos ativos, devido à rigidez dos compromissos financeiros, levaria a aumentar o patrimônio líquido diluindo os custos financeiros.

Segundo Steindl, não é necessário o denominado efeito fisher<sup>(158)</sup> para ocorrer o processo de endividamento macroeconômico descrito; basta se verificar as condições descritas com passividade dos preços reforçada pela indexação das dívidas financeiras. Neste contexto, é introduzido o comportamento rentista diante da queda do investimento.

---

<sup>157</sup> Sobre o papel do rentismo no processo de ajustamento, ver o modelo proposto por Taylor: Taylor, L. "A Stagnationist Model of Economic Growth", Cambridge Journal of Economics 1985, 9, 383-403.

<sup>158</sup> Este efeito descreve a situação caracterizada pela queda dos preços dos ativos o que agrava a situação do endividamento (a tentativa de saída da crise foi via venda de ativos que se generalizando derruba os preços dos ativos - trata-se de uma situação de liquidação de ativos).

O desejo de acumular direitos sobre a riqueza na forma de paper wealth leva o rentista a resistir mais a uma redução no seu estoque de riqueza do que ajustar seu consumo. Logo, não há, por esse lado, uma compensação para a queda no investimento. Como já foi mencionado antes, não há reversão com o predomínio da rigidez do comportamento rentista - enquanto o rentista não trocar sua carteira de investimentos por consumo.

Por outro lado, não é esperado dos assalariados um efeito compensatório, na medida em que eles gastam o que ganham. O rendimento assalariado depende da decisão empresarial de gastar em investimento aumentando emprego, o que não se verifica na situação de corte do investimento.<sup>(159)</sup>

Portanto, uma redução do endividamento, numa situação de queda do investimento, é possível com a intervenção de um agente exógeno capaz de incorrer em déficit (despesa) e contrair uma dívida nova. Esta situação se configura na intervenção do governo que atua no sentido de evitar a redução da acumulação das empresas via o déficit público. O governo ao contrair uma nova dívida, via déficit, compensa o comportamento unilateral dos rentistas, evitando que ele se efetive no endividamento crescente das empresas, mesmo que o endividamento forçado macroeconômico prossiga até que se verifique um estímulo a retomada conjunta dos lucros e das dívidas conforme descrito antes.<sup>(160)</sup> Concluindo, segundo Steindl, não é possível liquidar as dívidas com a taxa de acumulação decrescente de um ponto de vista microeconômico e suas implicações macroeconômicas.

Do exposto até aqui, ficaram implícitas duas situações distintas para a reversão do endividamento. A denominada situação de Fisher caracterizada por um cenário deflacionista, onde diante da situação dos bancos não continuarem emprestando gera o desencadeamento do processo cumulativo da crise de sobreendividamento como um aviso. Este aviso leva a uma tentativa de liquidação das dívidas com a venda de ativos e a deflação de preços desses ativos, com a dupla contaminação dos preços desses instrumentos financeiros em decorrência do risco de inadimplemento ou de iliquidez. A desvalorização dos instrumentos financeiros com a queda de seus preços, é a solução para as tensões de inadimplemento e iliquidez que surgiram no sistema.

A segunda situação é caracterizada por tendências inflacionárias implícitas no sistema de crédito em que as situações de iliquidez e possibilidade de falências são enfrentadas pela intervenção do banco central através do redesconto ou através das ações de emprestador em última instância.<sup>(161)</sup>

---

<sup>159</sup> Para uma formulação mais rigorosa dessa abordagem, ver: Steindl, J. "Stagnation Theory and Stagnation Policy". Cambridge Journal of Economics, 1979.

<sup>160</sup> Para uma formulação nos termos da instabilidade financeira, ver: Taylor, L. and O'Connell, S.A. "A Minsky Crisis". Quarterly Journal of Economics, 1985; Gatti, D.D. e Galletti, M. "Financial Instability, Income Distribution and the Stock Market", Journal of Post Keynesian Economics, Spring 1990/ vol. 12, n.3, pp.356-373.

<sup>161</sup> Esta questão foi retomada desde os estudos de Keynes e Fisher (1933) na obra de H.P. Minsky (1975, 1982, 1986) com a formulação do modelo da fragilidade financeira. Para uma avaliação dessa abordagem sugerindo um aspecto adicional (considerando os efeitos do ciclo dos negócios sobre os custos básicos (salários) e suas implicações para os modelos de inflação, ver: Downe, E.A. "Minsky's Model of Financial Fragility: a Suggested addition", Journal of Post Keynesian Economics/Spring 1987, vol. IX, n.3, pp.440-454.

Em síntese, cada momento da operação do circuito da demanda efetiva está associado com uma determinada estrutura de ativos resultante das decisões passadas, as quais estão se agregando os resultados das decisões presentes quanto a posse de ativos e quanto a forma de financiá-los. Ativos que dão genericamente direitos à captura de renda futura, que depende do comportamento dos gastos em investimento, não havendo garantia a priori. No entanto, a posse desses ativos gerou endividamento, foi obtida mediante contratos de diversas natureza (prazos, condições e riscos) que exigem pagamentos certos fixos ou variáveis. Esses contratos de dívidas merecem atenção especial porque financiam ativos geradores de rendimentos esperados (lucros), vinculados a pagamentos regulares no futuro (encargos financeiros). Portanto, há um duplo risco empresarial na decisão de investir ao assumir compromissos financeiros certos e regulares vis-à-vis rendimentos (lucros) esperados (incertos).

No entanto, esse pode não ser exatamente o movimento que predomina no âmbito das finanças das corporações que interessa ao estudo da trajetória institucional do rentismo vinculado ao caso dos mercados de capitais. Neste caso, esses mercados tendem a individualizar as perdas oriundas da inadimplência e da iliquidez dos ativos. Esta situação caracterizou o colapso no período de 1929-33.

#### **2.4. CONCLUSÃO: RENTISMO E MONEY-MANAGER CAPITALISM**

O padrão de financiamento oriundo da regulamentação do New Deal sofreu mudanças importantes. Desde 1933 até o final da Segunda Guerra Mundial, o Governo norte-americano representou a principal fonte de financiamento externo da economia. O denominado "Big Government", desenvolveu uma política prolongada de déficit público por meio da emissão de títulos da dívida adquiridos por investidores, bancos e as corporações superavitárias na constituição de suas carteiras de investimentos. O endividamento privado era mínimo e estava associado com financiamento de posições em títulos da dívida pública.

Durante duas décadas após a Segunda Guerra Mundial, não se verificou qualquer crise financeira. Todavia, com a prosperidade, as margens de segurança do sistema de endividamento se reduziram, em virtude do financiamento da crescente aquisição de ativos, revertendo a situação de estabilidade predominante. Houve um crescimento significativo das atividades das instituições financeiras e das inovações nas atividades dos bancos, como a securitização dos empréstimos e as operações off-balance-sheet. Isto resultou na transformação de um sistema financeiro robusto em um sistema estruturalmente frágil com elevado grau de exposição (Minsky, 1986).

Desde o "credit crunch" de 1966, a amplitude dos ciclos endógenos aumentou e as crises financeiras decorrentes se tornaram regulares. Essa situação acirrou a competição entre as instituições financeiras que, dado o nível de segmentação do sistema, levou à concentração

e centralização crescentes. Esta situação pode ser ilustrada pela competição entre as instituições de poupança (Thriffs) e os bancos nos anos sessenta<sup>(162)</sup> e pelo desenvolvimento de instrumentos de crédito (securities) vendidos pelos bancos num mercado organizado. Por outro lado, as corporações também se viram diante da opção de atuar no mercado de títulos. Neste caso, as corporações foram induzidas ao rentismo como nos casos da emissão de commercial papers e da atuação dos denominados banks non-banks.<sup>(163)</sup> Portanto, ocorreu uma tendência crescente da lógica financeira de valorização da riqueza. Esta tendência, no mercado de ativos financeiros, abriu a possibilidade do movimento de ampliação do investimento de carteira característico da trajetória institucional desse rentismo. Neste caso, se destacou o papel das inovações financeiras, como o principal instrumento desse processo de ampliação do investimento de carteira, através da emissão de títulos financeiros negociáveis que atendem aos requisitos de mobilidade, liquidez e cobertura de risco.

Embora seja reconhecido o nível de dificuldade técnica para estimar os números dessa riqueza rentista (paper wealth), mesmo assim, é possível identificar, a partir de alguns estudos, as características gerais das formas que a riqueza privada assumiu no longo período que vai do início do século aos anos setenta. Uma das características do período é a concentração relativa da propriedade das ações e debêntures que, apesar da tendência declinante, mais da metade (51%) das ações e mais de um terço (36%) das debêntures eram controladas por 1% da população norte-americana. O patrimônio líquido desse grupo, em 1969, representava 25% do total dos ativos do país, fazendo dos títulos das empresas (paper wealth em oposição ao capital instrumental) o principal item do patrimônio (58% do total); ao serem agregados apólices de seguro, instrumento de dívidas e os valores em dinheiro (liquidez) a proporção se aproxima de 72%. Portanto, cerca de tres quartos dessa riqueza encontra-se fora dos meios de produção e são dotados de elevada liquidez. É a riqueza avaliada diariamente nos mercados de capitais que gira em torno das finanças das corporações constituindo-se na forma predominante de apropriação da riqueza (paper wealth) capitalista nesta sociedade.<sup>(164)</sup>

---

<sup>162</sup> Sobre a situação recente das crises financeiras, ver: Carron, A.S. (1982) Financial Crises: Recent Experience in U.S. and International Markets, Bookings Papers on Economic Activity, 2, p.395-422; Minsky, H.P. (1982) Financial Innovations and financial Instability: Observations and Theory, The Federal Reserve Bank of St. Louis p.21-45; Wolfson, M.H. (1990) The Causes of Financial Instability, JPKE, spring, 12, p.333-355.

<sup>163</sup> Até o credit crunch de 1966, as corporações eram grandes clientes dos bancos. A partir de então elas procuraram outro "funding" que se concretizou no mercado de commercial paper. O crescimento desse mercado foi o primeiro de muitos desenvolvimentos que quebraram as barreiras institucionais que separavam os bancos do resto do sistema financeiro. Pierce, J.L. (1991) The Future of Banking, cap.3. A twentieth Century Fund Report, Yale University Press.

<sup>164</sup> Sobre essa questão, ver: Smith and Franklin, James D., Stephen D. New Dimensions of Economic Inequality: the Concentration of Personal Wealth, 1922-1969 in American Economic Review, vol.64 n.2 pag.162-167 May 1974, pag.164. citado por Alves Pinto, N.P. op.cit. p.148.

Durante esse período, a grande proporção das emissões das corporações são mantidas ou por instituições financeiras como bancos e companhias de seguro ou por fundos de pensão e mútuos. Entre 1950 e 1990, os gestores desses recursos viram a fração das ações das corporações norte-americanas sob seu controle crescer de 8% para 50%. No mesmo período, os fundos de pensão aumentaram a participação dos negócios com ações de menos de um por cento para mais de 39%, enquanto a fração dos débitos das corporações, sob controle dos fundos, aumentou de 13% para 50% (Minsky, 1996-97).

Estes dados demonstram as características do rentismo centrado no denominado "Money-manager capitalism" que emergiu após a Segunda Guerra Mundial como resultado da evolução de práticas financeiras especulativas, com a difusão de inovações institucionais e financeiras e do crescimento dos fundos de pensão. Trata-se do predomínio de instituições que administram grandes carteiras de investimento em instrumentos financeiros.

Segundo Minsky (1992), este capitalismo administrador de dinheiro:

*"...tem características distintas. Os fundos mútuos e de pensão dispõem de somas consideráveis de recursos para aplicar de forma regular. Superaram as carteiras de ações e bônus de boa qualidade, tornando-se um mercado para instrumentos específicos, tais como hipotecas securitizadas, crédito ao consumidor (credit card) e junk bonds. Também desempenharam um papel-chave no surgimento das transações leveraged buy outs. Um aspecto pouco conhecido desse jogo são os fundos que cada um dos principais jogadores controla. Os diversos pools de administradores de dinheiro são em grande parte, embora não na sua totalidade, a fonte de dinheiro disponível para formar posição de capital nessas operações. O aparecimento do capitalismo administrador de dinheiro significa que o financiamento do desenvolvimento do capital da economia converteu-se numa questão secundária diante da busca de retornos de curto prazo".<sup>(165)</sup>*

É importante observar o que tem se verificado com o "money-manager capitalism", que, segundo Minsky, teria se transformado a economia dos Estados Unidos corroborando com os fenômenos recentes da deterioração da qualidade do crédito das corporações, com a emissão dos títulos de alto risco e teor especulativo e com o desempenho da denominada "money-management industry".<sup>(166)</sup>

---

<sup>165</sup> Essa discussão encontra-se em: Minsky, H.P. Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles. In: IDEM: Can It happen Again? Essays on Instability and Finance. M.E. Sharpe. NY, 1982, p. 14-58.

<sup>166</sup> Sobre esse tema, ver: Lakonishok, J et alii. "The Structure and Performance of the Money Management Industry". Brookings Papers: Microeconomics 1992, pp. 339-391.

Neste sentido, esse rentismo, com essas características institucionais, está estreitamente relacionado com o ambiente de instabilidade estrutural do "money-manager capitalism". Os investimentos em paper wealth das Corporações, dos bancos e outros intermediários financeiros, principalmente outros investidores institucionais, como os fundos de pensão e mútuos, constituem o núcleo de investidores institucionais em paper wealth desse rentismo centrado no "money-manager capitalism".

As finanças das corporações passam a fazer parte do rentismo centrado no "Money-manager capitalism". Esse rentismo não está centrado apenas nas finanças das corporações, ele está centrado nos investimentos de investidores institucionais, nos investimentos de carteira no âmbito do "money-manager capitalism".

A trajetória institucional desse rentismo é caracterizada por mudanças no mercado de capitais combinando os processos de securitização, desregulamentação e difusão das inovações financeiras. A importância das carteiras desses investidores institucionais para o mercado de securities (a denominada "Money-Management Industry") tem caracterizado a tendência no mercado de securities no contexto do "money-manager capitalism".

A "Money-Management Industry" aparece como a principal forma de institucionalização desse rentismo do ponto de vista das aplicações nos mercados de securities. A performance futura do setor tem sido considerada, no entanto, de difícil avaliação.

Para uma análise mais rigorosa desse rentismo, o setor foi dividido em dois segmentos: o segmento com predomínio de grandes bancos e companhias de seguros, que administram uma gama genérica de produtos, com estabilidade e nível de concentração elevados (um pequeno número de instituições captam e mantêm uma grande participação no mercado); e o segmento que administra uma gama de produtos especializados (um número selecionado de produtos na composição dos portfólios). Neste segmento, há o predomínio de instituições menores, caracterizadas por uma elevada diferenciação dos produtos e o segmento do mercado é grandemente desconcentrado (trata-se de um segmento instável em relação ao segmento anterior de produtos genéricos).

Os quadros 2.1, 2.2 e 2.3, a seguir, apresentam essa estrutura do setor e os níveis de concentração respectivos. Os dados mostram que as maiores instituições "money managers" tendem a ser as companhias seguradoras e os bancos (com a grande participação de seus ativos concentrada em produtos genéricos); a taxa de concentração é muito maior entre os bancos e as seguradoras que entre os independentes (as taxas de concentração são 51.7, 46.0 e 22.9 %, entre as dez maiores instituições, para os respectivos segmentos. Os dados são consistentes com o fato de que dentro do segmento concentrado em produtos genéricos, verifica-se maior crescimento dos rendimentos com a tendência à concentração.<sup>(167)</sup>

---

<sup>167</sup> Segundo Lakonishok, J. et alii: Funds of Pensions and Investments, May 20, 1991, p.36, op.cit, p.365.

## QUADRO 2.1

### Bancos ou Trust companies (Final de 1990)

Rank	Instituição	US\$ Bilhões (1)	Percentual (2)	Percentual (3)
1	Bankers Trust	85.1	11.7	52.4
2	Wells Fargo Nikko	73.9	10.1	70.2
3	State Street Bank	45.0	6.2	60.0
4	J. P. Morgan	42.8	5.9	15.9
5	Mellon Capital	29.2	4.0	99.7
6	Northern Trust	27.4	3.8	5.1
7	Mellon Bond	20.0	2.7	44.5
8	Capital Guardian	19.6	2.7	...
9	Chase Investors	19.0	2.6	16.8
10	Trust Co. of the West	14.7	2.0	1.4

1. Total de ativos administrados isento de taxas.

2. Participação no mercado.

3. Percentual dos ativos em produtos genéricos.

FONTE: Lakozishok, J. et alii (1992), op. cit. pp.366-367.

## QUADRO 2.2

### Companhias seguradoras (Final de 1990)

Rank	Instituição	US\$ Bilhões	Percentual	Percentual
1	Metropolitan Life	51.6	8.1	59.1
2	Prudential	48.8	7.6	67.0
3	Aetna	45.2	7.1	49.6
4	CIGNA	28.4	4.4	29.6
5	Equitable capital	24.1	3.8	...
6	Principal Financial	21.5	3.4	25.6
7	Travelers	21.4	3.4	93.5
8	John Hancock	19.4	3.0	62.4
9	Equitable Real Estate	18.6	2.9	...
10	Massachusetts Mutual	14.5	2.3	46.9

FONTE: Lakozishok, J. et alii (1992), op. cit. pp.366-367.

### QUADRO 2.3

#### Instituições Independentes

Rank	Instituição	US\$ Bilhões	Percentual	Percentual
1	FMR-Fidelity	29.0	3.7	4.8
2	GE Investments	27.1	3.4	23.6
3	Miller, Anderson	19.7	2.5	...
4	Boston Co.	18.1	2.3	...
5	Lincoln Capital	16.5	2.1	44.8
6	Delaware Investment	14.8	1.9	...
7	Fayez sarofim	14.1	1.8	...
8	Wellington	14.0	1.8	...
9	INVESTO	13.4	1.7	...
10	Fischer-Francis	13.4	1.7	0.8

FONTE: Lakonishok, J. et alii, (1992) op. cit. pp. 366-367.

No capítulo 1 foi estudado o rentismo do capital a juros no âmbito de um padrão monetário (padrão Libra-ouro); onde um complexo sistema de intermediação financeira tinha na "City" do século XIX o principal centro do sistema monetário internacional, com as operações de investidores adquirindo ativos financeiros para a composição de suas carteiras. O capítulo 2 analisou a trajetória institucional do rentismo originário da evolução do moderno mercado de capitais (paradigma de Wall Street), abrangendo desde seus primórdios até as mudanças recentes do padrão de financiamento, centrado nas finanças das corporações, combinando os interesses das corporações, dos bancos de investimento e outros intermediários financeiros.

**Portanto, ficou demonstrado, no decorrer desses capítulos, que, no plano institucional, o rentismo caracterizado pelo desenvolvimento da sociedade por ações e pela riqueza privada na forma de ativos mobiliários, convergiu para o âmbito dos ativos líquidos ao longo do tempo, na medida em que a negociação desses ativos representa parte expressiva da riqueza capitalista.**

O capítulo 3, concluindo este estudo, pretende identificar as características do rentismo contemporâneo no âmbito dos mercados financeiros globalizados a partir da liberalização dos mercados financeiros nacionais e suas implicações para a volatilidade do movimento internacional de capitais, dada a tendência crescente de integração dos mercados financeiros e do elevado nível de liquidez dos ativos negociados nesses mercados.

## CAPÍTULO 3: RENTISMO E EXPANSÃO FINANCEIRA

*"Economic theory has never had a great deal to say about markets, much less about financial markets, and even less to say about changes in institutional structures. It is thus something of a paradox that economic theory, and in particular general equilibrium theory, has attempted to generalize a particular form of financial market organization to the analysis of the operation of markets in general." J.A.Kregel*

### 3.1. INTRODUÇÃO

Este capítulo conclui a tese analisando as características do rentismo contemporâneo, com base na expansão financeira nos anos oitenta, a partir das formas pelas quais o estoque de riqueza fictícia (paper wealth) tem se reproduzido e afetado o padrão de concorrência nos mercados financeiros. Esta análise se desdobra no estudo da desregulamentação dos mercados e da emergência do padrão de concorrência nos mercados financeiros caracterizado pela volatilidade e pelo risco sistêmico. Embora abrangente, o capítulo limitar-se-á em analisar as implicações para o rentismo contemporâneo das mudanças institucionais, tecnológicas e financeiras que afetaram e modificaram o padrão de concorrência nos mercados financeiros.

A referência institucional para essa análise está no que a literatura define como processo de globalização financeira.<sup>(168)</sup> Este processo de mudanças se verifica no âmbito dos mercados financeiros cuja regra básica reside no fato de grupos econômicos, empresas transnacionais, bancos transnacionais e outras instituições financeiras e não-financeiras realizarem investimentos em carteira sem limites, onde consideram mais conveniente, utilizando-se de todos os instrumentos financeiros disponíveis.<sup>(169)</sup>

Segundo essa literatura, a expansão dos mercados financeiros foi caracterizada por três tendências: a "desregulamentação" dos mercados domésticos, a "securitização" das atividades financeiras e a abertura, "liberalização", dos mercados nacionais. Cabe destacar, que o fluxo internacional de capitais ao redor do mundo, que se traduz nos investimentos de carteira,

---

<sup>168</sup> Sobre a noção de "globalização", ver: Coutinho, L. (1995) Nota sobre a natureza da globalização. Economia e Sociedade, Campinas, (4):21-6, jun.

<sup>169</sup> A literatura sobre o tema é extensa e sua análise escapa ao objetivo desse estudo. No entanto, cabe observar a relevância do papel das finanças nos denominados sistemas nacionais de inovação. Neste caso, a literatura "neo-schumpeteriana" tem avançado importantes contribuições. Para uma visão mais detalhada do tema, ver: Christensen, J.L. (1995) "The Role of Finance in National Systems of Innovation" in: National Systems of Innovation Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning. Ed. Bengt-Axelundvall. Paper Back Edition.

combinou essas tendências acarretando uma gigantesca expansão financeira.<sup>(170)</sup> Este movimento potencializou o denominado “risco sistêmico” e a volatilidade das variáveis financeiras reforçando a autonomia e a endogenia dos mercados financeiros aumentando as dificuldades das autoridades monetárias na gestão do sistema financeiro (Voleker, P.A. 1991; Corrigan, E.G. 1991).

A expansão dos investimentos em carteira esteve, em seus primórdios, associada à crise do padrão dólar-ouro e, no decorrer de um longo período, às mudanças institucionais e tecnológicas nos padrões de financiamento domésticos.<sup>(171)</sup> Os últimos quinze anos se caracterizaram por mudanças importantes nos padrões de financiamento domésticos, vigentes no pós-guerra, das principais economias ocidentais<sup>(172)</sup>. As barreiras institucionais (constituídas pelas regulamentações dos sistemas financeiros domésticos) que restringiam as atividades das instituições financeiras e dos bancos, particularmente, foram superadas ao longo desse período.

Esta situação colocou um dilema nos termos em que as políticas monetárias domésticas, que já operavam com limitações sobre o controle do nível das reservas (divisas) dos grandes bancos e outros agentes financeiros, via a atuação dos bancos centrais, têm sido limitadas, ainda mais, pelo predomínio da autonomia e volatilidade nos mercados financeiros no decorrer dos anos oitenta.<sup>(173)</sup> Em consequência, os arranjos institucionais dos padrões de financiamento até então predominantes (condicionados pelas regulamentações dos mercados domésticos), têm se tornado obsoletos em virtude da tendência que combinou os movimentos de difusão de inovações financeiras com as desregulamentações dos mercados financeiros domésticos.<sup>(174)</sup>

---

<sup>170</sup> Esta temática é encontrada em: Chesnais, F. & Serfati, C. (1993) “Mondialisation Financière et Gestion Globale des Actifs par les Groupes a Spécialisation Industrielle”, Paris: LAREA 93/2 Université de Paris X Nanterre; Kregel, J.A. (1994) “Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European Monetary System” in: Employment, Growth and Finance Economic Reality and Economic Growth, Ed. Paul Davidson and J.A. Kregel, Edward Elgar; Aglietta, M. (1995) Macroéconomie Financière, Éd. La Découverte, Coll. Repères, Paris.

<sup>171</sup> Referências sobre globalização financeira estão em: Globalisation Financière: L’aventure obligée, Aglietta, M. et alii, CEPIL, Economica, 1990; e em L’économie mondiale, Cahiers Français, n.269, État des lieux, les mutations du système financier international, janvier-février, 1995.

<sup>172</sup> Remonta aos anos sessenta o crescimento expressivo do investimento de portfólio internacional: a saída de capital dos Estados Unidos aumentou de US \$ 0.3 bilhões ao ano no período de 1950-53 para US \$ 1.1 bilhões em 1957 e para US \$ 4.1 bilhões em 1964. Esse movimento se deveu aos investidores americanos e ao desenvolvimento do “Eurodollar market”, a partir de 1958. Sobre essas mudanças, ver: Cooper, R.N. (1968) op.cit. p.116-147.

<sup>173</sup> Sobre essa questão, em particular, ver: Goldstein, D. Uncertainty, Competition, and Speculative Finance in the Eighties, Journal of economics Issues vol. XXIX, n.3 september 1995 pp.719-746.

<sup>174</sup> A desregulamentação dos mercados financeiros iniciou na metade dos anos sessenta, acelerou na década dos setenta e explodiu nos anos oitenta. O mundo e os reguladores reconheceram a tentativa dos grandes bancos multinacionais norte-americanos de melhor gerir seus portfólios forçando no sentido da mudança do sistema arcaico de regulamentação herdado da Grande Depressão. A era da desregulamentação do mercado financeiro norte-americano iniciou nos anos sessenta. A desregulamentação do mercado japonês iniciou mais tarde e em etapas. A regulamentação do setor bancário no Japão era menor porém importante. Os bancos estrangeiros fizeram inserções relevantes no mercado japonês, mas não se caracterizaram, nem de perto, como aquelas que

A trajetória recente dessas inovações financeiras definidas, grosso modo, pelo princípio da "securitização"<sup>(175)</sup>, impulsionaram, desde os anos oitenta, as mudanças na acumulação de riqueza financeira (paper wealth), imprimindo a marca dos investimentos em carteira, expressão do rentismo contemporâneo. Esses novos instrumentos financeiros substituíram, de forma crescente, os empréstimos bancários (as operações de crédito).<sup>(176)</sup> Por outro lado, as análises das mudanças na volatilidade desses instrumentos financeiros demonstram mudanças na fragilidade dos sistemas financeiros.<sup>(177)</sup>

As inovações financeiras dos anos 1970, tais como, "currency futures"<sup>(178)</sup>, "mortgage-backed securities"<sup>(179)</sup> e "floating rate notes"<sup>(180)</sup>, que tiveram larga aceitação no mercado, foram superadas em preferência nos mercados inteiramente novos de opções financeiras, tais como "swaps" de "câmbio" e "juros", "zero coupon bonds"<sup>(181)</sup> e "junk bonds"<sup>(182)</sup>, que surgiram no final dos anos 1970 e desempenharam um papel relevante para a gestão dos investimentos em carteira, tanto para a dívida pública quanto para as finanças das corporações, no bojo da expansão financeira.<sup>(183)</sup>

---

as instituições financeiras japonesas fizeram no exterior. O Japão não assimilou as instituições financeiras estrangeiras plenamente em seu sistema financeiro. Khoury, S.J. (1990) The Deregulation of the World Financial Markets: Myths, Realities, and Impact. Pinter Publishers, London. O debate recente sobre a regulamentação dos sistemas financeiros, embora não seja um tema objeto desse estudo, deve ser mencionado devido a importância que tem assumido. Para uma avaliação da situação atual da controvérsia, ver: Controversy: Should we regulate the financial system? The Economic Journal, 106 (May), 677-678, 1996.

- <sup>175</sup> Na linguagem do mercado esse termo significa a transformação dos ativos financeiros em títulos negociáveis no mercado.
- <sup>176</sup> Sobre essa tendência, ver: Aglietta, M. Macroeconomie Financière. Ed. La Découverte. Coll. "Repères". Paris, 1995. BIS-Bank for International Settlements. (1986) Recent Innovations in International Banking.
- <sup>177</sup> Sobre esse tema, ver: Gatti, Domenico Delli and Gallegati, M. (1997). At the Root of the Financial Instability Hypothesis: "Induced Investment and Business Cycles". Journal of Economic Issues, vol. XXXI, n. 2, June; Chick, V. (1997). Some Reflections on Financial Fragility in Banking and Finance. Journal of Economic Issues, vol. XXXI, n. 2, June; Kregel, J.A. (1997) Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility. Journal of Economic Issues, vol. XXXI, n. 2, June.
- <sup>178</sup> Forma de financiamento futuro no qual o contrato está relacionado com a taxa de câmbio de uma moeda (currency). Dictionary of Finance. Bannock, G. and Manser, W. (1989) The Penguin International, p. 59 Middlesex, England.
- <sup>179</sup> Uma "security", via de regra um bond ou uma note, que o pagamento do juro é proveniente dos rendimentos sobre hipotecas. Um portfólio de hipotecas, emitido contra dívidas e na posse de trustee, constitui a garantia ou colateral para um bond ou a emissão de uma note. Dictionary of Finance, op. cit. p. 140.
- <sup>180</sup> Floating rate notes são títulos de dívida direta de médio e longo prazos, pagando juros a taxas repactuadas em intervalos de três e seis meses, com base em uma taxa internacional de referência (mais frequentemente a LIBOR).
- <sup>181</sup> Zero coupon fund é um bond emitido com desconto, abaixo do valor de face, mas renegociado pelo valor de face, garantindo um ganho de capital. Dictionary op. cit. p. 220
- <sup>182</sup> Título de baixa qualidade de uma companhia.
- <sup>183</sup> Segundo Yumoto, M. et alii as inovações financeiras podem ser classificadas, grosso modo, em dois tipos: as inovações que diretamente reduzem os custos sombra das restrições da regulamentação, e as inovações que reduzem os custos das transações físicas ou os custos dos riscos de alocação. In: Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and The West, ed. by Toshio Suzuki and Hiroshi Yomo. University Tokyo Press, cap. 3, 1988.

Portanto, essas tendências dos investimentos em carteira afetaram os arranjos institucionais dos padrões de financiamento (a regulamentação dos mercados domésticos) que caracterizavam os mercados financeiros domésticos das principais economias industrializadas no imediato pós-guerra.<sup>(184)</sup> Ao contrário, essas tendências, baseadas na difusão das inovações financeiras, estão relacionadas com mudanças que têm afetado os arranjos institucionais dos padrões de financiamento, por meio do movimento de convergência das três características da expansão dos mercados financeiros: a desregulamentação, a securitização (desintermediação) e a liberalização.<sup>(185)</sup>

Essas tendências da expansão financeira que afetaram a natureza da instabilidade financeira (crescente volatilidade), decorreram da superação das regulamentações dos mercados financeiros domésticos predominantes no pós-guerra<sup>(186)</sup>, dos limites à atuação de um lender-of-last-resort mundial e do processo de difusão das inovações financeiras. Esse processo de mudanças afetou os arranjos institucionais dos padrões de financiamento domésticos contribuindo, de forma essencial, para o movimento de globalização dos investimentos de carteira.<sup>(187)</sup>

Todas essas questões, atinentes ao rentismo contemporâneo no contexto do processo de expansão dos mercados financeiros, pertencem a temporalidade lógico-histórica do movimento de globalização dos investimentos em carteira de ativos financeiros.<sup>(188)</sup> Esse movimento foi amplificado pelas consequências do fim da prosperidade norte-americana com a ruptura da ordem hegemônica de Bretton Woods.

---

<sup>184</sup> Para uma análise comparativa recente, ver: Mayer, C. (1990) "Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development", in Hubbard, R.G. (ed.), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Chicago, NBER, The University of Chicago Press.

<sup>185</sup> Sobre essas questões, Ver: Baer, M. Mudanças e Tendências dos Mercados Financeiros Internacionais na Década de 80. Pensamento Iberoamericano, n. 18, 1990, pp. 65-81. Braga, J.C. de S. A Financeirização da Riqueza. Revista Economia e Sociedade, No. 2, Instituto de Economia / Unicamp, Campinas, 1993; e Chesnais, F. e Serfati, C. Mondialisation Financiere et Gestion Globale des Actifs par les Groupes a Specialisation Industrielle. LAREA, 1993 / 2, Université de Paris X / Nanterre, mimeo.

<sup>186</sup> O início desse movimento data ainda dos anos sessenta quando o movimento internacional de capitais, via Eurodólar, contorna o teto imposto pela Regulação Q do Federal Reserve Board para as taxas que os bancos americanos poderiam oferecer para depósitos de noventa dias, teto que não foi flexionado até 1964.

<sup>187</sup> Sobre o período recente, ver: Kregel, J.A. (1994) "Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European Monetary System" in: Employment, Growth and Finance Economic Reality and Economic Growth. Ed. Paul Davidson and J.A. Kregel, Edward Elgar.

<sup>188</sup> Normalmente os movimentos de capitais são divididos em investimentos direto e de portfólio. Este último em curto e longo prazo. O investimento de portfólio difere do investimento direto na medida em que não afeta diretamente as decisões do tomador de empréstimo, embora seus planos de investimento sejam feitos antes que qualquer empréstimo se realize. Embora a denominação "movimento de capital" seja ambígua, criando uma confusão entre o movimento de fundos e o movimento de bens de capital, este representa um acréscimo ao estoque de capital produtivo e o primeiro não. De maneira similar, a denominação "investimento internacional" é mais uma denominação dos advogados que dos economistas para investimento, aplicada a qualquer aquisição de ativos (incluindo securities) que para a aquisição dos ativos que produzirão lucros futuros (máquinas). Neste caso estamos empregando essa denominação para o fluxo de fundos que cruza as fronteiras como investimento de portfólio. O importante a considerar é o fato desses fundos não significarem uma transferência automática de recursos reais do país que empresta para o país tomador do empréstimo, nem um acréscimo automático ao estoque de capital do país tomador do empréstimo. Esses ativos (paper assets) podem ser trocados por ativos (paper assets), ou ouro, e o empréstimo pode ter sido tomado para ser gasto em consumo privado ou público ou para investimento. Sobre essas distinções, ver: Cooper, R.N. (1968) The Economics of Interdependence: Economic Policy in the American Community. Mc Graw-Hill Book Company, pág. 112-147.

O desenvolvimento do euromercado, nas décadas de sessenta e setenta, com a difusão de inovações financeiras (mercado interbancário, eurobond, eurocredit), como forma de superação das regulamentações dos mercados financeiros domésticos, principalmente no caso do mercado financeiro norte-americano ; a reversão da situação financeira entre Estados Unidos e Japão ; a crescente desvinculação entre a gestão global da aplicação em ativos financeiros pelos grupos econômicos (globalização dos investimentos em carteira de ativos financeiros) e os investimentos produtivos ; o movimento conjunto de globalização dos investimentos de carteira e a liberalização dos mercados financeiros, no decorrer dos anos oitenta, contribuíram decisivamente para a emergência de um novo padrão de concorrência nos mercados financeiros baseado na contraposição entre as formas de riqueza nesses mercados.

Esse conjunto de fatores, que contribuíram para um novo padrão de concorrência nos mercados financeiros, condicionou o surgimento do rentismo contemporâneo no decorrer desse período. Essas mudanças se verificaram : no período de 1965/73, caracterizado pela ruptura de Bretton Woods, com a crise do padrão monetário e o crescimento do Euromercado ; no período de 1973/79 quando o Euromercado se colocou com autonomia e se efetivou o fim de Bretton Woods ; e, no decorrer dos anos oitenta, com a liberalização dos mercados financeiros com o movimento de difusão das inovações financeiras e com a securitização do endividamento via novos instrumentos financeiros (FRN - Floating Rate Note ; NIF - Note Issuance Facility<sup>(189)</sup> ; SWAPS de juros e de câmbio ; FRA - Forward Rate Agreements).<sup>(190)</sup>

Defendo a idéia, nesta tese, segundo a qual as características do rentismo contemporâneo, a partir desse conjunto de mudanças, estão condicionadas pelo padrão de concorrência emergente nos mercados financeiros devido: ao processo de introdução e difusão de inovações financeiras, no decorrer da última década, como no caso do money-manager capitalism ; ao movimento de "securitização" ; ao processo de desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos, principalmente o caso do Japão, que afetou o movimento internacional de capitais e os investimentos de carteira e as políticas de coordenação macroeconômicas, criando grandes restrições para câmbio e juros convergirem<sup>(191)</sup>, além de limitações para a atuação de um lender of the last resort mundial. Esse padrão de concorrência depende do grau de concentração dos mercados financeiros (grau de oligopolização) e da capacidade inovadora das instituições na gestão da liquidez financeira (liquidez dos instrumentos financeiros nesses mercados - gestão de carteiras compostas de ativos com preços voláteis). Esse padrão de concorrência nos mercados financeiros é caracterizado, portanto, pela crescente volatilidade nas variáveis financeiras e pelo risco sistêmico.

---

<sup>189</sup> Nome mais comum dado a um compromisso financeiro de médio prazo (de cinco a sete anos), por meio do qual um tomador de empréstimo emite bônus de curto prazo, conhecidos como euronotes, com prazos de três a seis meses, sob garantia de uma operação de subscrição, underwriting, por parte de um banco comercial.

<sup>190</sup> Forward rate agreements funciona em analogia com um contrato futuro de taxa de juros. As partes envolvidas estabelecem uma taxa a ser paga sob um valor notional a ser liquidado em data futura. O valor do principal não é saldado. Sobre essas tendências, ver: BIS-Bank for International Settlements (1986) Recent Innovations in International Banking.

<sup>191</sup> Sobre este tema, ver: Miranda, J. C. Câmbio, Juros e Fisco: A Experiência Internacional, Tese de Doutorado, IE/Unicamp, 1992.

### 3.2. RENTISMO E DESREGULAMENTAÇÃO

O estudo da desregulamentação do mercado financeiro no Japão, se constituiu em estudo de caso relevante para caracterizar o rentismo contemporâneo e o padrão de concorrência predominante nos mercados financeiros. Essa experiência é dividida em duas fases distintas: 1) a fase de crescimento que reuniu a reconstrução e o "Milagre"; 2) e a fase de mudanças no padrão de financiamento no decorrer dos anos oitenta.<sup>(192)</sup>

O primeiro aspecto institucional a destacar é uma estreita relação entre os grupos industriais e os bancos.<sup>(193)</sup> Desde o período Meiji (1868) até a Segunda Guerra Mundial a economia japonesa era caracterizada por dinastias econômicas que combinavam interesses industriais, comerciais e financeiros nos denominados Zaibatsu.<sup>(194)</sup> Esses verdadeiros impérios econômicos eram controlados por relações familiares, embora houvesse um importante envolvimento do Estado.<sup>(195)</sup>

Destacava-se o predomínio de quatro grandes zaibatsu (Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo e Yasuda). Esses zaibatsu cresceram muito durante as duas primeiras décadas deste século, cada um deles controlando seus negócios bancários, seguros, indústria pesada e trading companies. Essas empresas pertencentes ao zaibatsu não atuavam segundo suas próprias diretrizes, mas atuavam coletivamente com base nas diretrizes de uma companhia holding que invariavelmente era um banco.

Essas companhias pertencentes ao zaibatsu estavam ligadas por meio das relações de propriedade, direção, crédito e da centralização das relações comerciais.<sup>(196)</sup> Portanto, na ausência de um mercado de capitais, como no caso norte-americano, a mobilização do capital era feita via associação com um zaibatsu ou por meio de uma associação com outros grupos semelhantes formando zaibatsu menores.<sup>(197)</sup>

<sup>192</sup> Para uma avaliação metódica dessas fases, ver: Torres, E.T.(1991).op.cit., caps.1,2 e 6; Zysman.J.(1983) op.cit., cap.5; Suzuki, Y. (1987) In : De Cecco (1987).op.cit.

<sup>193</sup> No que concerne ao desenvolvimento do sistema financeiro no Japão, ver: Japan, cap.10, Kanjūshū, in: Cameron, R. & Bovykin, V.I.(1991) International Banking, 1870-1914, op.cit. Com relação à importação de capital, o papel dos bancos no Japão mudou drasticamente no período de 1870 a 1914. De 1870 a 1881 um montante considerável de capital foi importado: um segundo período (1882-1903), que iniciou com o estabelecimento do Banco do Japão, foi marcado pelo rápido crescimento da industrialização sem, no entanto, importar capital. O terceiro período foi marcado pela guerra russo-japonesa em 1904 e continuou até 1914. Neste período o país foi levado a importar muito capital. Para um estudo comparativo entre os casos da Alemanha e do Japão, ver: Neuburger, H e Stokes, H.H.(1977), German Banking and Japanese Banking: A Comparative Analysis, The Journal of Economic History, Vol. XXXVII, sept.n.3, p.238-252.

<sup>194</sup> Esses grupos eram controlados por companhias de carteira de propriedade exclusiva das famílias fundadoras como Iwasaki (Mitsubishi), Mitsui, Sumitomo e Yasuda. Aoki, M.(1990). La Estructura de la Economía japonesa, Mexico: Fondo de Cultura Económica.

<sup>195</sup> Sobre esse tema ver: Sakurai, K.(1964). Financial Aspects of Economic Development of Japan, 1868-1958, (Tokyo: The Science Council of Japan Division of Economics, Commerce and Business Administration Economic Series.#34).

<sup>196</sup> Sobre essa interdependência, ver: Scott, J.(1988).op.cit.

<sup>197</sup> Um dos menores zaibatsu, Shibusawa, juntou com Furukawa e Kawasaki no controle do Dai-ichi Bank, tornando-se o único fora dos quatro grandes, a ter o próprio banco.

Após a Segunda Guerra Mundial, com a intervenção norte-americana, foi implementado um plano de "dissolução" dos zaibatsu. Muitas mudanças ocorreram atingindo os quatro grandes zaibatsu e outros menores<sup>(198)</sup>. Mesmo com o desmembramento das trading companies do Mitsui e do Mitsubishi, os maiores grupos financeiros permaneceram intactos e mantiveram grande parte de suas participações na indústria.<sup>(199)</sup>

Todavia, ao se reagruparem, os zaibatsu originaram uma nova forma de organização - o Keiretsu<sup>(200)</sup> - e um padrão de concorrência diverso do existente no período pré-guerra.<sup>(201)</sup> Isto resultou no crescimento de importância dos city banks no âmbito do Keiretsu em relação a sua participação no âmbito do zaibatsu. Neste sentido, a maior parte do financiamento acabou tendo sua origem nos grandes "city banks" (correspondentes aos bancos comerciais) que formam o núcleo financeiro de cada um desses grupos econômicos.

No decorrer do período do "Milagre econômico", esses bancos se tornaram um canal privilegiado de acesso das empresas ao principal instrumento de efetivação de suas decisões de investir, isto é, o crédito em condições favorecidas. Esses bancos se constituíram, ao mesmo tempo, credores e acionistas das empresas dos grupos.<sup>(202)</sup>

---

<sup>198</sup> "Além da desconcentração do poder econômico e da expropriação das famílias zaibatsu, a política de 'concorrência entre iguais', promovida pelo governo japonês, constituindo outro fator importante a impulsionar os novos conglomerados em formação à competição direta. Nas décadas de cinquenta e de sessenta, o Estado não discriminou o acesso de nenhum grande grupo aos setores em expansão, em particular os de indústria pesada, tanto de insumos de uso generalizado quanto de mecânica e elétrica pesada, escolhidos como estratégicos nos programas de industrialização. Além disso, por ser averso à entrada do capital estrangeiro, utilizou o crédito como mecanismo básico de estímulo ao setor privado, reforçando o processo de conglomeração que estava, então, se dando em torno aos grandes bancos comerciais." Torres Filho, E.T. (1991) .op.cit., p.222-23.

<sup>199</sup> O principal impacto da política de 'dissolução' no setor financeiro foi a separação do Mitsui e Dai-Ichi (bancos) que haviam formado o Teikoku Bank. Dois aspectos se destacam nessas interpretações: o primeiro diz respeito ao papel do Zaibatsu continuar como o centro de poder nas finanças e na indústria; o outro aspecto é a liberdade do Zaibatsu e os "ordinary banks" alocarem o crédito como desejarem. Sobre este ponto, ver: T.A. Binson, *Zaibatsu Dissolution* (Berkeley: University of California Press, 1954). A tentativa dos governos intervencionistas em quebrar o poder dos Zaibatsu foi considerada fracassada. A política monetária seguida pelo Banco do Japão na primeira metade dos anos cinquenta, mais ajudou a restaurar o poder do Zaibatsu do que quebrá-lo.

<sup>200</sup> Keiretsu significa alinhamento e normalmente é traduzido como "grupo industrial". Suas principais características são: 1) os membros são firmas independentes em suas indústrias oligopolistas; 2) o keiretsu é uma confederação que persegue um objetivo (exclui competidores mas está representada em todas as linhas dentro da confederação); 3) as firmas de serviços (como banco, trading companies, seguradoras e companhias de navegação) pertencentes ao keiretsu tem funções especiais para as firmas membros em vários graus; 4) entre as firmas existem várias relações cruzadas (cross-ties); tomam empréstimos dos mesmos bancos, participações acionárias mútuas, relações entre diretores, uso do mesmo sistema comercial, a mesma trading company e a ligação do planejamento pelos clubes de presidentes; 5) muitos negócios interfirmas, horizontal e vertical, são feitos dentro dos grupos de firmas; 6) as companhias Holding no topo (como no caso do zaibatsu) forma eliminadas de tal forma que o relacionamento entre grupos é mais cooperativo que via controle. Ballon, R.J. & Tomita, I. (1988) *The Behavior of Japanese Corporations*. Tokyo e New York: Kodansha International.

<sup>201</sup> "Ao potencializar a concorrência entre os grandes conglomerados, o governo japonês refoçou a tendência a que os keiretsu passassem a competir diretamente. Quando um determinado grupo se lançava em uma nova indústria, os demais o seguiam. Na medida em que as vendas cresciam rapidamente, criavam-se novas possibilidades de investimentos em mercados internos dos conglomerados, situados a jusante e a montante da matriz internacional. Foi o chamado "princípio de controle global" ou get-set control. Torres Filho, E.T. (1991) .op.cit., p.223-24.

<sup>202</sup> O zaibatsu era estruturado verticalmente como pirâmide por meio do controle das famílias nas holding companies. No caso do keiretsu predomina uma estrutura horizontal. Um keiretsu combina um grupo de empresas ligadas por meio da participação acionária recíproca (cruzada), relações de crédito, relações comerciais, crédito e de direção. Os membros dessa combinação não são necessariamente subsidiárias ou acionistas minoritários. Muitas são empresas que não tem qualquer participação.

Dos atuais seis maiores grupos econômicos do Japão (os "Seis Grandes"), os três maiores keiretsu (Mitsubishi, Mitsui e Sumitomo) são herdeiros de três dos quatro maiores zaibatsu que dominaram a economia japonesa desde a Restauração Meiji até a Segunda Guerra Mundial. O quarto conglomerado, o Fuji, foi formado pelas antigas empresas do grupo Yasuda, o único dos quatro grandes zaibatsu a desaparecer após 1945 (o centro financeiro do grupo é o Banco Fuji, antigo Banco Yasuda). Os outros dois keiretsu (Sanwa e Daichi-Kangyo) foram formados nas décadas de cinquenta e sessenta em torno dos bancos comerciais que lhe dão o nome. Esses três grupos diferem dos anteriores por terem sido produto do novo padrão de concorrência que vigorou no pós-guerra. Os bancos pertencentes a esses seis grupos incluem os cinco maiores do mundo e o nono colocado entre os quarenta maiores do mundo.<sup>(203)</sup>

O quadro 3.1, identifica, a partir de um conjunto de aspectos institucionais, os antigos zaibatsu ao keiretsu (grupo industrial) atual.

### QUADRO 3.1

#### Os Seis Principais Keiretsu

	Mitsui	Mitsubishi	Sumitomo	Sanwa	Fuyo	DKB	Total
clube de presidentes	24	28	21	44	29	47	188
Participação mútua de ações %	17.9	25.2	25.0	16.8	15.8	13.3	
Financiamento bancário %	21.2	22.4	27.7	20.3	18.4	12.1	
Ativo %	2.2	2.36	1.36	2.93	2.55	4.19	14.24
Lucro %	5.07	3.07	1.42	3.03	3.59	3.29	17.16

FONTE: O Economista Oriental, Kigyo Keiretsu Soran, 1987, apud. Aoki, M. op.cit. (1990), p.126.

Em primeiro lugar, esses grupos são identificados pelos clubes de presidentes (número de empresas no clube de presidentes) que funcionam como clubes de informação sem lugar dominante de fato ou de jure no grupo corporativo. As companhias membros de um desses grupos se dedicam a negócios que não competem entre si e se relacionam entre si de modo informal. Cada grupo tem pelo menos um "city bank", um banco de investimentos e uma companhia de comércio exterior (trading company). Não há uma concentração acionária da maioria ou de todas as ações em apenas uma companhia membro. O controle das ações do grupo pertence a muitas companhias membro. O quadro 3.1 exibe o percentual do controle mútuo de ações no grupo.

<sup>203</sup> Essas estatísticas são de uma pesquisa de 1989 do American Banker, The Top 500 Banks in the World. Citibank, o maior dos estados Unidos, era o vigésimo segundo no mundo e tinha a metade do tamanho dos quatro maiores. Hoshi, T. et alii (1991), Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, *The Quarterly Journal of Economics*, february, p.34-38.

Por outro lado, o banco membro tem ações das companhias membro do grupo, até o limite legal, e suas ações são também de propriedade de companhias membro do grupo. O quadro 3.1 também apresenta a percentagem do financiamento bancário dentro do grupo e a participação dos grupos em todo setor não-financeiro em termos de ativos e lucros. Por esse tipo de relação do controle acionário, percebe-se que é muito difícil esse controle passar para acionistas externos via o mercado, uma vez que os membros atuam contra esse tipo de iniciativa.<sup>(204)</sup>

As empresas afiliadas do grupo concentram uma parcela significativa de seus empréstimos junto aos bancos do grupo; ao contrário das não afiliadas que são mais inclinadas a diversificar as fontes de seus empréstimos. Por outro lado, também há uma diferença em relação ao padrão norte-americano das finanças das corporações que se baseia no mercado de capitais.<sup>(205)</sup> Esse estreito relacionamento entre as empresas do grupo e os bancos, tende a reduzir o custo do capital de empréstimo. Devido a significativa participação dos bancos nas empresas afiliadas ao grupo e o grande montante de empréstimos comprometidos com essas empresas, os bancos têm o maior interesse nas informações sobre os negócios dessas empresas; com problemas normalmente associados com a magnitude das transações nos mercados de capitais. Esta concentração financeira em poucos bancos reduz os problemas oriundos da ação de "free-rider" que incorporam empresas com controle acionário difuso.<sup>(206)</sup>

---

<sup>204</sup> Segundo alguns autores, os keiretsu podem ser classificados como horizontais (como no caso dos seis grandes, de tipo zaibatsu), em contraste com os demais considerados como "independentes" (verticais que são caracterizados pelo fato de serem liderados por uma grande empresa, geralmente manufatureira ou comercial, e terem um grau de diversificação muito menor que o apresentado pelos grandes conglomerados). Em termos de formação e estrutura, os keiretsu verticais são classificados em cinco modalidades. Por outro lado, a maior parte dos grandes grupos independentes é também membro de um ou mais keiretsu horizontais, onde se reúnem com outras grandes empresas dos mais diferentes setores, ao redor de um mesmo main bank. Também fazem uso de mecanismos internos de coordenação como, por exemplo, a participação acionária cruzada e, acima de tudo, a existência de diretorias cruzadas. Torres Filho, E.T. (1991). *op.cit.*, p.234-237. Essa é a característica fundamental da estrutura organizacional do setor privado japonês constituída de um reduzido número de grupos empresariais que atuam em todos os setores relevantes da economia, conglomerados que reúnem as maiores corporações em torno de algumas instituições comuns - um banco de negócios (trust bank), uma companhia comercial (trading-company) e uma companhia seguradora - sob o comando de um banco comercial, o main bank. Esses Keiretsu se baseiam em mecanismo de cooperação entre as distintas unidades, na forma de redes de intercâmbio de matérias-primas e produtos acabados, informações, recursos humanos, créditos comerciais, financiamentos bancários e investimentos de recursos financeiros. Levi, M.L. (1993). A Evolução da Estrutura Financeira das Empresas Japonesas no Período Recente. IESP, São Paulo, novembro, p.2., mimec.

<sup>205</sup> Até recentemente, os bancos do grupo possuíam cerca de 10% das ações das empresas do grupo; muitas vezes companhias de seguro aliadas possuíam grandes participações acionárias (o Anti-Monopoly Act de 1977 revisado, estabelecia que os bancos reduzissem suas participações a não mais do que 5% para 1987. Note que nos Estados Unidos o Glass Steagall Act proíbe qualquer participação (controle) acionário dos bancos.

<sup>206</sup> Devido ao fato dos bancos serem acionistas e credores, as empresas tem menos incentivo a tomar a participação em benefício de alguma classe de acionistas. Essa concentração de empréstimos e de controle acionário torna o custo financeiro de qualquer dificuldade porque reduz o conflito entre investidores quando a empresa está perto do default. Esta redução do custo facilita a emissão de mais empréstimos. Isto resulta em taxas mais favoráveis para financiar as dívidas. Pode também evitar os custos da seleção adversa associada com o financiamento de ações. Aoki (1984) destaca este ponto. O interessante é o fato da estrutura financeira de algumas empresas japonesas serem semelhante ao caso de algumas americanas que tem usado o "strip financing" como parte de um leverage buyout; como os bancos japoneses, investidores nessas empresas altamente alavancadas mantêm seus títulos e ações.

Portanto, no caso japonês, trata-se de um sistema cooperativo de financiamento no qual cada main bank atua como líder de um sindicato de bancos. Ele fornece informações confiáveis aos demais participantes. Este sistema também permite diluir o risco, reduzindo o exposure de cada um dos bancos participantes dessa "sindicalização" frente a um empreendimento ou a uma empresa específica. Todavia, ao contrário dos casos de sindicalizações no mercado internacional, o main bank responde perante a seus concorrentes pela situação financeira das empresas pertencentes a seu conglomerado. Caso uma empresa enfrente dificuldades financeiras, o mercado financeiro espera que seu main bank atue no sentido de saná-la.<sup>(207)</sup>

Do ponto de vista do padrão de financiamento, a principal função dos bancos, no período do "Milagre" japonês, até meados dos anos setenta, era transferir recursos para o setor industrial na forma de empréstimos (estrutura de captação das corporações) que foi, até então, o grande tomador de empréstimos (o principal cliente do sistema). Neste caso, trata-se de um sistema de financiamento indireto, via empréstimos, com elevado grau de endividamento (elevada alavancagem).<sup>(208)</sup>

Ademais, o relacionamento entre os grupos industriais e seus "main Bank" era particularmente estreita, com os bancos monitorando "suas" empresas. Os bancos claramente desempenhavam um papel central no financiamento da industrialização: até 1970, os grupos industriais respondiam por mais de 45% do total dos empréstimos. Essa estrutura de financiamento, aliada a forma organizacional dos grupos econômicos (keiretsu) e mais um conjunto de regulamentação e práticas informais, acabou contribuindo para não haver desenvolvimento dos mercados de securities. Esses mercados não cumpriram a função de provisão de funding para as corporações e também não representavam alternativa relevante de investimento financeiro ao longo do período de reconstrução e do "milagre".<sup>(209)</sup> Esses mercados não representavam mais do que fontes residuais de obter rendimentos.<sup>(210)</sup>

---

<sup>207</sup> Este é um princípio respeitado no sistema financeiro japonês. O acesso das empresas aos financiamentos depende da aprovação, na prática, de seu main bank, que, neste caso, atua como avalista perante as instituições financeiras. Neste sistema o main bank é o bancador de risco para todos os financiamentos tomados por empresas de seu grupo, enquanto as demais instituições atuam como provedoras de funding. Torres Filho, E.T. (1991). op.cit., p. 240-241.

<sup>208</sup> Uma comparação internacional destaca o Japão, para o período de 1958-1962, quanto a origem das fontes de financiamento das corporações, o caso de maior participação do financiamento indireto (empréstimos) 56% (empréstimos 34% e outros 22%); fundos internos 24% (depreciação 20% e lucros retidos 4%); financiamento direto 20% (ações 13% e debêntures 7%). No caso dos E.U.A.: fundos internos 65% (39% depreciação e 26% lucros retidos); financiamento direto 14% ações; financiamento indireto 21% (11% empréstimos e 10% outros). Reino Unido: fundos próprios 62% (28% depreciação 34% lucros retidos) financiamento direto 21% (15% ações e 6% debêntures); financiamento indireto 17% (4% empréstimos e 13% outros). Alemanha Ocidental: fundos internos 55% (50% depreciação e 5% lucros retidos); financiamento direto 11% ações; financiamento indireto 34%. Fonte: Miyasaki, Y. (1967) *Rapid Economic Growth in Post-War Japan, The Developing Economies*. In: Torres (1991) op.cit., p.259). A relação entre a dívida e os fundos próprios das empresas japonesas não-financeiras: para o período 1966-1973: 3.08; 1974-1979: 3.31; 1980: 3.14; 1984: 2.11. OCDE (1989). Paris: p.103.

<sup>209</sup> Sobre essa temática, ver: Levi, M.L. (1993), op.cit., p.3-5.

<sup>210</sup> Antes da guerra, um terço da oferta de fundos para o investimento industrial vinha de recursos próprios e dois terços de fontes externas, com as ações representando um terço do total. Todavia, nos anos do pós guerra, as ações caíram para um nível abaixo de um décimo do total (de 31.1% entre 1931-1940 para 3.2% entre 1971-1980). Ballon, R.J. & Tomita. (1988). op.cit., p.84.

No caso particular do mercado acionário, seu principal papel estava relacionado com a organização das relações patrimoniais entre as corporações financeiras e não-financeiras, seja no âmbito dos keiretsu ou fora deles.<sup>(211)</sup> Um sistema de tributação restritivo aliado a essa forma de organização institucional predominante, tornou as aplicações nesse mercado "ganhos de longo prazo" embutidos nas participações acionárias inter-empresas. Essa situação é percebida a partir da tendência de participação no controle acionário por tipo de acionista, para o período da reabertura da bolsa de valores de Tóquio, 1949, até 1986; para todas as companhias não-financeiras, registradas na bolsa de Tóquio e outras bolsas.<sup>(212)</sup>

A participação relativa do controle acionário individual tem caído continuamente (de 69.1% em fins de 1949 para 23.9% em fins de 1986). Já a participação relativa das instituições financeiras, incluindo os bancos, fundos de investimentos e companhias de seguro, tem aumentado continuamente (de 9.9% em fins de 1949 para 41.7% em fins de 1986). Essa participação por parte das corporações tem aumentado também continuamente (de 5.6% em fins de 1949 para 24.5% em fins de 1986). Essa participação relativa aumentou em 10% em princípio dos anos sessenta por parte do fundos de investimento, caindo ex abrupto após a crise no mercado de valores em 1964-1965, permanecendo a nível baixo durante todos os anos setenta até o início dos anos oitenta. Por sua vez, a participação relativa do capital estrangeiro tem aumentado significativamente (era de 4.7% em fins de 1986) desde a liberação das transações internacionais de capital.<sup>(213)</sup>

Essas mudanças na composição das carteiras de investimentos, deixa evidente o predomínio das instituições financeiras e das corporações não-financeiras que combinadas controlavam 15%, em 1949, passando de 50% em 1968 e atingindo cerca de dois terços das ações negociadas nos anos oitenta. Os bancos têm uma posição predominante entre as instituições financeiras. Quase metade das ações de posse das instituições financeiras, 21.4% do total, pertence aos bancos<sup>(214)</sup>. As companhias de seguro ficam com 13.3%.

---

<sup>211</sup> A forma de relacionamento entre as companhias que implica na participação mútua, é um aspecto da maior relevância nos negócios japoneses com consequências sobre o comportamento financeiro das corporações. Normalmente esse relacionamento é distinguido entre subsidiárias, afiliadas e subcontratadas.

<sup>212</sup> Esses dados são encontrados em Scott, J. (1986) e Aoki, M. (1990). A composição das ações por agente detentor evoluiu no sentido da concentração dos títulos em poder dos denominados "acionistas estáveis" (empresas e instituições financeiras. Acionistas estáveis (empresas e instituições financeiras- bancos e CIAS de seguros): 1955 32.7%; 1960 40.9%; 1965 41.8%; 1970 54.0%; 1975 60.8%; 1980 63.3%; 1985 65%. Fonte: OECD (1991, p.99), apud Levi, M.L. (1993) op.cit., p.5.

<sup>213</sup> De conformidade com a lei de controle de divisas de 1980, já revisada, uma pessoa estrangeira jurídica ou física, pode ter até 10% de ações de qualquer companhia para fins de carteira sem nenhuma restrição. Portanto, resulta que a participação atual individual no caso japonês (23.9% em fins de 1986 em relação a 29.2% em 1980) é consideravelmente menor que nas companhias norteamericanas (51.1% em 1980 segundo a Comissão de Transações em Valores). Aoki, M. (1990), op.cit., p.122.

<sup>214</sup> Sobre essa participação dos bancos, ver: Aoki, M. (1990). Toward an Economic Model of the Japanese Firm. *Journal of Economic Literature*, vol. XXVIII, March, p.1-27.

Outro tipo de participação se concentra nas trading companies. Elas são grandes acionistas que usam essa condição para expandir suas atividades. Também específico é o papel das securities companies que estão engajadas na negociação de ativos financeiros e subscrição desses títulos, bem como na administração de fundos.

Aos bancos, legalmente, não é permitida a operação com esses papéis. no entanto, os grandes bancos têm estabelecido um relacionamento mais estreito com as securities companies. Mais da metade dos negócios com esses ativos financeiros é controlada por quatro grandes instituições: Nikko, Nomura, Yamaichi e Daiwa. Portanto, essa tendência reforça a posição dominante dos denominados "acionistas estáveis" (institucionais) no controle do mercado de ações.

No que concerne aos mercados de bônus, outros fatores restringiram seu desenvolvimento determinando sua função primordial de financiamento da dívida pública.<sup>(215)</sup>

Esse conjunto de fatores acabou por condicionar o padrão de financiamento e as aplicações financeiras durante essa primeira fase no pós-guerra (reconstrução e "milagre"), destacando o sistema indireto de financiamento via os empréstimos (elevado grau de financiamento indireto) junto aos bancos<sup>(216)</sup>; e as aplicações financeiras, que até meados dos anos setenta, não eram consideradas fontes primárias de lucro para as corporações. Esta fase não se caracterizou pelo desenvolvimento de estratégias empresariais que considerasse ganhos com a gestão da carteira de ativos financeiros.<sup>(217)</sup>

Essas características institucionais (estruturais) do padrão de financiamento, configuradas na organização do sistema financeiro, eram compatíveis com a forma institucional de organização representada pelo keiretsu. A separação dos mercados interno\externo para controle do câmbio; a taxa de juros administrada pelo governo; a pequena diversidade dos instrumentos financeiros com importância reduzida dos mercados; segmentação das atividades financeiras e especialização das instituições financeiras<sup>(218)</sup>, eram características do padrão de financiamento, porém, não induziram a trajetória das finanças das corporações ao desenvolvimento do mercado de capitais.

---

<sup>215</sup> Sobre o conjunto de fatores que limitaram o desenvolvimento desse mercado, ver Levi (1993), op.cit., p.5-6.

<sup>216</sup> O ranking das principais fontes de capital para os executivos das empresas japonesas, para os anos setenta, destaca: em primeiro lugar os empréstimos bancários seguidos pela depreciação, lucros retidos, emissão de ações, emissão de bônus, emissão de bônus conversíveis e uso de capital externo. Para o período de 1931-1980, a tendência foi o aumento da participação relativa das fontes geradas internamente (de 36.8% para 48.8%) em detrimento das fontes externas (de 63.2% para 51.2%), sendo que a participação das ações caíram de 31.1% para 3.2%; com os empréstimos variando a participação de 27.8% a 45.9% (para o período de 1941-1950, chegaram a 58.9%). Ballon, R.J. et alii (1988). op.cit., p.84-85.

<sup>217</sup> "Nesse contexto, as aplicações financeiras das empresas tenderam a se concentrar em ativos financeiros de baixa rentabilidade, como ações, mantidas essencialmente em função das relações com outras empresas, e depósitos bancários com baixo retorno, não sendo propriamente relevantes dentro de sua estrutura de gastos." Levi, M.L. (1993). op.cit., p.11.

<sup>218</sup> O sistema é altamente segmentado via especialização funcional com base em abrangente legislação.

O aspecto mais importante a destacar, no decorrer desse período de crescimento (reconstrução e "Milagre"), para a trajetória das finanças das corporações nesse padrão de financiamento, diz respeito à separação entre propriedade e controle acionário dos grupos econômicos, originando o surgimento do "investidor institucional" que criou as condições à emergência de um rentismo ligado às finanças das corporações. Segundo estudo da Fair Trade Commission, de 1979, sobre as maiores corporações, os dez principais acionistas, que detinham as ações dessas corporações, 73,5% eram instituições financeiras (principalmente bancos) e 17,2% eram outras corporações.<sup>(219)</sup>

No decorrer dos anos, as instituições financeiras aumentaram relativamente a participação enquanto acionistas, uma vez que ao financiarem as corporações, começaram a predominar também na participação acionária.<sup>(220)</sup> Por outro lado, as corporações não-financeiras são consideradas acionistas preferenciais devido ao sistema de relacionamento entre as empresas e os grupos industriais e devido ao fato de atuarem como acionistas estáveis. Essa estrutura é inflada por meio da cross-shareholding, prática desenvolvida para sustentar o mercado quando os preços das ações tendem a cair.

Essa fase de desenvolvimento do padrão de financiamento corresponde a dois períodos distintos do desempenho externo da economia japonesa: da segunda metade dos anos 50 até 1971, denominada a era de domínio de Bretton Woods (ou a era do sistema FMI-GATT), período caracterizado por "Export for Export's Sake" e pela industrialização pesada, que colocou o Japão em segundo lugar no ranking do PIB, atrás dos Estados Unidos; os anos setenta, que incluindo o colapso do sistema de Bretton Woods, duas crises do petróleo, a recessão mundial (choque dos juros de 1979), foi marcado pelo processo de ajuste estrutural exitoso por parte das corporações japonesas.<sup>(221)</sup> Este período também destacou a emergência do Japão como um grande exportador de capitais (no final de 1980, o total do estoque do investimento direto no exterior atingia o montante de US\$ 36.5 bilhões e 87.9% deste total havia sido investido a partir de 1972).<sup>(222)</sup>

Essa situação mudou qualitativamente no decorrer dos anos oitenta, tanto do ponto de vista do padrão de financiamento doméstico quanto da gestão da aplicação em ativos

---

<sup>219</sup> A posição do investidor individual acionista na bolsa continua fluida. As opções como prevalecem nos Estados Unidos não existem no Japão, uma vez que a negociação de ações a um preço significativamente abaixo do mercado é proibida pelo Código Comercial e a diferença entre o preço de mercado e o preço alocado é taxada.

<sup>220</sup> Embora a Lei anti-monopólio limitava essas instituições a não exceder a 5% do total permitido e 10% no caso de uma companhia de seguro. Para uma instituição deter mais que esse percentual deve obter aprovação da Fair Trade Commission.

<sup>221</sup> Sobre o ajuste exitoso do Japão, ver: Tavares, M.C. (1990). Reestructuración Industrial y Políticas de Ajuste Macroeconómico em los centros-la Modernización Conservadora, mimeo.

<sup>222</sup> Sobre essa performance externa da economia japonesa, ver: Sadao, F. (1989). Foreign Trade, Investment, and Industrial Imperialism in Postwar Japan, In: Suzuki, T. Morris et alii. (ed), op.cit., p. 166-206.

financeiros (com uma atuação crescente dos grupos econômicos nos mercados de securities). As mudanças tiveram importantes implicações para o conjunto dos grupos econômicos (big business): a ampliação ao acesso a fontes alternativas de financiamento e formas mais rentáveis de aplicações em ativos financeiros (aplicações nos mercados de securities). Essas mudanças foram condicionadas pelos processos de liberalização financeira e desregulamentação doméstica (a liberalização precede a desregulamentação), step-by-step, do sistema financeiro japonês, a partir da segunda metade dos anos setenta.<sup>(223)</sup>

Na primeira metade dos anos setenta, o sistema financeiro japonês estava protegido das influências externas, talvez de forma mais eficiente que em outros países (Suzuki, 1987). Embora houvesse uma tendência geral para liberalização dos movimentos de capitais, a natureza e o timing das medidas estavam condicionadas pelos objetivos das taxas de câmbio.

Durante a década o relaxamento do controle foi dedicado a satisfazer os objetivos do câmbio-muitas vezes revertido, parcialmente, quando a pressão sobre o Iene então requeria. Takeda e Turner (1992) destacam seis características desse sistema: 1) rígido controle sobre o câmbio (movimento de capitais); 2) como foi visto, o mercado de securities era pouco desenvolvido 3) um sistema financeiro altamente segmentado (tanto do lado da captação quanto do lado da aplicação, definindo os métodos de aumentar os fundos e a forma de empréstimos que poderia ser feita na aquisição de um ativo) 4) esta segmentação estava estreitamente ligada a uma extensa rede de controles da taxa de juro; 5) a importância das instituições financeiras do setor público; 6) e, um sistema bancário criado para financiar indústrias e não agentes não-institucionais.<sup>(224)</sup> Aos tomadores preferenciais eram oferecidas taxas de juros mais baixas.

A extraordinária performance macroeconômica da economia japonesa no decorrer dos vinte anos que antecederam ao primeiro choque do petróleo, tem servido como um forte contra-argumento à crítica no sentido de que esse sistema financeiro altamente regulamentado não era apropriado. Conforme foi visto, ele foi funcional a esse crescimento rápido.<sup>(225)</sup> Mas com esse processo se completando, o sistema foi se tornando gradualmente insustentável. E, com isso, as pressões para desregulamentar o sistema, que iniciaram nos anos setenta, tiveram duas origens: uma de origem internacional e a outra, mais importante, de origem doméstica (Aglietta, M. 1992).

---

<sup>223</sup> Sobre esse tema, considero o estudo de Takeda, M. e Turner, P. (1992). *The Liberalisation of Japan's Financial Markets: Some Major Themes*. *BIS Economic Papers*, n.34, november.

<sup>224</sup> No Japão as empresas sempre apresentaram um elevado grau de endividamento, em comparação com as demais economias capitalistas. Entre as instituições do sistema financeiro japonês, os 12 maiores bancos comerciais, os City banks, tiveram um papel destacado, tanto como principal fonte de empréstimos às empresas quanto como elo básico de coordenação das decisões de investimento no interior dos grandes conglomerados (keiretsu), conforme foi visto até aqui (são considerados city banks: Daichi-Kangyo, Fuji, Sumitomo, Mitsubishi, Sanwa, Tokai, Mitsui Taiyo Kobe, Daiwa, Saitama, Hokkaido Tokushoku, além do Banco de Tóquio que difere dos demais por ser o único que originalmente formado para atuar em transações financeiras e comerciais com o exterior).

<sup>225</sup> Uma visão completa sobre essa questão, ver: Torres Filho, E.T. (1991), *op.cit.*, particularmente cap.6; e Takeda e Turner (1992), *op.cit.*, particularmente a primeira parte do estudo.

No caso das pressões de origem internacional, elas estiveram associadas com o Japão assumindo a condição de principal exportador de capitais. No final dos anos setenta o Japão acumulava cerca de 15% da exportação de capitais dos países industrializados, bem abaixo dos Estados Unidos e da Comunidade Européia. Na primeira metade dos anos oitenta, no entanto, os Estados Unidos haviam sido superados. Na segunda metade dos anos oitenta o Japão superava Estados Unidos e Comunidade Européia juntos.<sup>(226)</sup>

Durante os anos cinquenta e a primeira metade dos anos sessenta, o Japão, ainda, se constituía num país deficitário (crescimento com desequilíbrios externos). Todavia, a partir da segunda metade dos anos sessenta, persistentes superávits em conta corrente iniciaram. Os dois choques do petróleo atingiram pouco a dimensão desses superávits. A resposta do governo foi seguir esses superávits aumentando as reservas e seguindo uma política monetária expansionista. Como os limites dessa política são inevitáveis, com a taxa de câmbio subindo com a pressão dos superávits correntes, tornou-se evidente que manter restrições às saídas de capital privado servia para intensificar a pressão sobre a taxa de câmbio.<sup>(227)</sup> O controle sobre o investimento externo foi relevado para que os excedentes fossem investidos no exterior.<sup>(228)</sup>

A pressão doméstica para desregulamentar o sistema tradicional, veio, primariamente, de uma grande mudança do setor produtivo da economia.<sup>(229)</sup> A transformação esteve associada com a mudança radical verificada entre o comportamento do investimento e o padrão de financiamento entre os setores. Durante o período de crescimento (anos 50 e 60) as corporações investiram pesadamente com base num alto grau de endividamento (alavancagem), com os déficits do governo reduzidos.<sup>(230)</sup> Com os choques do petróleo o investimento das corporações caíram e também o grau de endividamento, iniciando a ruptura desse quadro institucional. O padrão de financiamento das corporações começou a se alterar. A queda do investimento contribuiu para reduzir as necessidades de financiamento. E, com isso, a possibilidade de redução dos custos, num período recessivo e de altas taxas de juros, implicou num aumento do financiamento com base em recursos próprios, iniciando a reversão da situação de alto grau de alavancagem predominante na fase de crescimento.

---

<sup>226</sup> Para uma avaliação da reestruturação industrial e as políticas de ajuste macroeconômico dos países capitalistas centrais, nos anos oitenta, destacando as vantagens dos países de capitalismo organizado e regulado (destacando Alemanha e Japão), em relação aos fracassados ajustes automáticos do balanço de pagamentos e suas consequências financeiras (Estados Unidos e Inglaterra), ver: Tavares, M.C. (1990) reestructuración Industrial y políticas de Ajuste Macroeconómico en los centros-la Modernización Conservadora, mimeo.

<sup>227</sup> O estudo de Takeda e Turner (1992) apresenta as fases de controle do movimento de capitais, ver: private external assets and liabilities, em cinco fases, de 1971 a 1982.

<sup>228</sup> Takeda e Turner (1992), op. cit. p. 12.

<sup>229</sup> Para uma visão sobre esse desempenho, ver: survey da OECD sobre economia japonesa no fim dos anos 60, que comenta a emergência desses superávits externos. OECD (1969) op. cit., p. 39-42.

<sup>230</sup> O endividamento médio do setor das corporações era em torno de 7 e 8% do PNB nos anos 1960s, enquanto o déficit do setor público era menos do que 2% do PNB; o seguimento dos poupadores tinha um superávit entre 8 e 9% do PNB. Takeda e Turner (1992), op. cit., p. 13.

Com isso, a participação dos bancos no total das fontes de financiamento das corporações sofreu uma redução média de 50% entre 1970 e 1974, para 41.5% entre 1975 e 1979.<sup>(231)</sup> Por outro lado, como o mercado de títulos era restrito, as grandes corporações passaram a procurar opções no exterior, basicamente no euro-mercado, resultando no uso crescente do sistema financeiro internacional.<sup>(232)</sup> A possibilidade de obter empréstimos no exterior a custos inferiores aos praticados no mercado doméstico foi um dos principais fatores para as transformações do mercado financeiro japonês na década de setenta.<sup>(233)</sup> Como os City banks não podiam impedir seus melhores clientes (as corporações) de operar no euromercado, eles passaram a se aliar as corporações no exterior antes que mudar de posição no mercado doméstico. Não havia impedimento para os bancos transacionarem títulos no mercado internacional, e, ademais, que muitos deles já estavam operando na Europa desde o início dos anos setenta. Todavia, essa situação ameaçava o monopólio das securities companies sobre os instrumentos de financiamento direto das corporações para os city banks. Os city banks foram acusados de violarem o artigo 85 da Lei de mercado de capitais do Japão. Um acordo preliminar foi alcançado em 1975, estabelecendo os princípios que regulavam a concorrência entre bancos e securities companies no exterior (Acordo dos três Departamentos-dos três setores do Ministério das Finanças-o departamento de bancos, securities e o internacional).

Até a primeira metade dos anos oitenta, foram feitas pequenas alterações, mas com a crescente rivalidade interna e a pressão externa para liberalização, novo acordo foi firmado em 1985. As securities companies passaram a poder atuar no mercado secundário de títulos bancários e emprestar recursos a clientes que tivessem títulos públicos como colateral. Em contrapartida, os bancos foram autorizados a oferecer depósitos de curto prazo com melhores remunerações e a se tornarem brokers de brokers. Apesar dessa pressão, o mercado de câmbio continuou sendo monopólio dos bancos. (Torres Filho, E.T., 1991, p.306-309).

Para compensar o efeito deflacionário da queda do investimento, a despesa pública cresceu e os déficits aumentaram significativamente. No final dos anos 70 as corporações necessitavam cerca de 3% do PNB para financiar, enquanto o governo necessitava financiar um

---

<sup>231</sup> Economic Planning Agency (1992), p.184. O dado exclui créditos comerciais.

<sup>232</sup> A primeira medida para viabilizar o acesso aos mercados financeiros estrangeiros foi a revisão da Lei Cambial em 1980, que tornou as transações cambiais "livres em princípio" e abrindo a possibilidade de conversão em ienes dos recursos captados em moeda estrangeira. Todavia, a flexibilização de fato das transações cambiais ocorreu apenas a partir de 1984, inserindo-se num amplo conjunto de medidas de liberalização tomadas pelo governo japonês sob pressão dos Estados Unidos. As gestões dos Estados Unidos para a desregulamentação do sistema financeiro japonês se materializaram no acordo Japão/EUA, firmado em 1984, no qual o governo japonês se comprometeu a tomar uma série de medidas que acabaram constituindo um forte impulso ao processo de liberalização financeira do Japão. A principal intenção declarada do governo norte-americano era abrir os mercados financeiros japonês em função da percepção dos desdobramentos de seu "caráter insular" sobre o baixo grau de internacionalização do iene e da noção de que o reduzido uso da moeda japonesa no sistema financeiro internacional constituiria uma das principais causas das pressões altistas sobre o dólar. Levi, M.L. (1993), p., 17-18.

<sup>233</sup> Entre 1973 e 1975, o governo adotou uma política monetária fortemente contracionista para combater a inflação, elevando as taxas de juros de um nível de 5% para cima de 10% ao ano, Suzuki (1987), op.cit.

déficit em torno de 5% do PNB. Esta situação engendrou um aumento na emissão de títulos do governo (essa emissão de um equivalente a menos de 20% do PNB em 1975 superou 50% do PNB em 1985)<sup>(234)</sup> e tal provisão não poderia ser desenvolvida sem desregular os mercados de securities.<sup>(235)</sup>

Resumindo, no decorrer dos anos setenta, as pressões domésticas para desregular foram mais persistentes. Ao contrário das mudanças nas contas externas durante a década, quando o país foi sacudido pelos choques energéticos, que deram às pressões internacionais, oriundas de sua posição emergente de exportador de capital, distinguindo-a como uma tendência secundária. Por esta razão, a liberalização doméstica tendeu a ter precedência e ser mais importante que a desregulamentação em relação ao mercado internacional.

Mas o processo de liberalização nos anos oitenta foi muito mais fundamental que essas medidas. A Lei sobre câmbio e comércio externo, no fim de 1980, estabeleceu o princípio geral que as transações externas estavam liberadas, revertendo o princípio estabelecido em 1949 (a arbitragem entre os mercados domésticos/internacional foi grandemente facilitada depois de 1980, principalmente depois de terminados os limites sobre a conversão de moedas estrangeiras em Iene, em junho de 1984). Isto foi uma formalização da prática predominante.<sup>(236)</sup>

Esse período foi decisivo para a redefinição de posições no circuito da acumulação de riqueza financeira por parte das instituições financeiras japonesas. A resposta à globalização dos mercados financeiros foi a diversificação das atividades dessas instituições no exterior, acompanhando os clientes e disputando espaço no contexto da expansão dos mercados financeiros globalizados.

Diante da procura crescente por serviços financeiros restringidos pela regulamentação no Japão, os City banks, as securities companies e as corporações intensificaram a atuação no exterior contribuindo para a constituição do circuito globalizado de acumulação da riqueza financeira e viabilizando a introdução difusão de inovações financeiras nos mercados

---

<sup>234</sup> Um importante mercado secundário se desenvolveu. Na metade da década (1975) os bancos subscriviam 74% e as securities companies 6%; em 1980 os bancos subscriviam 40% e as securities companies 15%. A partir da segunda metade dos anos oitenta, a participação das securities companies aumentou rapidamente e a dos bancos caiu (1989 os bancos representavam 24% e as securities companies 21%; em 1991, os bancos representavam 20% e as securities companies 35%). Esse crescimento estimulou o desenvolvimento do mercado monetário de curto prazo. Antes de 1967, apenas existia o mercado inter-bancário. Não havia mercado para financiamento das instituições não-bancárias no curto prazo. Esta lacuna foi preenchida parcialmente pelo mercado Gensaki que se desenvolveu durante os anos setenta, envolvendo transações com títulos com acordo de recompra para uma data especificada. Este mercado propiciava o financiamento de curto prazo das securities companies e também representava um mercado marginal de dinheiro de curto prazo para as corporações. Todavia, com a crescente aplicação por parte das corporações de seus fundos líquidos no Gensaki, saindo dos bancos, estes passaram a pressionar as autoridades no sentido de poderem emitir um instrumento alternativo. Então foi permitido aos bancos emitirem, a partir de 1979, os certificados de depósitos. Takeda e Turner (1992) op. cit., p. 23-24.

<sup>235</sup> O estudo de Takeda e Turner (1992) op. cit., p. 99-121 apresenta, em apêndice, uma cronologia da liberalização do mercado financeiro no Japão.

<sup>236</sup> Três aspectos se destacavam no ambiente regulamentado dos bancos japoneses: administração das taxas de juros; regulamentação dos negócios e o uso internacional do Iene.

globalizados. Essas operações no caso dos bancos passaram a se constituir numa finalidade em si mesmas. Em 1985, o volume de empréstimos internacionais dos bancos japoneses no exterior já superava os congêneres americanos e ingleses. Esse processo se acelerou ainda mais com o advento do ajuste macroeconômico entre os Estados Unidos e Japão após o endaka (a valorização do Iene em 1985). Com os City banks se apropriando da maior parte do fluxo de capitais que deixava o mercado japonês em direção ao exterior. Os bancos de crédito de longo prazo também participaram intensamente desse processo (o Industrial Bank of Japan tornou-se um dos vinte maiores underwriters no euromercado em 1986). Embora o processo de internacionalização das securities companies seja mais antigo. A partir de 1982 elas se lançaram em fazer operações de underwriting no exterior, principalmente no mercado norte-americano (a desregulamentação norte-americana abriu oportunidades junto as empresas americanas).

No caso do mercado de títulos públicos, a situação se verificou de forma diferente. Devido aos mega-superávits japoneses e os mega-déficits externos e internos dos Estados Unidos, os investidores institucionais japoneses tornaram-se grandes compradores de títulos do governo americano. Os valores de aquisições no início de 1986 atingiram de US\$4 bilhões a US\$9 bilhões mensais, dos quais 70% foram intermediados pelas quatro grandes securities companies (Nomura, Nikko, Daiwa e Yamaichi).

A evolução do processo de globalização financeira abriu às corporações possibilidades de arbitragem financeira lucrativa, quando passaram a desenvolver atividades financeiras.<sup>(237)</sup> Isto se configurou quando as corporações emitiram commercial paper a taxas abaixo das praticadas pelos certificados de depósitos, colocando os fundos levantados através do commercial paper "no banco", as corporações obtinham um rendimento sem risco.

Outras possibilidades surgiram quando as taxas dos empréstimos bancários ficaram abaixo dos retornos obtidos nos mercados financeiros, insentivando as corporações a tomar empréstimos e reinvesti-los em ativos financeiros. Entre 1981-1985 o investimento médio em ativos financeiros foi cerca de 25%, em 1986, foi 44.7%, em 1987 foi 54.2%, em 1988 foi 38.6%, em 1989 40.3% e em 1990 0.5%. No início de 1990 essa tendência foi revertida abruptamente com a crise nos preços das ações que forçou as corporações ao corte do financiamento via ações.<sup>(238)</sup>

Essa atuação das corporações foi definida como **Zaitech**. Denominação da nova tecnologia de administração financeira para aumentar os lucros e a liquidez das corporações por

---

<sup>237</sup> Em 1984, o Ministério das Finanças eliminou as restrições a que instituições não-financeiras pudessem realizar um grande número de operações financeiras no exterior. As maiores Trading companies estabeleceram subsidiárias financeiras em centros como Londres. Em 1986, mais de 50 empresas japonesas participavam desse mercado. Torres Filho, E.T. (1991), op.cit., p.315.

<sup>238</sup> Como o capital despendido em novas plantas continuou a crescer fortemente, as corporações foram forçadas a reverter o debt finance: cerca de 80% do total dos fundos foram usados no investimento fixo (1990); muito pouco foi deixado para investir em ativos financeiros.

meio de receitas não-operacionais.<sup>(239)</sup> Logo, a posição financeira tradicional das corporações (endividamento elevado para financiar ativos) foi revertida.<sup>(240)</sup> A estrutura dos ativos financeiros das corporações mudou significativamente. A tradicional colocação dos fundos nos depósitos bancários erodiu gradualmente durante os últimos vinte anos.<sup>(241)</sup> Os investimentos em ações que foram se tornando mais importantes, deu um salto no boom dos preços das ações na segunda metade dos anos oitenta.<sup>(242)</sup>

Com os recursos da emissão de ações usados em parte para adquirir ativos financeiros - antes que ativos reais - o estoque desses ativos aumentou mais rápido que o estoque da dívida das corporações (a emissão de ações aumentou cerca de 60% do PIB no fim de 1985 para mais de 185% do PIB no fim da década). As operações mais atraentes eram as que associavam a captação de recursos no euromercado com aplicações na bolsa de valores em Tóquio.

Neste sentido, o zaitech desempenhou um papel estratégico para as corporações durante a década. Uma vez que diante da queda das exportações e da redução nas margens de lucro, o zaitech foi o instrumento usado para que as corporações continuassem lucrativas e implementassem os investimentos que necessitavam para manter ou ganhar posição nos mercados de novos produtos e tecnologias (neste caso o rentismo faz a ponte entre o presente e o futuro). O zaitech é considerado uma demonstração das mudanças relevantes que se verificaram no padrão de financiamento e na estratégia de aplicação em ativos financeiros. As corporações se autonomizaram em relação a dependência financeira que as atrelava ao main bank.<sup>(243)</sup>

No entanto, essas mudanças nas estruturas financeiras (em decorrência da liberalização dos anos oitenta - a desregulamentação interna liberou a taxa de juros, em dezembro de 1980 o controle de câmbio foi suspenso, em 1984 o acordo suprimiu as restrições sobre a posse de títulos estrangeiros pelos investidores institucionais japoneses) introduziram problemas particulares que favoreceram ao financiamento da especulação com ativos financeiros.

---

<sup>239</sup> Zaitech é um neologismo que reúne a palavra zai (dinheiro), raiz para o termo zainu (financiamento), com tech do inglês por analogia com high-tech.

<sup>240</sup> Considerando-se as fontes de financiamento das corporações não-financeiras, temos: fontes internas: 1978/1982 (média) 48,9% ao ano; 1983 46%; 1984 58,2%; 1985 59,1%; 1986 82,6%; 1987 63,3%; 1988 45,9%; 1989 35,9%; 1990 61,6% e 1991 63,7%. Fontes externas: 1978/1982 (média) 51,0%; 1983 54%; 1984 41,8%; 1985 40,9%; 1986 17,4%; 1987 36,7%; 1988 54,1%; 1989 64,1%; 1990 38,4%; 1991 36,3%. Fonte: Statistiques Financières de L'OCDE, 2<sup>e</sup> partie (financial Accounts of OECD Countries Japan). Essa tendência veio em simultâneo com a diversificação da estrutura de captação de recursos: com o crescimento do uso de instrumentos financeiros emitidos pelas corporações (bônus e ações).

<sup>241</sup> Em percentual a participação dos depósitos na composição dos ativos não monetários das corporações: 1970, 66,1%; 1975, 55,9%; 1980, 54,3%; 1985, 43,2%; 1988, 36,4%; 1989, 34,8%; 1990, 41,4%; 1991, 38,4%. Turner e Takeda, 1992, p. 52).

<sup>242</sup> A participação das ações na composição dos ativos não monetários das corporações: 1970, 22,8%; 1975, 34,5%; 1980, 29,8%; 1985, 37,9%; 1988, 46,8%; 1989, 48,4%; 1990, 38%; 1991, 39,6%. Turner e Takeda (1992), op. cit., p. 52.

<sup>243</sup> Sobre essas mudanças, ver: Hoshi, T et alii (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. The Quarterly Journal of Economics, fev., p. 33-60.

A "endaka"<sup>(244)</sup>, com a grande valorização do Iene, foi o fenômeno crucial para essas condições predominarem. Entre setembro de 1985 e dezembro de 1988, o dólar se desvalorizou em 90% em relação ao Iene; a extraordinária valorização da bolsa iniciou no fim de 1982 e até o fim de 1985 progrediu razoavelmente: no início de 1986 começou a grande onda especulativa que duraria quatro anos. O krach de outubro de 1987 não foi um acidente, ele reforçou a crença na solidez na alta dos preços das ações e na capacidade do mercado, aceita pelos grandes investidores institucionais e avalizada pelo Ministério das Finanças, como capaz de absorver os choques. Ele é comparável ao caso de Wall Street, entre 1929-1932, conforme foi visto em ítem anterior, antes que aos acidentes de Nova York nos anos oitenta. Desde o "auge" da bolha especulativa o índice Nikkei perdeu mais do que 60% de seu valor. A queda se fez em duas fases separadas por um período de flutuação sem tendência. Se a primeira fase foi considerada uma situação accidental da bolha (com índice fluando em torno de 24000 e 26000, entre 1990 e 1991), a segunda queda no decorrer de 1992, caindo a nível de 15000, indica algo de mais grave no sistema financeiro. O crédito sustentava a valorização dos ativos financeiros (títulos mobiliários e bolsa); entre 1988 e 1989, esse tipo de empréstimo ultrapassou os créditos líquidos dos city banks (a expansão dos portfólios desses bancos atingiram 80% entre 1986/89); a lucratividade dos bancos dependia, cada vez mais, do aumento dos preços nos mercados especulativos quanto mais importante era a parte desregulamentada de seus recursos, mais elevados eram os ganhos em capital sobre os títulos em carteira.<sup>(245)</sup>

As consequências da liberalização propiciaram resultados perniciosos; fragilizaram um sistema que foi montado para financiamento do desenvolvimento industrial. Ademais, a liberalização atingiu um sistema baseado na comunidade de interesses. A solidariedade financeira no grupo tinha duas vantagens, com a estabilidade dos depósitos que dava continuidade à relação de crédito; com as taxas de juros administradas o risco de taxa era inexistente e a concorrência por empréstimos era deslocada para as condições colaterais exigidas dos

---

<sup>244</sup> A interação entre Endaka e a alta dos preços dos ativos era recíproca. De um lado, as taxas de rendimentos esperadas sobre os ativos japoneses ultrapassava os rendimentos esperados sobre as outras divisas. O remanejamento dos portfólios incentivava aos empréstimos em outras divisas. A conversão em Iene dos empréstimos provocava uma demanda excessiva sobre o mercado de câmbio. A oferta para balancear esse mercado deveria provocar uma valorização suficiente para que os vendedores líquidos de Iene esperassem uma desvalorização futura compensando o rendimento dos ativos japoneses. De outro lado, a valorização do Iene provocava uma desinflação dos preços e uma diminuição da taxa de juros por três meses sobre o euro-mercado do Iene chegou a 4% em 1987 e 1988, para voltar a aumentar com vigor no início de 1989 atingindo 8% no final de 1990. O nível médio da diferença das taxas de juros nominais vis-à-vis as outras divisas ficava em torno de 4% desfavorável ao Iene até o final de 1988, quando reduziu rapidamente. A desinflação e a baixa das taxas de juros conjugadas provocaram um excesso de liquidez estimulando o crédito. O financiamento da aquisição dos ativos especulativos recebeu um forte impulso sustentando o aumento dos seus preços.

<sup>245</sup> O impacto sobre a estabilidade do controle da propriedade interdita a desorganização definitiva dessas partes. Na medida em que os bancos registravam lucro por venda de ações, eles deveriam imediatamente comprar essas ações; isto fazia da realização desses lucros de capital uma pura ficção que procurava liquidez complementar. Esse jogo de venda/compra de ações cria os fundos próprios que permitiam atender a taxa de capitalização. Aglietta, M. (1992), op. cit., p. 10-11.

emprestadores. Essas mudanças têm caracterizado o fim de uma era para o sistema financeiro japonês. Ao mesmo tempo que marca o início de uma fase caracterizada, sobretudo, pela tendência especulativa das finanças (a fase que passou a ser conhecida como de Zai-teku - tecnologia financeira, novas características das finanças das corporações - ou no comportamento financeiro das corporações).

Concluindo, as condições que predominavam no ambiente bancário no início dos anos oitenta, mudaram completamente no decorrer de uma década. Os bancos passaram a operar, de forma crescente especulativamente nos mercados de securities. Em 1989, a média de 42% dos lucros dos city banks foi originada nos mercados de securities. No caso do maior banco, Dai-ichi Kangyo (DKB), cerca de 60% foi originado na venda de ações. Por outro lado, a expansão no exterior foi financiada com risco elevado (tomando empréstimos de curto prazo e fazendo empréstimos no longo prazo e o veículo tem sido "London-based offshore Euromarkets"). Esta prática aumentou o risco de um pânico de liquidez no mercado interbancário. Esses bancos renegociam seus compromissos constantemente, e os montantes não são desprezíveis.<sup>(246)</sup>

A seguir serão analisadas as características da trajetória do rentismo a partir do movimento de crise da ordem monetária de Bretton-Woods e do movimento de globalização dos investimentos de de carteira a partir da segunda metade dos anos oitenta.<sup>(247)</sup> Trata-se da trajetória do rentismo contemporâneo decorrente da liberalização crescente dos principais mercados financeiros.

### 3.3. RENTISMO E PADRÃO DE CONCORRÊNCIA

Cabe considerar, inicialmente, as principais mudanças verificadas nas duas últimas décadas no movimento de capitais e nos investimentos de carteira. Essas mudanças

---

<sup>246</sup> Foi estimado em torno de 186 bilhões de Ienes offshore os empréstimos levantados pelos bancos japoneses, em junho de 1990. Segundo dados do Banco do Japão. Cerca de 37% desse total havia sido emprestado por esses bancos. Todavia, não consideram essa situação perigosa devido a situação das reservas. No entanto, como a bolsa de Tóquio tem erodido os ganhos de capital, eles têm sido forçados a pagar taxas de captação maiores no Euromercado. Esses recursos tomados emprestados, porém, não são emprestados de maneira ampla, significativamente. Em alguns casos onde esses bancos se aventuraram por rendimentos maiores, sofreram alguns reveses. Admitem ter emprestado entre 30 e 40 bilhões de dólares para American leverage buy-outs (LBOs); com a exposição, neste caso, para as companhias que não pagaram os juros, foi de 4 bilhões de dólares. Japanese Finance Survey, The Economist, December 8, 1990.

<sup>247</sup> A crise do dinheiro mundial no circuito financeiro, pode ser apreendida com base em dois movimentos distintos porém associados: o movimento de ruptura do sistema de Bretton Woods e o movimento de retomada da hegemonia do dólar via a política de ajuste do balanço de pagamentos dos EUA (ou movimento de recuperação do padrão monetário mundial), com a implementação da denominada diplomacia do dólar forte e suas implicações para a economia mundial, a partir do final dos anos setenta que provocou por parte dos países como Japão e Alemanha respostas bem sucedidas de reestruturação industrial.

caracterizaram um processo de autonomia crescente das operações financeiras a partir da atuação de agentes e investidores institucionais (subsistema das corporações, dos bancos transnacionais e outros investidores institucionais) fora de seus países de origem.<sup>(248)</sup>

Grosso modo, tres fases caracterizaram esse processo de expansão financeira, com base na crescente autonomia da circulação financeira absorvendo liquidez, que se dirigiu ao mercado de ativos financeiros, promovido inicialmente pelos bancos transnacionais: 1) Numa primeira fase, o processo se caracterizou por operações de financiamento ligadas à expansão do comércio internacional e aos investimentos das corporações transnacionais no imediato pós-guerra. Seguindo estratégias diferenciadas, os bancos transnacionais intensificaram as ligações com as corporações expandindo as operações internacionais. Esta expansão, tanto ligada as atividades industriais quanto as comerciais, foi desenvolvida em estreita simbiose com o rápido crescimento do mercado de Eurodolar. Isto permitiu às corporações, principalmente norteamericanas, financiar mais facilmente o desenvolvimento de suas atividades ; em primeiro lugar na Europa, o que incentivou os bancos a manterem posição nas praças onde exerciam essas atividades, notadamente Nova York, Londres e Luxemburgo.<sup>(249)</sup> 2) Uma segunda fase desse processo de autonomia crescente da circulação financeira, que se estendeu do final das anos sessenta à primeira metade dos anos setenta, se caracterizou pelo forte crescimento do Eurodolar<sup>(250)</sup>, a partir da reciclagem dos petrodólares e do abandono das taxas de câmbio fixas.

---

<sup>248</sup> Para um estudo mais detalhado, ver: Andreff, W. e Pastré, O. (1981) " la genese de los bancos multinacionales y la expansión del capital financiero internacional". In: Estevez, J. e Lichtensztejn, S. (comp.) Nueva Fase del capital financiero. México, Nueva Imagem. Com as medidas restritivas adotadas pelo Governo norte-americano na segunda metade da década dos sessenta, com o intuito de conter o fluxo de capital para o exterior e, dessa forma, reduzir o déficit do balanço de pagamentos, contribuíram para as transformações do sistema financeiro internacional. Essas medidas estimularam o processo de internacionalização dos bancos norte-americanos, o desenvolvimento sem precedentes do euromercado e o surgimento de algumas das principais inovações financeiras do período, tais como os "eurobonds" e os certificados de depósitos em euromoedas. Os grandes bancos também contornaram essas restrições e aumentaram os fundos por meio do mercado de commercial paper formando as bank holdings companies, cujos ativos eram as ações dos bancos. Então munidos de certificados negociáveis, eurodébitos, e commercial papers, os grandes bancos tinham completa flexibilidade para captar em ambos os mercados de crédito (doméstico e internacionais). Pierce, J.L. (1991) The Future of Banking. The Twentieth Century Fund Inc. Yale University Press. Ver também: Aglietta, M. (1995) Macroeconomie Financière. Alguns eventos contribuíram para o surgimento do Euromercado: como depósitos em dólares dos países socialistas em bancos situados na Europa ; restrições monetárias na Inglaterra decorrentes da crise da Libra em 1957; Acordo Monetário Europeu-EMA, que restringiu a conversibilidade externa das principais moedas européias em 1958; déficits acumulados no balanço de pagamentos USA (anos 50 e início dos anos 60); medidas restritivas sobre o sistema bancário dos Estados Unidos e o controle sobre o fluxo de capitais das empresas americanas, para investimento direto no exterior, no decorrer da década de 60.

<sup>249</sup> Trata-se do processo liderado pelo grande capital bancário privado americano que contribuiu para a reconstrução do mercado financeiro internacional abalado pelas duas guerras e pela grande depressão de 30, tendo recuperado o circuito do capital financeiro em nível internacional. Segundo Bell, G. (1974): "os mercados monetários e de capitais internacionais são mercados de empréstimos e de aplicações em dólares ou em outras moedas, fora de seus países de origem". The euro-dollar market and the international Financial System. 2 ed. London, MacMillan.

<sup>250</sup> É um mercado financeiro internacional, cujo prefixo "euro" advém do fato de ter-se iniciado e desenvolvido na Europa. Comporta um mercado monetário e de capitais, com operações cujos prazos de maturidade oscilam de um dia a 15 anos ou mais com vários tipos de ativos financeiros. As operações de curto prazo constituem o mercado de euromoedas ou de eurodólares; as de médio prazo (1 a 5 anos), o mercado de eurobônus ou euroobrigações. "Criou-se um verdadeiro circuito financeiro internacional, com características próprias e grau de autonomia considerável em relação aos mercados financeiros nacionais" P.66, Pádua Lima, op.cit. Existe um consenso entre os autores com relação ao período que se iniciaram as atividades do Euromercado, final da década de 50, momento que se estruturou esse novo mercado.

com a adoção das taxas flutuantes, aumentando a participação dos bancos transnacionais nos mercados de câmbio.<sup>(251)</sup>3) Uma terceira fase desse processo de expansão da circulação financeira abrangendo basicamente a década de oitenta, que foi marcada, sobretudo, por uma imbricação crescente dos mercados de câmbio, facilitada por melhorias nos meios de comunicação, resultou na supremacia dos mercados financeiros globalizados. Esta supremacia desencadeou a rápida difusão dos produtos financeiros transacionados nas bolsas, principalmente nos Estados Unidos. As bolsas estão, como no caso dos mercados de câmbio, cada vez mais imbricadas. A multiplicação dos centros off shore, permitiu aos bancos escapar às restrições nacionais (regulamentações). Esta fase tem sido marcada pela volatilidade crescente dos instrumentos financeiros (Pryor, F.L.; Sulcove, E. 1995).

Esse contexto desregulamentado da supremacia dos mercados financeiros, tem explicado o processo de difusão das inovações financeiras e a expansão, sem precedentes, dos mercados financeiros globalizados, que se constituíram em ambiente da sucessão de eventos críticos.<sup>(252)</sup> Neste caso, destacaram-se o crash das Bolsas de Valores em 1987, o crash dos mercados imobiliários em 1989, o colapso da Bolsa de Tóquio em 1990, os ataques especulativos às moedas débeis do Sistema Monetário Europeu no decorrer de 1992 e 1993, a crise do mercado norte-americano de bônus em 1994, o colapso do México em dezembro de 1994, o movimento de desvalorização/valorização do dólar em 1995 e a recente derrocada das moedas nacionais e dos preços dos ativos nas economias asiáticas (os denominados tigres de segunda geração).<sup>(253)</sup>

Extrapolando a abordagem de H.P. Minsky (conforme foi visto para o caso norte-americano) para o âmbito das finanças internacionais, o papel-chave do país hegemônico no sistema de pagamentos internacional é baseado em sua posição como "banqueiro" do mundo. Este foi o caso da Inglaterra estudado no capítulo 1. A robustez do sistema (estabilidade estrutural), estudado no caso norte-americano, dependia do êxito dos Estados Unidos em atuar

---

<sup>251</sup> Os empréstimos anuais nos mercados internacionais passaram de 20 bilhões de dólares, em 1972, a cerca de 200 bilhões de dólares, em 1980, e a 285 bilhões em 1985. Entre 1973 e 1984, os países da OPEP aumentaram seus depósitos junto aos bancos declarantes de 16 bilhões a 147 bilhões de dólares (sendo que tomaram emprestado cerca de 106 bilhões de dólares); enquanto os países em desenvolvimento tomaram emprestado junto aos bancos mais de 300 bilhões de dólares e os países do Leste cerca de 48 bilhões de dólares. Portanto, essa fase do processo de internacionalização também coincidia com o movimento de endividamento dos países em desenvolvimento.

<sup>252</sup> Segundo alguns analistas, o que se verificou foi a emergência de um sistema financeiro mundial integrado; a instauração de um mercado de capitais à escala mundial (circulação financeira globalizada). Cohen, R. 1981 "La transformación de las finanzas internacionales en el decenio de los ochenta". In: Esteves, J. e Lichtensztejn, S. Nueva fase del capital financiero. México, Nueva Imagem. Para uma visão atualizada dessas mudanças, ver: Khoury, S.J. (1990) The Deregulation of the World Financial Markets- Myths, Realities, and Impact. Pinter Publishers, London.

<sup>253</sup> Sobre essas questões recentes, ver: Grabel, I. (1996) Stock Markets, Rentier Interest, and the Current Mexican Crisis. Journal of Economic Issues, vol. XXX, n.2, June; Cypher, J.M. (1996) Mexico: Financial Fragility or Structural Crisis? Journal of Economic Issues, vol. XXX, n.2, June; G. López, J. (1997) Mexico's Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility. BNI Quarterly Review, n.201, June.

como lender of last resort do mundo. Se o grau de confiança que emprestadores (detentores da liquidez) têm em um banco depende da habilidade deste último em usar suas disponibilidades para financiar atividades lucrativas; no caso da hegemonia do dólar, a expansão monetária e a senhoriagem financiaram a expansão do sistema econômico internacional e a expansão da indústria norte-americana no imediato pós-guerra. Logo, a confiança nos Estados Unidos "banqueiro do mundo", "lender of last resort", dependia da competitividade da economia dos Estados Unidos. Considerando a economia como um todo isto significa atingir e manter o balanço de pagamentos superavitário (Kalecki, 1934). Esta foi a situação que predominou no imediato pós-guerra sob a ordem institucional de Bretton Woods.<sup>(254)</sup>

Um déficit no balanço de pagamentos dos Estados Unidos torna-os o "centro da demanda efetiva" para a economia mundial, levando outras economias ao crescimento. No entanto, uma balança comercial superavitária pode encontrar o problema da confiança nas reservas do país superavitário. A questão central é sustentar a confiança nas disponibilidades dos bancos (dólares) e, ademais, tornar as autoridades monetárias norte-americanas de fato responsáveis pela condição de emprestadores em última instância necessária à manutenção de uma ordem monetária estável.<sup>(255)</sup>

Segundo esta abordagem<sup>(256)</sup>, porém, a estabilidade do sistema hegemônico não depende apenas da relação entre as disponibilidades dos Estados Unidos em relação ao resto do mundo e suas reservas em ouro. **Não é a magnitude do montante de ouro que dá valor ao Dólar, mas é a situação econômica do país hegemônico que dá credibilidade internacional à reserva monetária (reserve currency).** Este foi precisamente o significado do sistema de Bretton Woods como padrão Dólar antes que um sistema de padrão-ouro.<sup>(257)</sup>

---

<sup>254</sup> Portanto, foi visto, em última análise, Minsky assumir o modelo Kaleckiano. Numa economia fechada, isto significa que lucros brutos são determinados pelo nível da despesa com investimentos agregados (mais gastos do governo) que, por sua vez, dependem dos retornos esperados. Dado o nível dos lucros esperados o montante de investimentos (gastos com investimentos privados) é determinado pelo "finance" disponível. Neste caso, a maneira pela qual os investimentos são decididos e financiados determina a estrutura financeira das unidades (bancos e firmas) micro e do sistema econômico como um todo; que, no caso, Minsky distingue em três diferentes tipos de estruturas financeiras: hedge, especulativa e ponzi. Por outro lado, o mecanismo de crescimento da fragilidade está relacionado com o impacto da taxa de juros e suas implicações - aumenta como resultado de um processo endógeno gerado pelas mesmas forças que governam o mecanismo de acumulação (capital, riqueza). O processo cumulativo, no entanto, pode ser detido, em tese, pela presença do chamado "big government", isto é, a magnitude dos gastos públicos que produzem o mesmo efeito positivo dos lucros dos investimentos.

<sup>255</sup> Sobre essas questões da ordem monetária, ver: Aglietta, M. (1995) Macroeconomie Financière Éditions la Découverte, Paris.

<sup>256</sup> Esta abordagem não analisa, como no caso da macroeconomia convencional, a economia a partir de uma dicotomia entre a "esfera real" e a "esfera financeira", grandemente autônomas, onde as relações de financiamento se resumem a um mecanismo de igualação de oferta e demanda de "fundos de empréstimos" que determinam a taxa de juros. Esta abordagem parte da formulação da teoria do investimento no âmbito keynesiano, com base a teoria da preferência pela liquidez, em que as decisões sobre a composição de uma carteira de ativos financeiros afetam as decisões de investir em empreendimentos produtivos. Há uma interação constante entre os mercados de ativos financeiros (ativos com liquidez elevada) e os mercados de ativos de capital fixo (bens de capital com reduzida liquidez no mercado). Neste caso, o nível de organização desses mercados (o arranjo institucional), o papel ativo do sistema de intermediação, dos bancos e outras instituições financeiras, do prestador em última instância, para a formação das taxas de juros e para as decisões dos investidores, num ambiente caracterizado pela incerteza estrutural, é de fundamental importância.

<sup>257</sup> Tal padrão - dólar não é fundamentado num meio de pagamento internacional (international currency) mas, antes, num mecanismo de crédito internacional. Este último ponto pode ser esclarecido se considerarmos as duas determinações do crédito: sua "quantidade" e "qualidade", i.e. a credibilidade do tomador (devedor) envolvido. Quanto ao déficit americano os

No entanto, cabe observar a natureza dos riscos que incorre esse sistema com a fragilização da intermediação dos bancos transnacionais. O primeiro tipo de risco está associado ao processo de securitização via a substituição progressiva dos empréstimos por emissão de títulos, introduzindo um distanciamento entre emprestador e tomador final nos mercados de títulos. Esse processo tem permitido às corporações aplicar diretamente no mercado a liquidez exercendo uma atividade propriamente bancária. Isto tem gerado uma segmentação dos mercados e implicado, para os bancos, a perda dos melhores clientes, via de regra, as próprias corporações.<sup>(258)</sup>

Por outro lado, os países altamente endividados passaram a não ter mais acesso facilitado a novos empréstimos e ao mesmo tempo os bancos, por razões de taxas, têm acesso restrito aos melhores clientes. Ademais, essas mudanças têm introduzido numerosas operações que figuram fora dos balanços dos bancos ("off-balance sheet"), abrangendo as negociações das transferências de risco, como "swaps", as opções e futuros, tendência que tem tornado mais complexa a gestão das carteiras por parte dos investidores. O declínio dos eurocréditos, que cessaram a partir de 1982, tem sido explicado pela crise do endividamento dos países em desenvolvimento.<sup>(259)</sup> Desde então, os bancos têm procurado melhorar a qualidade de suas carteiras e reestruturar a rentabilidade (a seletividade tem sido maior destacando-se clientes como entidades públicas e privadas dos países industrializados e alguns casos em desenvolvimento).<sup>(260)</sup>

---

pagamentos determinam a quantidade de financiamento viável ao sistema, sua estrutura, i.e. a existência de superávit comercial determina sua qualidade. Aceitar tal leitura da operação do sistema hegemônico necessita uma teoria que vincule acumulação e lucro com financiamento (crédito, juros e taxa de câmbio). Isto foi feito no caso de Keynes (que considera as relações entre dinheiro, produção e ativos financeiros) para interpretar os problemas da gestão da riqueza financeira (no contexto da Great Depression) numa economia monetária, que originou controvertidas interpretações posteriores. H.P. Minsky tem recolocado essa questão na discussão da instabilidade financeira quando da análise dos problemas que se colocam às políticas fiscal e monetária pela integração financeira internacional. Minsky, H.P. "Integração financeira e política monetária". Economia e Sociedade, Campinas, (3):p.21-36, dez.1994. Sobre essa questão ver também Triffin, R. (1972) O Sistema Monetário Internacional. Rio de Janeiro: Ed. Expressão e Cultura.

<sup>258</sup> Para maiores detalhes sobre os impactos das inovações no risco global do sistema, associados aos novos instrumentos financeiros, ver BIS (1986), particularmente o capítulo 10. BIS - Bank for International Settlements 1986 Recent Innovations in international banking. Basile. Bank for International Settlements. (risco de preço ; risco de crédito ; risco de liquidez do mercado e "country-risk").

<sup>259</sup> Sobre as implicações da crise do endividamento dos países em desenvolvimento, ver: Carron, A.S. Financial Crises: Recent Experience in U.S. and International Markets. Brookings Papers on Economic Activity, 2: 1982, pp. 395-422 ; Healey, N.M. "The International Debt Crisis: The End of the Beginning, not yet the Beginning of the End". BNL Quarterly Review, n.188, March 1994, pp.75-97.

<sup>260</sup> Esse processo de autonomização da circulação financeira globalizada, por sua vez, pode ser dividido em três movimentos encadeados: a substituição do circuito do fluxo de exportações de mercadorias e de capitais pela operação no mercado interno europeu do sistema afluindo das empresas transnacionais, sobretudo norte-americanas; a perda de competitividade no mercado de manufaturas e de capitais é compensada pelo circuito fechado matriz-afiliadas; e pela implantação de filiais dos bancos norte-americanos que regenera o circuito completo do capital financeiro, fora do controle das autoridades monetárias norte-americanas (Tavares e Belluzzo, 1981, Capital Financiero y empresa multinacional. In: Estevez, J. e Lichtensztejn, S. (comp.). Nueva Fase del capital financiero. México. nueva Imagem, pp.35-47.

Em síntese, essa nova situação se caracterizou por uma endogenia crescente da oferta de financiamento nos mercados fora de regulamentação, através da ação ativa das corporações transnacionais e dos bancos transnacionais ; pela consolidação do Eurocurrency market <sup>(261)</sup>, definido por um volume crescente de capital financeiro não reinvestido nos circuitos locais (domésticos) ; criando-se as condições para o estabelecimento de um mercado financeiro à escala global, caracterizando um primeiro momento do processo de globalização, tendo como ponto de apoio para os movimentos especulativos as principais praças financeiras do mundo e como instrumento de especulação o manejo das moedas fortes contra as mais débeis. <sup>(262)</sup>

Essa circulação da riqueza financeira, que o circuito interbancário transnacional é parte integrante, aumenta o potencial de valorização financeira e de sobrecapitalização das corporações transnacionais<sup>(263)</sup> ; ao mesmo tempo que limita, cada vez mais, a margem de manobra das políticas monetárias nacionais, provocando a ruína em cadeia de vários padrões monetários nacionais, acabando por desintegrar o sistema monetário internacional construído com base no Padrão-Dólar. <sup>(264)</sup>

Este foi, em síntese, o movimento do processo de desintegração do sistema de Bretton Woods, visto a partir da ótica do circuito interbancário transnacional instaurado com as crises

---

<sup>261</sup> Sobre o euromercado, ver : Lima, M.L.P. 1985 O euromercado e a expansão do capital financeiro internacional. Campinas, mimeo (Dissertação mestrado, Inst. de Economia-UNICAMP) ; Eising, P. 1973 The eurodollar system. London, Macmillan.

<sup>262</sup> Normalmente, temos tres mercados financeiros internacionais em operação: o denominado Foreign Exchange market, o mercado interbancário para operar câmbio de depósitos bancários denominados em diferentes moedas (é um depósito em moeda conversível efetuado nos bancos localizados no exterior da zona de circulação legal da moeda considerada e portanto não submetido à legislação do país-matriz ; o denominado Eurocurrency Deposit Market (Eurodollar market), muito mais recente que o anterior, datando de 1957, trata-se de um mercado basicamente denominado em dólar, cuja dimensão na metade dos anos sessenta era cerca de 10 bilhões de dólares, e no final da década de setenta (1978) atingia 900 bilhões de dólares, dois terços dos quais em dólares, o restante em outras moedas (Este tipo de operação é considerada pelos analistas como a principal inovação no pós-guerra. Ela é associada também ao processo de privatização da liquidez internacional que se acelerou a partir do final dos anos sessenta (as reservas em divisas representavam 39 bilhões em DES e atingiram 344 bilhões em 1981, excetuando-se as correspondentes em ouro; sendo de 34 bilhões de DES junto ao FMI). Portanto, os governos ao recorrerem aos mercados privados de divisas para financiar desequilíbrios no balanço de pagamentos e atuar sobre as taxas de câmbio, fizeram com que a criação da liquidez internacional escapasse à influência do FMI. Esta tendência já se coloca como elemento decisivo no movimento de crise do sistema de Bretton Woods. Até a emergência desse mercado a seigniorage dos Estados Unidos derivada ano a ano de seu papel como país da moeda reserva de valor era unicamente determinada pelo balanço de pagamentos dos Estados Unidos com base nos pagamentos oficiais. Com o crescimento desse mercado não havia equivalência, nem mesmo qualquer relacionamento funcional, entre as variações nos havers oficiais dos USA e o total de dólares controlado fora dos USA ; e o segmento do Eurobond market desenvolvido praticamente na mesma época do Eurocurrency.

<sup>263</sup> Os bancos transnacionais como operadores e conversores das massas de capital financeiro sobranste, estabelecem um circuito especial que supera as restrições impostas pelos respectivos bancos centrais, no cancelamento das relações de débito/crédito entre empresas. Estados e os próprios bancos.

<sup>264</sup> Nesse contexto cabe destacar a volatilidade das condições macroeconômicas das taxas de juros e de câmbio que expressariam uma crescente interdependência da economia mundial e o estreitamento das políticas econômicas nacionais. Ver Parboni, R. 1981 The Dollar and its rivals. London, NBL and Verso.

de 1971 e de 1974/75.<sup>(265)</sup> Por outro lado, a capacidade de expansão do crédito desse circuito interbancário estava apoiada no excesso da dívida secundária estritamente financeira. Setenta por cento das carteiras dos eurobancos era constituída por títulos dos próprios bancos e um número significativo e seletivo de haveres e obrigações emitidas por corporações transnacionais. Tudo, porém, se verificou sem respaldo na produção, na renda ou no comércio internacionais, que se encontrava em crise desde meados do decênio.

Essas novas condições de autonomia do circuito financeiro se dava pela operação de um circuito interbancário que não estava subordinado a qualquer padrão monetário estável ou regulamentação nacional. Esse circuito fazia o jogo da especulação tornando inoperantes os controles exercidos pelos bancos centrais dos países de moedas fortes que são obrigados a socorrer periodicamente as moedas fracas. No caso do dólar, em particular, a solidariedade entre os circuitos do capital financeiro ligados às matrizes das corporações transnacionais, obriga a um socorro periódico do dólar, ou à submissão das demais moedas aos movimentos deliberados de sua desvalorização, qualquer que seja a situação do balanço de pagamentos dos Estados Unidos ou a posição do Departamento do Tesouro.<sup>(266)</sup>

Duas consequências importantes da autonomia desse circuito financeiro surgiram da ruptura do padrão dólar e da formação do circuito interbancário: 1) a primeira, implicou na substituição do dólar por um conjunto das principais moedas que se negociam à escala mundial (notadamente a área de inovação financeira que opera com ECU, European currency unit)<sup>(267)</sup>; 2) a segunda, relacionada com a atuação dos bancos transnacionais, está no fato desses escaparem aos controles das autoridades monetárias e, ainda, no sentido mais profundo do poder de emissão de crédito privado desses bancos que os coloca acima do poder de emissão dos Estados nacionais; além de suas aplicações estarem distribuídas amplamente por todos os países nos quais a presença das corporações transnacionais requer a reciclagem no circuito financeiro do capital-dinheiro (liquidez) excedente em poder tanto desses bancos quanto das corporações transnacionais.<sup>(268)</sup>

---

<sup>265</sup> Esta situação se explicitou no debate do final dos anos setenta (controvérsia Triffin/Kindleberger) centrado na origem da dívida primária; que se descolou prioritariamente para o circuito interbancário transnacional. Robert Triffin comenta a situação: " World import and export prices, measured in dollars, rose by less than one percent a year in the 1960s, but by more than six percent a year from 1970 through 1972, and by as much as 30 percent in the last 12 months before the explosion of oil prices in the fall of 1973. This was not unconnected, to say the least, with the enormous and mounting U.S. deficits abroad which flooded the world monetary system, doubling world reserves from the end of 1969 to the end of 1972... i.e. increasing them by as much in this short span of three years as in all previous centuries in recorded history. " *The International Role and fate of the Dollar, Foreign Affairs*, Winter 1978/1979, pp. 270-271.

<sup>266</sup> Sobre essa questão, ver: Parboni, R. (1981) *The dollar and its rivals*. London, NBL and Verso.

<sup>267</sup> Desde a introdução do European Monetary System em março de 1979, o ECU tem sido impelido com importância como currency paralelo para transações em toda a Europa. Um conjunto de produtos inovativos em ECU (depósitos denominados em ECU, empréstimos, swaps, bonds, futuros, opções e variações numerosas desses instrumentos), aplicações (ECU invoicing) e instituições, como Mutual ECU Settlement Association for Clearing transactions, tem se desenvolvido rapidamente.

<sup>268</sup> Esse movimento de autonomização do circuito do capital financeiro, teve e continua tendo implicações importantes para as taxas de juros internas (domésticas) nas economias centrais. Essas taxas passam a ser uma espécie de preço sombra das taxas do mercado mundial (são taxas fixadas pelos principais eurobancos deixando de refletir as condições de crédito internas); os circuitos de crédito domésticos privados passaram a refletir as condições de liquidez internacional operando sob dupla pressão dos movimentos antagônicos do circuito interbancário privado e as tentativas de estabilização das autoridades monetárias.

Essas são as características principais do movimento de capitais com implicações relevantes para a trajetória institucional do rentismo baseado nos investimentos de carteira no âmbito do movimento de ruptura da Ordem monetária de Bretton Woods.<sup>(269)</sup> A desintermediação crescente, com a emissão direta de dívida (bonds), a integração dos mercados financeiros na direção da constituição de um mercado financeiro unificado associados ao movimento de globalização dos investimentos financeiros em carteira e a liberalização dos mercados financeiros, constituem o conjunto de mudanças estruturais nesses mercados que articulam o rentismo, caracterizado pela securitização e a desregulamentação dos mercados financeiros domésticos, ao movimento de globalização desses investimentos.

Essas mudanças denotam um novo padrão de concorrência financeira com o rentismo se constituindo em um componente essencial desse padrão de concorrência entre oligopólios globais, como uma característica básica das mudanças estruturais recentes nos mercados financeiros.<sup>(270)</sup> **Trata-se do rentismo caracterizado nos termos : da gestão global das carteiras, das inovações no euromercado - mercado interbancário, eurobond, eurocrédito ; da securitização do endividamento com os novos instrumentos (FRN, NIF , SWAPS, FRA) ; das operações de Hedging vis-à-vis Risco Sistêmico (com Swaps não eliminando o risco privado apenas transferindo-o) ; das taxas flutuantes nos mercados de câmbio e capital ; da escala global do movimento de capitais (escala da taxa de alavancagem no mercado financeiro globalizado); da crise de autonomia das políticas econômicas nacionais (crise de coordenação) ; e da tendência à constituição de um mercado financeiro unificado e desregulamentado.**

Essas são as características gerais da trajetória do rentismo contemporâneo sob controle do investidor institucional. Constituem o âmbito das condições institucionais desse rentismo no movimento de globalização dos investimentos em carteira, segundo a lógica de valorização financeira praticada pelos bancos, outras instituições financeiras e, principalmente, os investidores institucionais no âmbito do "marketable securities" (mercado de títulos negociáveis). Neste sentido, a trajetória do rentismo contemporâneo se caracteriza como o rentismo do "Marketable Securities" (mercado de títulos negociáveis) basicamente. O quadro 3.2 a seguir dá uma noção aproximada dos valores globais para os ativos mantidos em carteira na segunda metade dos anos oitenta (em bilhões de dólares); que apresentaram um crescimento expressivo em relação ao crescimento do PNB dos Estados Unidos e do Japão.

---

<sup>269</sup> Sobre a Ordem de Bretton Woods, ver: Block, F. (1980) Las origines del desorden economica internacional. México, Fondo de Cultura.

<sup>270</sup> Sobre essas mudanças recentes, ver: Kregel, J. A. (1994) "Global portfolio allocation, hedging and September 1992 in the European Monetary System" in: Employment, Growth and finance Economic Reality and Economic Growth. Ed. Paul Davidson and J.A. Kregel. Edward Elgar ; Kregel, J.A. (1992) "Some Considerations on the Causes of Structural Change in Financial Markets" Journal of Economic Issues, vol. XXVI, n. 3, september.

QUADRO 3.2

## ATIVOS EM CARTEIRA

Anos	1983	1985	1988	1989
AÇÕES	US \$ 3.284	US \$ 4.667	US \$ 9.297	US \$ 10.926
BÔNUS	US \$ 4.318	US \$ 6.049	US \$ 10.067	US \$ 10.662
PNB* USA	US \$ 3.300	US \$ 3.915	US \$ 4.882	US \$ 5.186
PNB* JAPÃO	US \$ 1.204	US \$ 1.366	US \$ 2.569	US \$ 2.984

\*A preços de mercado (Fonte FMI)  
 FONTE: Turner, P. (1991), p.52.

A partir desse padrão de concorrência financeira e gestão das carteiras de ativos financeiros, segundo as características do rentismo contemporâneo (securitização e liberalização dos mercados), destacam-se duas tendências: a **emergência da liderança dos grupos econômicos japoneses no âmbito dos investimentos de carteira, no decorrer dos anos oitenta ;<sup>(271)</sup>** e a **introdução da volatilidade e do risco sistêmico nos mercados financeiros** (Davis, T.E., 1990).

Cabe observar as mudanças provocadas pelas políticas de liberalização financeira, principalmente implementadas pelos Estados Unidos, ocasionando alterações substanciais na organização dos mercados financeiros no sentido da globalização e diversificação nos centros e nos instrumentos financeiros usados no sistema bancário, acirrando a concorrência nos mercados globalizados. Em consequência disso, esse movimento de globalização financeira acabou por deslocar a capacidade de ampliação monetária dos bancos centrais para os bancos privados. Essa nova situação de coexistência criou uma interdependência tornando passivas as políticas monetárias, cambiais e fiscais dos principais países da OECD.

O movimento de globalização dos investimentos em carteira de ativos financeiros e a liberalização dos mercados financeiros, acarretaram uma acirrada concorrência, no âmbito do sistema bancário, provocando mudanças significativas nas posições de liderança dos principais bancos transnacionais. Neste caso, os bancos norte-americanos foram os mais atingidos pelo processo de ajuste patrimonial iniciado com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento (1980-1982), que, juntamente com os bancos ingleses, perderam as posições

<sup>271</sup> Chasnais/Serfati fazem o estudo do caso dos grupos franceses nos termos das vantagens obtidas da mundialização financeira pelos grupos. Chasnais/Serfati, op.cit., p.13.

de liderança que herdaram do passado.<sup>(272)</sup> Houve uma verdadeira revolução no ranking mundial, no decorrer dos anos oitenta.<sup>(273)</sup>

Paradoxalmente, a reação dos banqueiros americanos e ingleses pela desregulamentação, sobretudo pressionando por uma política de liberalização financeira no Japão, que reagiu exigindo reciprocidade, via diversificação de instrumentos financeiros e securitização, nas praças de Nova York e Londres, não contribuiu para melhorar suas posições. Ao contrário, o que se verificou foi a liderança crescente dos bancos japoneses nos dois centros financeiros (esses já atuavam no exterior acompanhando o comércio e o investimento de suas corporações, primeiro na Ásia e depois para financiar os déficits dos Estados Unidos).<sup>(274)</sup> A partir de 1984, com os mega-superávits e a lei de liberalização, os bancos japoneses se consolidaram nos principais centros financeiros do mundo. A desvalorização do dólar em 1985 acelerou ainda mais essa performance, sendo contida apenas com as perdas sofridas com as drásticas flutuações do dólar.<sup>(275)</sup>

<sup>272</sup> Para uma visão comparada da performance recente dos bancos nos estados Unidos, Japão, Alemanha e Inglaterra, ver: Frankel, A. B. and Montgomery, J. D. (1991) "Financial Structure: An International Perspective". Brookings Papers on Economic Activity, pp.257-310.

<sup>273</sup> Em 1980 os dez maiores por capital: 1. Crédit Agricole 6.2 bilhões de dólares; 2. National Westminster 5.1 bilhões; 3. Barclays 4.8 bilhões; 4. Bank America 3.9 bilhões; 5. Citicorp 3.9 bilhões; 6. Banco do Brasil 3.6 bilhões; 7. Lloyds 3.3 bilhões; 8. Midland 3.2 bilhões; 9. Paribas 3.0 bilhões; 10. Algemene Spaar-en Lijfrentes 3.0; Em 1990 os dez maiores por capital: 1. Sumitomo 15.7 bilhões de dólares; 2. Dai-ichi Kangyo 14.8 bilhões; 3. Fuji 13.8 bilhões; 4. Sanwa 13.4 bilhões; 5. Union Bank of Switzerland 13.2 bilhões; 6. Crédit Agricole 13.2 bilhões; 7. Mitsui Taiyo Kobe 12.2 bilhões; 8. Barclays 11.9 bilhões; 9. Mitsubishi 11.9 bilhões; 10. National Westminster 10.7 bilhões. Fonte: The Banker in The Economist, may 1992. Por país: USA, os cinco maiores em ativos (bilhões de dólares 1983 e 1988): Citicorp 134.7, 207.7; Chase Manhattan 81.9, 97.5; Bank of America 121.2, 94.6; J.P. Morgan 58, 83.9; Security Pacific 40.4, 77.9; Japão: Dai-ichi Kangyo 108.1, 388.6; Sumitomo 94, 359.7; Fuji 100.6, 353; Mitsubishi 96.1, 338.8; Sanwa 93, 334.8; Inglaterra: Barclays 84.1, 189.4; NatWest 86.9, 178.5; Midland 76.3, 100.8; Lloyds 55.7, 93.8; Europa Continental: Deutsche 77.2, 169.7; Société Générale 86.3, 153; Dresdner 59, 130.8; Paribas 60.5, 122.3; UBS 52.8, 111.6. International Banking - Away with the past, The Economist, mar. 25 1989. Dois aspectos são considerados na explicação do enorme crescimento dos bancos japoneses: em 1985 eles se tornavam o maior grupo de credores dos países desenvolvidos, superando o longo predomínio dos bancos norte-americanos. Em 1987, quando observada a estrutura da nacionalidade dos bancos transnacionais, a característica que se destacava, para vários anos, era o papel dominante dos bancos japoneses no crescimento das atividades internacionais e nos empréstimos em moedas estrangeiras; segundo o BIS, em 1987, eles sozinhos respondiam por 39% do crescimento e em 1988 por 90%. O total dos ativos dos bancos internacionais, para 1983-1988, segundo o BIS (Bank for International Settlements, Annual Report (1988) p.120; Handelsblatt (1989a): bancos japoneses de 400 bilhões de dólares (1983) para 1800 bilhões (1988); Estados Unidos manteve-se em cerca de 600 bilhões de dólares; Inglaterra estável em torno de 200 bilhões de dólares; e os bancos da Alemanha de 100 bilhões de dólares (1983) para cerca de 400 bilhões de dólares em (1988). Duser, J. T. (1990) International Strategies of Japanese Banks - The European Perspective. Macmillan, London, pp.2-3. Ranking dos maiores bancos norte-americanos: 1) Citicorp US 217 Bilhões em ativos; 2) Bank America (união com Security Pacific) 190 bilhões; 3) Chemical Banking Corp. (união com Manufacture Hanover) 135 bilhões; 4) Nations bank 118 bilhões; 5) Chase Manhattan Corp. 98 bilhões; 6) J.P. Morgan & Co. 93 bilhões; 7) Bankers Trust New York Corp. 63 bilhões; 8) Wells Fargo & Co. 56 bilhões; 9) First Interstate Bancorp. 51 bilhões; 10) First Chicago Corp. 50 bilhões. Fonte: Visão 21/08/91 p.24.

<sup>274</sup> Ver a respeito, Duser, J. T. (1990), op.cit. pp.2-3.

<sup>275</sup> O sistema bancário japonês é composto pelos seguintes segmentos (ranking dos ativos em bilhões de dólares para fim de março de 1988): bancos de investimentos de longo prazo: Industrial Bank of Japan 265.6; Long-Term Credit Bank 183.8; Nippon Credit Bank 115.8; City Banks: Dai-ichi Kangyo 376.6; Sumitomo 357.2; Fuji 350.7; Mitsubishi 344.2; Sanwa 326.4; Tokai 225.1; Mitsui 209.8; Taiyo Kobe 176.6; Bank of Tokyo 169.3; Kyowa 110.1; Daiwa 105.3; Saitama 93.9; Hokkaido Takushoku 76.9. (The Economist dec. 10 1988)

O predomínio do sistema de taxas flutuantes, que segundo alguns autores é basicamente ausência de sistema, originou um ambiente no qual os governos podem de comportar como se nenhuma restrição exista tanto de política monetária quanto de política fiscal. Neste sentido, os mega-déficits da administração norte-americana, no decorrer dos anos oitenta, afetaram as mudanças no padrão concorrência nos mercados financeiros globalizados.

Os Estados Unidos moveram-se na direção da desregulamentação, como no caso do Euro market, estabelecendo as denominadas IBF (International Banking Facilities) em Nova York e abolindo as taxas sobre os ganhos da emissão de bônus domésticos. Essas medidas retiraram as restrições entre os mercados doméstico e internacional como meio de atrair mais fundos para financiar os mega-déficits. Em resposta a esta situação, outros países reforçaram suas posições competitivas vis-à-vis os Estados Unidos. Isto foi o que ocorreu, por exemplo, com a Alemanha e a França. O Japão, por sua vez, tomou o importante passo de abrir Tóquio às operações internacionais, como resultado das gestões do Yen-Dollar Committee. Esta liberalização aumentou a importância de Tóquio como mercado de câmbio.

Essas desregulamentações simultâneas promoveram o movimento de globalização e a securitização dos mercados financeiros. Como resultado, os Estados Unidos obtiveram êxito em financiar seus mega-déficits. Portanto, do ponto de vista das desregulamentações, estamos diante de duas situações distintas: os Estados Unidos desregulamentaram para conseguir financiar seus mega-déficits e o Japão desregulamentou, passo a passo, para investir os recursos de seus mega-superávits.<sup>(276)</sup>

A década de oitenta se caracterizou por mudanças nos sistemas financeiros assistidas por inovações tecnológicas nas comunicações que anunciaram uma era totalmente nova, com o surgimento dos mercados financeiros mais sofisticados como nunca antes vistos. Com as divisas, as commodities e os bônus de corporações e governos emitidos e negociados a qualquer momento ao redor do mundo.<sup>(277)</sup> A principal consequência desse fluxo de capitais em securities foi a expansão do investimento em carteira de ativos estrangeiros por grandes instituições não financeiras, como fundos de pensão, companhias de seguro e trusts de investimento. Se os bancos transnacionais financiaram o desequilíbrio global nos anos setenta, esses investidores institucionais financiaram desequilíbrios, ainda maiores, nos anos oitenta. Excetuando o ano de 1987, quando a intervenção oficial financiou o desequilíbrio, foram essas instituições que financiaram o desequilíbrio global, implicando no desenvolvimento do processo de desintermediação.

---

<sup>276</sup> Sobre a reciclagem dos excedentes japoneses, ver: Ozawa, T. Le Recyclage des Excédents Japonais, Paris, 1989. OCDE.

<sup>277</sup> Para uma visão completa dessas mudanças, ver: Khoury, Sarkis J. (1990) The Deregulation of the World financial Markets: Myths, Realities, and Impact. É curioso o sentido das operações dos mercados financeiros com as bolsas se sucedendo na seguinte ordem: Londres-Nova Iorque-Chicago-São Francisco-Tóquio-Hong-Kong-Singapura-Bahrein (sentido inverso da rotação da terra).

As principais características dessa tendência se resumiram na radical diversificação dos ativos domésticos para os ativos estrangeiros e na grande expansão nos ativos institucionais. Tres fatores normalmente são apontados como responsáveis por essa tendência : os investidores não institucionais retiraram seus recursos dos bancos e os aplicaram no circuito não controlado por bancos (fundos de pensão e as seguradoras) ; houve uma forte expansão na riqueza do setor privado e uma massiva diversificação em ativos estrangeiros tomou lugar. No primeiro caso, a aplicação dos recursos nas carteiras dos investidores institucionais (por meio da demanda por seguro e pensão) retirando dos depósitos dos bancos ; e uma vez que essas instituições não bancárias mantêm a maior proporção de seus ativos em moedas estrangeiras, isto acabou aumentando as aplicações no exterior.

A combinação do crescimento acentuado da riqueza do setor privado no decorrer dos anos oitenta com a mudança para o investimento institucional, originou um enorme aumento nos fundos de investimentos institucionais. Por exemplo, os ativos das seguradoras e dos fundos de pensão no Japão e na Inglaterra multiplicaram por quatro durante a década. Durante a segunda metade dos anos oitenta, foi tamanho o crescimento da riqueza - mais que uma propensão maior a investir no exterior - que provocou um forte crescimento dos fluxos de capital. A proporção de securities estrangeiras nas carteiras dos fundos de pensão, seguradoras e outras instituições financeiras, aumentou repentinamente em um determinado número de países. No limiar da liberalização, houve um aumento acentuado da participação de securities estrangeiras nas carteiras dos fundos e das seguradoras japonesas e inglesas, que desempenharam o papel mais importante nesse movimento na primeira metade dos anos oitenta. Todavia, desde 1985, o crescimento tem sido sustentado mais pelo total dos ativos do que pela diversificação (os dados detalhados dessas mudanças estão em Turner, P. 1991, 65-72).<sup>(278)</sup>

Outro aspecto importante para estudo dessas mudanças diz respeito ao papel dos empréstimos bancários além das fronteiras nacionais (operações transnacionais dos bancos). No global, o movimento de **operações transnacionais dos bancos**, no passado, representava uma pequena parte da economia mundial. Na metade dos anos sessenta, o montante dessas operações era em torno de 1% do Produto Interno Bruto das economias de mercado do mundo. Na metade dos anos oitenta, essas atividades atingiam cerca de 20% do Produto Interno Bruto dessas economias. Uma comparação com as atividades comerciais é muito mais contundente.

---

<sup>278</sup> As transações internacionais em securities (bônus e ações) atingiram, em 1989, cerca de 5.5 trilhões de dólares: com os bônus representando 4.8 trilhões. As transações em equities multiplicaram por sete entre 1980-1989, enquanto as em bônus multiplicaram por trinta vezes no mesmo período. A magnitude das compras e vendas efetuadas sugerem que se trataram de operações de curto prazo, com as posições sendo revertidas relativamente rápido. Os anos oitenta foram marcados pelo desequilíbrio nos balanços de transações correntes. No início da década (1982) estava entre 50 - 100 bilhões de dólares/ano ; na segunda metade da década pulou para exceder 300 bilhões/ano. O fluxo de capitais expandiu fortemente ultrapassando 600 bilhões de dólares. As transações financeiras internacionais de capitais mais que dobrou entre 1986-1989, com uma taxa de expansão maior que o comércio de bens e serviços. Para 1989, as transações financeiras internacionais foram estimadas em cerca de 650 bilhões de dólares/dia, cerca de quarenta vezes a média das transações comerciais.

Considerando-se que a função normal das operações de crédito dos bancos internacionais é facilitar o comércio, na metade dos anos sessenta essas operações representavam cerca de 10% do volume do comércio das economias de mercado. Mas, decorridas as duas últimas décadas, o crescimento das operações transnacionais dos bancos superou a expansão do comércio internacional, chegando na metade dos anos oitenta com o volume que excedia o comércio internacional de todas as economias de mercado combinadas.<sup>(279)</sup>

O mais importante a considerar, porém, é o fato dos bancos transnacionais transcenderem suas operações tradicionais e se tornarem o centro da auto-geração de um boom financeiro nos anos setenta.<sup>(280)</sup> Não é surpresa que esse boom estivesse ligado a novos métodos da especulação financeira.<sup>(281)</sup> Aparentemente é paradoxal que esse boom coincidissem com a crise e instabilidade das economias. No entanto, a lógica está com a transformação dos déficits dos governos em parte cada vez mais importante da economia.<sup>(282)</sup>

O que foi analisado até agora, nos leva a adiantar algumas conclusões preliminares sobre as implicações da atuação das instituições financeiras e não-financeiras japonesas (Corporações, Securities Houses e os city Banks), no âmbito dos mercados de capitais globalizados, no decorrer dos anos oitenta. Cabe considerar, neste contexto dos mercados globalizados, a relevante participação das operações de financiamento das corporações japonesas no mercado internacional de títulos (International Bond Market), a despeito, paradoxalmente, da condição do Japão ter sido o maior exportador líquido de capitais na segunda metade dos anos oitenta.<sup>(283)</sup>

Desde 1986, as instituições privadas japonesas (investidores institucionais) têm surgido como o único grupo mais importante a se utilizar do mercado internacional de títulos (ver tabela 3.1). Eles tem tido proeminência em segmentos do mercado como o do dólar e franco

---

<sup>279</sup> Ralph C. Bryant, International Financial Intermediation (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1987), p.22. Eaton, J. (1994) Cross-Border Banking. NBER Working Paper Series. n.4686. March.

<sup>280</sup> Segundo estudos recentes, destacam-se: a denominada privatização da liquidez internacional e do financiamento internacional do desenvolvimento, principalmente no decorrer dos anos setenta; e a performance dos bancos nos anos oitenta que combinou deterioração e o desenvolvimento de instrumentos financeiros sofisticados (inovações financeiras). Ver: Ruffini, Pierre-Bruno (1983) Les Banques Multinationales. PUF; e Frankel, A.B. and Montgomery, J.D. "Financial Structure: An International Perspective", Brookings Papers on Economic Activity, 1:1991, pp.257-310.

<sup>281</sup> Este pode ser o caso do financiamento dos takeovers. The Economist, abril 27th 1991.

<sup>282</sup> Esses déficits que se concentraram inicialmente no Japão e na Alemanha, hoje se concentram nos Estados Unidos. Excedentes da Alemanha e do Japão e déficit norte-americano. A amplitude dos fluxos de financiamento, como dos estoques dos ativos que são acumulados nesta ocasião quebram o quadro dos sistemas financeiros nacionais. (Aglietta e Brender, 1990)

<sup>283</sup> Neste particular, é importante considerar os fatores institucionais e regulatórios que afetam a emissão de títulos (a securitização) pelas instituições japonesas no mercado doméstico (ver, sobre esta regulamentação: The Development of The International Bond Market, R. Benzie. BIS Economic Papers, n.32, jan. 1992, p.61).

suiços, e cerca de dois terços de suas emissões estão relacionadas com ações (equity warrant bond).<sup>(284)</sup>

TABELA 3.1  
Emissões de Títulos Externos

ANOS	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Total	147.2	227.1	180.8	227.1	255.7	222.9	297.1
Emissões Japonesas	21.6	34.4	44.4	51.3	97.5	55.4	70.7
Taxa Fixa	11.4	15.7	13.4	14.2	20.7	20.2	37.6
Taxa Flutuante	2.3	1.8	2.2	0.7	0.4	8.0	1.7
Conversíveis	4.8	2.5	6.8	7.1	11.7	6.5	2.7
Equity Warrants	1.1	12.4	21.2	28.5	64.0	20.2	28.6

FONTE: OECD Financial Markets Trends. BIS Econ. Papers, n. 34, p. 76.

O maior percentual dos títulos conversíveis emitidos pelas instituições japonesas foram oferecidos no mercado doméstico (entre 1986 - 1989 mais que dobrou devido ao relaxamento do requerimento da colateralidade). O maior percentual dos títulos conversíveis emitidos por essas instituições no mercado internacional foi denominado em francos suíços. E a maior parte dos títulos emitidos por essas instituições com equity warrants foram denominados em dólar (muito pouco desses títulos foram emitidos por essas instituições no mercado doméstico).

O período de **boom** dessa expansão refletiu o crescimento enorme da emissão de títulos por parte das corporações japonesas (juntando mercado doméstico e externo - ver tabela 3.2).

<sup>284</sup> Este título é um instrumento que no momento de sua emissão consiste de dois componentes distintos, um componente do título de taxa fixa e uma garantia, sendo que esta última habilita seu detentor a comprar uma ação de uma companhia a um preço fixo a qualquer momento do período pré-especificado. Portanto, para os investidores a principal atração desse papel é devido às expectativas de altas no mercado de ações de Tóquio. O preço de compra dessa garantia é estabelecido acima dos preços correntes das ações, e a garantia só tem valor quando existe a possibilidade dos preços das ações aumentarem acima do preço exercido pela garantia. Os dois componentes de um título com esse tipo de garantia pode ser negociado e mantido separadamente na medida em que a emissão toma lugar (o componente é referido como "ex-warrant"). A emissão internacional é preferida em relação à doméstica devido ao fato dos procedimentos para emissão de títulos domésticos ser muito regulamentado (accepted practice). Existem restrições como requerimentos de linhas gerais e colateral, sistema de comissão dos bancos, requisitos mais rigorosos para emissão doméstica que para emissão externa; e a segunda característica importante dessa emissão é que pouco foi denominado em iene.

TABELA 3.2

Emissões das Corporações Japonesas (Mercado Interno/Externo)  
em Bilhões de Dólares (Anos Fiscais)

Doméstico				
	Straight bonds	Conversíveis	Warrants Bonds	Total
1980	8.1	-	-	8.1
1985	8.1	13.0	-	21.1
1988	8.9	56.7	-	65.6
1989	8.9	61.5	6.5	76.9
1990	23.5	6.5	3.2	33.2
1991	33.2	10.5	3.2	46.9
Externo				
	Straight bonds	Conversíveis	Warrants bonds	Total
1980	1.6	4.0	-	5.6
1985	19.4	7.3	8.1	34.8
1988	12.1	8.9	39.7	60.7
1989	20.2	13.7	67.2	101.2
1990	38.8	4.0	21.8	64.6
1991	35.6	4.0	29.1	68.7

FONTE: BIS Economic Papers, n. 34, 1992, p. 76 (taxa média de novembro 1988 iene/dólar)

O declínio do interesse na emissão de ações no início dos anos noventa forçou as corporações a reverter à emissão dos tradicionais straight bonds numa escala nunca vista antes (considere-se o financiamento das corporações via títulos, ações e equity-related bonds, ver tabela 3.3).

TABELA 3.3

## Financiamento das Corporações em Bilhões de Dólares

	Equity-related bonds	Ações	Straight bonds
1981	40.5	32.4	16.2
1989	234.9	81.0	20.2
1990	81.0	48.6	40.5
1991	113.4	64.8	60.7

FONTE: BIS Economic Paper, n. 34, p. 77.

Obs.: "Equity-related bonds" são títulos conversíveis e com garantias; "straight bonds" são os que incluem colocações privadas. Ambos domésticos e externos estão incluídos.

Outro aspecto relevante dessas emissões das instituições japonesas é o fato da moeda em que são denominados esses títulos (predominantemente dólar em lugar do Iene, ver tabela 3.4). Cabe um comentário para esse fato, pois, a demanda por esses títulos é predominante dos investidores japoneses. Uma primeira explicação está na rigidez das condições de revenda dos títulos em iene para os residentes no Japão. Para esses títulos, a revenda é proibida por dois ou três meses depois de emitidos, enquanto que para os títulos em moeda estrangeira metade dos títulos emitidos pode ser revendida neste período. Um segundo fator está relacionado com as expectativas de um eventual relaxamento das regras que separam os bancos e as securities houses. A esperança de liberalização tem levado os bancos japoneses e as securities companies a uma forte competição cada nos mercados externos em áreas fora das restrições do mercado japonês.

As securities companies estão inclinadas a promover o Euro-Dollar bonds porque isto leva-as a desenvolver os serviços no exterior, que não podem ser feitos em Tóquio, onde esse tipo de atividade foi reservada aos bancos. Esse processo competitivo leva os concorrentes a oferecer taxas melhores que o mercado para operações externas (via swaps, por exemplo). Essas são razões que parecem explicar a preferência pelos fundos em moeda estrangeira.

A relevância do aumento dos fundos das corporações japonesas no Euro-market tem tido uma importante consequência no sentido de tornar as securities houses os maiores operadores desse negócio no Euro-bond. Até 1985, apenas uma companhia japonesa (Nomura) fazia parte das dez maiores do Euro-bond underwriters. Desde então, ele se manteve no topo, com outras três fazendo parte das dez maiores (ver tabela 3.5). Por outro lado, essas securities houses tem se tornado os maiores dealers no mercado de títulos do Tesouro dos EUA, com Daiwa e Nomura obtendo o primary dealerships em N. York (dec. 1986).

TABELA 3.4

Emissões de Títulos pela Denominação da Moeda  
(em bilhões de dólares)

Nac. do Emissor	Dólar	Franco Suiço	Iene	Deutsche Mark	Pound Sterling
Japão					
1985-89*	34.7	9.0	2.1	1.6	0.3
1990	33.7	9.8	7.3	1.5	0.2
1991	28.3	9.3	23.6	5.1	0.9
Alemanha					
1985-89*	1.7	0.6	0.2	4.5	0.2
1990	0.5	1.9	0.4	4.3	0.4
1991					
Reino Unido					
1985-89*	6.5	0.8	0.7	0.4	9.8
1990	1.7	0.5	1.0	0.5	14.9
1991	2.1	0.5	0.2	0.4	16.9

\* médias anuais

FONTE: OECD Financial Trends, vários números.

TABELA 3.5

Posição das Securities Houses Japonesas no Euro-Bond

Anos	1977	1981	1985	1987	1988	1989	1990	1991
DAIWA	19	17	12	5	5	2	4	3
NIKKO				4	9	4	7	8
NOMURA	17	16	8	1	1	1	1	1
YAMAICHI		14	19	6	8	3	11	7

FONTES: Dufey (1990). Euromoney Annual Report and Financial Times.

Essa avaliação da performance dos conglomerados financeiros e não-financeiros japoneses nos mercados de securities, durante o boom dos anos oitenta, destacou as consequências do processo de desregulamentação financeira e o movimento de crise da

economia japonesa no início dos anos noventa, que tem sido denominado por "bubble economy".<sup>(285)</sup>

A crise levou a uma revisão da tendência predominante nos anos oitenta para os investimentos de portfólio por parte do investidor institucional japonês. As companhias de seguro, maiores investidores institucionais, reduziram a participação dos ativos estrangeiros em seus portfólios de cerca de 15% em 1989 para 7% em 1994. As operações transfronteiras com ações e obrigações reduziram substancialmente desde 1991 caracterizando a mudança de estratégia do investidor institucional japonês. (ver tabela 3.6)

**TABELA 3.6**

**Operações Transfronteiras de Ações e Obrigações  
(em % do PIB)**

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
USA	9.0	35.1	89.0	95.6	106.6	128.8	131.1	135.5
Japão	7.7	63.0	120.0	91.9	71.8	77.8	60.0	65.7
Alemanha	7.5	33.4	57.3	55.6	85.2	170.8	159.3	168.3
França	-	21.4	53.6	78.7	121.8	186.8	201.4	178.2
Itália	1.1	4.0	26.6	60.3	92.1	191.9	206.8	250.9
Canadá	9.6	26.7	64.4	81.3	113.2	152.9	209.7	192.0

FONTE: Banco de Compensações Internacionais, 66th Annual Report.

### 3.4. CONCLUSÃO: CARACTERÍSTICAS DO RENTISMO CONTEMPORÂNEO

As seguintes tendências dos mercados financeiros, são consideradas relevantes para a trajetória do rentismo contemporâneo. O aumento significativo do fluxo de capitais entre os países industrializados e a marginalização dos países em desenvolvimento. As entradas de capitais nos países importadores de capital compensaram o declínio na acumulação dos excedentes domésticos. O crescimento rápido no investimento direto, particularmente entre países industrializados, e a securitização do fluxo de capitais com a emissão de bônus substituindo os empréstimos bancários.

<sup>285</sup> Sobre as tentativas de formulação de modelos para explicar o comportamento dos mercados especulativos sob incerteza, ver: Orléan, A. (1992) "Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers" *Revue Économique* vol.43 no.4 juillet; Orléan, A. (1990) "Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers" *Revue Économique* vol.41 no.5 september; e para uma visão do caso do Japão, ver: Aglietta, M. "Les dérapages de la finance japonaise" *Economie Prospective Internationale* no.51, 1992, Paris, Centre D'Etudes Prospectives et D'Informations Internationales.

O primeiro ponto a ser destacado sobre a trajetória do rentismo contemporâneo, neste contexto, vincula dois tipos de mudanças recentes nas finanças das corporações e na gestão de uma riqueza financeira crescente, ou, como tem sido denominado esse movimento de mudanças, na gestão dos investimentos de portfólio: "money-manager capitalism" (Minsky, H.P.1992).

A trajetória do rentismo foi analisada sob a óptica das mudanças no padrão de financiamento, baseado nas finanças das corporações, a partir da difusão de inovações financeiras, destacando-se duas tendências principais: a) a tendência de uma nova situação em Wall Street, a qual combinou elevados rendimentos com diversificação de portfólios dos investidores institucionais, propiciando os recursos e as inovações financeiras para os movimentos de fusões e reestruturações, denominado "money-manager capitalism" por H.P.Minsky<sup>(286)</sup>. Esse movimento implicou em mudanças na estrutura financeira das corporações, dos bancos, das instituições financeiras e, principalmente, outros investidores institucionais, como no caso dos fundos de pensão; b) e a tendência do movimento de globalização dos mercados financeiros (globalização dos investimentos de portfólio dos investidores institucionais) que seguiu o princípio da securitização.<sup>(287)</sup>

No primeiro caso, o tratamento teórico do rentismo contemporâneo, em ambiente de instabilidade estrutural, considera a relação entre as inovações financeiras e a concepção da fragilidade financeira<sup>(288)</sup> (apresentada no modelo simplificado de investimento em uma carteira de ativos financeiros, a partir da teoria de determinação do investimento formulada por Minsky).<sup>(289)</sup> No segundo caso, são consideradas as mudanças estruturais verificadas nos mercados financeiros relevantes ao rentismo contemporâneo no espaço-tempo do padrão de concorrência (o modelo analítico da relação entre inovações e flexibilidade financeira).<sup>(290)</sup>

Uma nova fase das finanças internacionais, iniciada com o fim da regulação do pós-guerra (Ordem de Bretton Woods), foi encerrada, em 1985, quando os Estados Unidos

---

<sup>286</sup> A sugestão de Minsky destaca o fato das principais instituições administradoras de dinheiro, como no caso dos fundos mútuos, de pensão, departamentos dos bancos e os rendimentos das companhias de seguro constituírem o que ele denominou de "money manager capitalism". Minsky, H.P. Reconstituting the United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues. Working Paper, n.69, The Jerome Levy Economics Institute, NY, 1992, p.32.

<sup>287</sup> Sobre essas mudanças, ver: Aglietta, M. et alii Globalisation Financière: L'Aventure Obligée, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, Economica, 1990.

<sup>288</sup> Como uma variedade patológica da instabilidade estrutural conforme definida por Vercelli, A. (1991) op.cit, pp.214-218.

<sup>289</sup> Não ignoramos o debate sobre as teorias keynesianas do investimento, apenas consideramos para nosso objetivo o que há de relevante e compatível na abordagem de Minsky, em particular, sobre investimento e decisão de portfólio. Sobre o debate, ver: Crotty, J. "Is New Keynesian investment theory really 'Keynesian'?" reflections on Fazzari and Variato, in: *Journal of Post Keynesian Economics/ Spring 1996*, vol.18, n.3, pp.333-357; Fazzari, S.M., and Variato, A.M. "Varieties of Keynesian investment theories: further reflections." in: *Journal of Post Keynesian Economics/ Spring 1996*, vol.18, n.3, pp.359-368.

<sup>290</sup> Essas mudanças econômicas serão tratadas no âmbito metodológico da concepção de instabilidade estrutural a partir do estudo de Vercelli (1991) op.cit e do estudo de Krugel, J.A. (1992) "Some Considerations on the Causes of Structural Change in Financial Markets" in: *Journal of Economic Issues*, vol. XXVI, n.3 September, pp.733-747.

passaram à condição de devedor (país deficitário) e o Japão à condição de nação credora (superavitária). Esse período singular na história das finanças internacionais combinou : o crescimento do mercado de eurodólar (euromercado) e o fim do sistema de Bretton Woods (crise da Pax Americana) ; as duas fases do movimento de globalização dos mercados financeiros, abrangendo as décadas de setenta e oitenta, com a montagem do endividamento dos países em desenvolvimento e a implosão do sistema de reciclagem dos petro-dólares; a crescente integração financeira dos países desenvolvidos e a evolução do déficit norteamericano <sup>(291)</sup> ; e a mais importante mudança nas finanças internacionais configurada na reversão histórica das posições financeiras entre os Estados Unidos e o Japão. <sup>(292)</sup>

Outro aspecto importante, neste contexto, foi o fato dos "mega-superávits" do Japão associados aos "mega-déficits" do "Big Government USA", no decorrer dos anos oitenta, terem contribuído para mudar o padrão de concorrência nos mercados financeiros com aparecimento da volatilidade dos investimentos e do risco sistêmico nesses mercados financeiros globalizados.

A década de oitenta tem sido caracterizada nos estudos sobre mudanças recentes no sistema financeiro norteamericano, como uma década de dramática expansão das incorporações e aquisições a nível das finanças das corporações ; dos bancos (atingidos pelo movimento de desintermediação bancária) ; no mercado financeiro (crédito e de capital) e nas tecnologias de introdução e difusão de inovações financeiras. Esse conjunto de mudanças esteve associado, principalmente, ao processo de reestruturação que ocorreu na segunda metade da década (as fusões, as aquisições alavancadas e o endividamento envolvendo low-grade "junk" bonds <sup>(293)</sup>). <sup>(294)</sup>

---

<sup>291</sup> Sobre essas mudanças, ver : Aglietta, M. et alii *Globalisation Financière: L'Aventure Oblivée*, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, Economica, 1990.

<sup>292</sup> Ver Gilpin, R. (1987), op. cit. p. 328

<sup>293</sup> "junk-bonds" são debêntures de alto risco que fomentou as iniciativas de uma nova geração de "corporate raiders" (literalmente, "ataque a empresas" consistindo na compra de ações cujo valor de mercado é inferior ao seu patrimônio líquido). Esses corporate raiders (aquele que ataca de surpresa) são os organizadores dessas investidas, pretendendo adquirir suficiente controle acionário das empresas para desmontá-las e vendê-las pedaço por pedaço, obtendo lucro imediato mas destruindo-lhe a capacidade produtiva. Os junk-bonds sustentaram grande parte do processo de alavancagem financeira (mecanismo para modificar-ampliar o rendimento financeiro interno de uma corporação ou investidor recorrendo a capital de terceiros). As junk-bonds, literalmente, "debêntures de rebotalho", ofereciam elevadas taxas de juros que pretendiam compensar o risco incorrido. Michael Milken, da corretora Drexel Burnham Lambert, considerado promotor ímpar de emissão dessas junk-bonds, foi saudado como um inovador no ramo das finanças. Sua renda em 1987, 550 milhões de dólares, foi julgada remuneração apropriada para uma figura tão inventiva, da estatura de um Thomas Edison. Em 1986 e 1987, a Drexel ganhou mais dinheiro na subscrição das securities das corporações do que qualquer um dos maiores de Wall Street (First Boston, Salomon Brothers, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley e Shearson Lehman Hutton). Em 1986 a Drexel subscreeveu 960 milhões, 350 mais que o segundo colocado Salomon Brothers; em 1987, assumiu a liderança subscreevendo 427 milhões, cerca de 140 milhões mais do que o segundo colocado First Boston. Junk representava cerca de 25% do total do mercado de bônus das corporações então estimado em 650 bilhões (The Economist June 11, 1988, p. 15, America's Capital Markets Survey). Galbraith, J.K. (1992) faz uma observação crítica sobre a situação predominante na "corporate business nos anos oitenta": "A competência e superior diligência do sr. Milken enquanto vendedor (às vezes chamado de promovedor de vendas) não está sendo posta em dúvida, mas a descoberta de que debêntures de alto risco alavancadas sobre ativos limitados devem oferecer uma taxa de juros mais alta certamente não está no mesmo nível de uma invenção como a da lâmpada elétrica. Novamente a roda, aqui numa versão particularmente frágil." pp. 14-15

Estudos sobre o processo de introdução e difusão de inovações recentes nos mercados financeiros, têm destacado a proliferação de novos produtos que tornam obsoletas as regulamentações restritivas às atividades das instituições financeiras, e, principalmente, estabelecem uma elevada volatilidade nos mercados de títulos, ações e monetários, além das falências de instituições de depósitos.<sup>(295)</sup> Um comentarista descreve a situação:

*"The financial world is much less stable at the end of the '80s than at the beginning of the '80s. It's much more highly leveraged. It's much more speculative, and the markets are much more volatile and much less value related... I think the new financial products certainly have contributed greatly to the increased speculation and instability".* [quoted in the Wall Street Journal, December 21, 1989, p.C1]. (comentário de Felix Rohatyn, citado por Carter, M. (1991-92) op.cit., p.170).

Esta situação inédita pode ser constatada a partir das interpretações atuais sobre os efeitos das inovações financeiras recentes.<sup>(296)</sup> A versão do mainstream é que as inovações e a desregulamentação são respostas criativas do mercado para aumentar a instabilidade macroeconômica, reunindo a habilidade das instituições financeiras em competir com a volatilidade dos mercados financeiros e introduzir a eficiência dos processos de intermediação financeira. Esta visão se baseia no fato de que as inovações financeiras aumentam a liquidez dos investimentos financeiros e permitem as instituições se livrarem de vários riscos envolvidos ao fazerem e tomarem empréstimos, assumindo apenas os riscos para os quais estiverem melhor preparados a correr. Numa visão alternativa, as inovações financeiras têm efetivamente aumentado a volatilidade e levado a uma estrutura financeira excessivamente alavancada (Wolfson, 1990; Minsky, 1986; Carter, 1991-92). Portanto, não há divergência fundamental entre essas

---

<sup>294</sup> Sobre a reestruturação parcial do sistema industrial norte-americano, ver: Tavares, M. da C. Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais: a Modernização Conservadora, Revista Economia & Sociedade, n.1, IE/Unicamp, Campinas, 1992; Cintra, M.A.M. As Transformações Recentes na Estrutura Financeira das Corporações Norte-Americanas, IESP/FUNDAPI/São Paulo, 1993, mimeo.

<sup>295</sup> É interessante observar o que J.K. Galbraith (1992) diz sobre especulação e inovação: "Somente após o colapso especulativo é que a verdade vem à tona... gênio financeiro é antes da queda... Em todo episódio especulativo há sempre um elemento de orgulho quando se descobre algum instrumento financeiro ou oportunidade de investimento aparentemente nova e altamente recompensadora. O indivíduo ou instituição que faz tal descoberta é considerado como magnificamente mais avançado que as turbas. Seu insight parece ser confirmado quando outros correm para tirar proveito de suas próprias visões, apenas ligeiramente posteriores. Esta percepção de algo novo e excepcional gratifica o ego do participante do episódio especulativo, esperando-se que garatifique também seu bolso. E, por um tempo, é o que acontece. Entretanto, no que se refere a novos instrumentos financeiros, a experiência nos proporciona uma regra firme e em poucas outras questões econômicas é tão importante entendê-la, embora em poucas outras questões ele seja tão desconsiderada. A regra é a seguinte: as operações financeiras não se prestam à inovação. O que repentinamente se descreve e se celebra é, sem exceção, uma ligeira variação de algum modelo estabelecido, um modelo que deve seu caráter distintivo à brevidade supramencionada da memória financeira. O mundo financeiro não cessa de saudar a reinvenção da roda, muitas vezes em versões progressivamente mais instáveis. Toda inovação financeira envolve, de uma forma ou de outra, a criação de débito, garantido em maior ou menor grau por ativos reais." p.13

<sup>296</sup> Sobre a evolução das instituições financeiras, ver: Niggie, C.J. The Evolution of Money, Financial Institutions, and Monetary Economics, JEI, vol. XXIV, n.2 June 1990; Boissieu, C. de Quelques réflexions sur l'analyse économique des innovations financières Economie appliquée, tome XXXIX, 1986, n.3, pp.449-472.

visões distintas dos efeitos das inovações financeiras. Na década dos oitenta, a maioria das mudanças relevantes nos mercados financeiros e nas práticas de financiamentos que ocorreram nos mercados de débitos. Isto ficou evidenciado pelo conjunto de inovações financeiras: a) aquelas que permitem aos investidores e instituições financeiras administrarem o exposure de seus portfólios que alteram os valores devido mudanças nas taxas de juros e de câmbio; b) aquelas que abrem fontes alternativas de fundos de empréstimos bancários para corporações financeiras e não-financeiras; c) e aquelas que permitem aos bancos tornar líquidos suas carteiras de investimento e economia em capital regulamentar requerido.<sup>(297)</sup> No primeiro caso, trata-se da possibilidade de fazer hedge contra os riscos de juros e câmbio (o que esteve de acordo com a grande instabilidade dos anos oitenta)<sup>(298)</sup>; o segundo caso, significou " securitizar " no curto e no longo prazos (securitizar os instrumentos tradicionais de empréstimo-crédito)<sup>(299)</sup>; e, no terceiro caso, trata-se de reduzir o custo das restrições da regulamentação.

A primeira incursão, segundo essa nova realidade, no mercado de crédito tradicional dos bancos comerciais foi a evolução do commercial paper market, através do qual as corporações satisfaziam suas necessidades de capital de giro<sup>(300)</sup>; e no decorrer dos anos oitenta, o processo de securitização se estendeu ao mercado de empréstimos para longo prazo. Os tomadores de empréstimos procuravam levantar esses recursos em condições vantajosas no mercado de Euro-bond, principalmente na forma de FRNs (Floating Rate Notes), antes que por meio dos créditos sindicalizados pelos bancos.<sup>(301)</sup>

---

<sup>297</sup> Ver Carter, M. (1991-92) op. cit. p. 173.

<sup>298</sup> Por exemplo, foi estimado que mais de 75% de todas as emissões de eurobonds em taxas fixas são pactuadas com swaps de câmbio e juros. Carter, M. (1991-92) op. cit. p. 174. Os intermediários financeiros podem incorrer em riscos crescentes de várias maneiras. Eles podem especular em taxas de curto prazo de câmbio e juros fazendo posições nos mercados futuros e de opções. Entre 1982 e 1987 as ações dos 10 maiores bancos dos Estados Unidos aumentaram 32%, os rendimentos líquidos aumentaram 42%, e os ganhos com transações em câmbio 136% (Carter, M. 1991-92, op. cit. p. 174).

<sup>299</sup> Ver : Carter, M. (1991-92) op. cit. p. 176.

<sup>300</sup> Entre 1978 e 1988 volume no mercado de commercial paper cresceu de \$65 bilhões para mais de \$450 bilhões - cresceu sete vezes - enquanto os empréstimos bancários de curto prazo apenas triplicaram. Na medida em que os bancos são obrigados a manter alguns de seus ativos na forma não disponível de reservas, e também manter um mínimo percentual do total de seu capital, eles ficam impossibilitados de oferecer financiamento no curto prazo em condições competitivas com instituições desregulamentadas e o e os fundos que adquirem commercial papers.

<sup>301</sup> O BIS faz uma classificação desses instrumentos em quatro tipos principais : Note Issuance Facilities (Nifs) que tem a vantagem imediata de que seu prazo é flexível - uma dívida de curto prazo que se transmuda numa de médio prazo ; Currency and Interest rate swaps, permitem a permuta (swaps) entre agentes que detêm compromissos em diferentes moedas e distintas condições de taxas de juros. São transações em que as partes obtêm garantias compensatórias (hedge) contra os riscos de flutuações nas taxas de juros e nas taxas de câmbio; Foreign currency and Interest rate options, trata-se de um mercado de opções em moedas e taxa de juros, que segundo o BIS, uma opção é um contrato transferindo o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um instrumento financeiro específico a um preço fixo, antes ou numa data determinada no futuro. As opções diferem dos instrumentos financeiros no que se refere aos padrões de risco que produz (mercado e crédito) ; Forward rate agreements (Fras) trata-se de um acordo entre dois agentes em que um deseja proteger-se contra uma elevação futura taxa de juros, enquanto o outro que proteção contra a queda da taxa. (para uma visão detalhada dessas inovações, ver : Braga, J.C. 1989)

Esta nova situação é evidenciada quando da consideração dos mercados de ativos financeiros (títulos, ações, etc.), nos quais securities<sup>(302)</sup> podem, por exemplo, passar de um proprietário a outro todo o dia sem, no entanto, provocar alguma consequência relevante, necessariamente, sobre os negócios que representam. Portanto, securities constituem uma forma de riqueza com a propriedade da liquidez<sup>(303)</sup> e uma expressão adequada do rentismo, tornando-se, assim, altamente conveniente para os seus possuidores rentistas. Neste sentido, o principal papel econômico de um estoque de securities reside na preservação e expansão da riqueza rentista, antes mesmo que a provisão de finance<sup>(304)</sup>, para a indústria e governo (déficit público) ou o financiamento de um ativo de capital<sup>(305)</sup>. A tendência do movimento de fusões e incorporações tem demonstrado a relevância desses mercados na última década na economia norte-americana.<sup>(306)</sup>

---

<sup>302</sup> Este termo, *strictu sensu*, significa títulos o qual traduz uma tendência recente dos mercados internacionais de capitais onde a emissão de títulos tem substituído progressivamente os empréstimos bancários tradicionais. Desde 1984, assiste-se a uma explosão das emissões, principalmente por parte de instituições não-financeiras, e os créditos contraídos sob a forma de empréstimos sindicalizados têm reduzido seu montante sensivelmente (em 1980 os créditos internacionais somavam cerca de 160 bilhões de dólares e as obrigações cerca de 28 bilhões de dólares; já em 1985 os créditos representavam cerca de 100 bilhões de dólares e as obrigações cerca de 125 bilhões de dólares, segundo relatório 56, do BIS, de junho de 1986. *Lato sensu* o termo significa bonds e equities (títulos e ações).

<sup>303</sup> Como a incerteza cria a procura por segurança é preciso definir estratégias mais adequadas para acumular riqueza em face de imprevistos. Neste caso, o dinheiro enquanto ativo é considerado o meio de mais adequado de acumular riqueza na medida em que para os agentes econômicos se traduz em poder de comando sobre qualquer forma de riqueza. É a incerteza incontornável quanto ao futuro que, em última instância, justifica uma preferência por liquidez (manter riqueza na forma do ativo dinheiro) exceto saldos monetários vinculados ao motivo transações (TG, cap.13 e cap.15) O conceito de preferência por liquidez avalia o temor das pessoas se afastarem do dinheiro no tempo, abrindo mão das características do dinheiro, retendo a riqueza sob outra forma. Todavia, cabe destacar que essa procura pela liquidez deve ser vista segundo uma noção do caráter especulativo dos mercados organizados, conforme já foi visto no capítulo anterior.

<sup>304</sup> Segundo Keynes, a idéia de finance está associada com a demanda por liquidez causada por sua necessidade no período que medeia a decisão de investir e o momento do gasto. Ao considerar o papel do fundo finance, Keynes deixa implícito uma distinção importante: uma coisa é como reconstituir o fundo finance, o que normalmente se verifica quando da realização do gasto; outra coisa é como financiar a aquisição de um ativo. No primeiro caso, a demanda finance é apenas uma questão de liquidez corrente, um problema de recomposição da liquidez macro.

<sup>305</sup> Minsky observa que, na teoria de Keynes, o dinheiro é um tipo particular de bond criado no processo direto ou indireto de financiar o investimento e as posições em ativos de capital. O dinheiro é um ativo pelo fato do contrato financeiro básico ser uma troca de dinheiro agora por dinheiro mais tarde. Abrir mão do dinheiro agora para obtê-lo mais tarde, abrir mão da preferência por liquidez em troca de um rendimento (mais dinheiro) no futuro.

<sup>306</sup> Paul Krugman (1992) faz um comentário sucinto e que bem retrata o espírito das finanças das corporações na década de oitenta destacando o papel dos especialistas em incorporações (takeovers) e compras de controle acionários (leveraged buyouts) de corporações. Segundo Krugman, esses especialistas adquiriram imensas fortunas pessoais não como construtores de empreendimentos produtivos no sentido convencional, mas como mediadores na reorganização da propriedade de empresas, corporações existentes: "A década de 1980 foi uma era de fabulosas fortunas amealhadas nas finanças das corporações. Os heróis dessa era foram os empreendedores: pessoas como Steve Jobs, da Apple, e Mitch Kapor, da Lotus. Mas o dinheiro realmente alto foi para os financistas. Se o final do século XIX foi a era dos barões da espoliação [tycoon business, do capítulo II], os anos 80 foram, numa extensão ainda maior, a era dos magos das finanças. De fato, as realizações dos súbitos ricos dos anos oitenta eclipsam, de várias maneiras, as dos barões da espoliação. As grandes fortunas do século XIX cresceram paulatinamente aos empreendimentos aos quais se vinculavam: quilômetro por quilômetro de ferrovia, usina por usina siderúrgica, refinaria por refinaria. As grandes fortunas dos anos 80 surgiram abruptamente, às vezes em questão de semanas, e amiúde com seus proprietários ainda jovens bastantes para desfrutá-las ao máximo. A emergência de súbita riqueza nos mercados financeiros é um dos grandes espetáculos de nossa época. Não podemos compreender a economia norte-americana sem compreender o significado desse fenômeno". p.123 Parte da explicação desse enriquecimento abrupto está na ascensão do insider trading (aquele que vive

Na história recente das fusões e incorporações na economia norte-americana, as décadas de sessenta e setenta se destacaram pela constituição de conglomerados através da diversificação setorial (financiados por trocas de ações ou novas emissões); e a década de oitenta se caracterizou pelo fato da maior parte das aquisições terem sido realizadas pelos "takeover" (tomada de controle acionário), financiados por empréstimos bancários ou por emissões especiais de dívidas. O propósito não era a diversificação mas a compra de empresas por um preço menor do que era esperado obter com a revenda desse controle. Portanto, tratava-se de fazer um endividamento para participar de uma operação especulativa.<sup>(307)</sup> Nos termos da fragilidade financeira<sup>(308)</sup>, as finanças das corporações estiveram, nesse período, vinculadas à dramática expansão das fusões e incorporações ("merger financing")<sup>(309)</sup>. Essa reestruturação foi financiada pela contratação de endividamento, as denominadas "**highly leveraged transactions**" (com elevada relação entre dívidas/ativos).<sup>(310)</sup> Entre 1983 e 1989, as corporações emitiram 160 bilhões de dólares em junk-bonds (os títulos de alto risco), totalizando mais de 35% dos títulos emitidos pelo setor; 2/3 dos "high-yield bonds" oferecidos estavam associados com a reestruturação (LBOs, recompra de ações, recapitalizações alavancadas e outras atividades de reestruturação). Esses títulos substituíram em parte ou na totalidade os fundos oferecidos pelos bancos (comerciais ou de investimentos). Portanto, essas mudanças foram consideradas dramáticas tanto a nível da estrutura financeira nos mercados de "securities" quanto nas técnicas de financiamento. As diferenças entre dívidas e ações como fontes de financiamento reduziram muito. O financiamento do "gap" (a diferença entre a despesa de capital e os recursos próprios)

---

de informações privilegiadas). Esse enriquecimento envolveu quatro dos maiores nomes de Wall Street: Michael Milken, Ivan Boesky, Martin Siegel e Dennis Levine (da Drexel Burnham Lambert Inc., Beverly Hills, chefe dos títulos de alto rendimento; da Ivan F. Boesky Corporation, Nova York, árbitro de câmbio; da Kidder, Peabody & Co., Nova York, banqueiro de investimento; da Drexel Burnham Lambert Inc., Nova York, banqueiro de investimento, respectivamente); acusados de terem criado o maior círculo de tráfico de informações privilegiadas da história financeira. Sobre essa polêmica do escândalo que abalou Wall Street, ver: Stewart, J.B. Covil de Ladrões: o escândalo financeiro que abalou Wall Street, 2ª edição, 1994, Editora Bertrand Brasil, RJ.

<sup>307</sup> Segundo Cintra (1993): "Consequentemente, a capacidade de saldar as dívidas emitidas para financiar as tomadas de controle acionário dependem da realização pós-takeover do valor antecipado dos ativos. Em suma, o endividamento significa participar de uma operação especulativa. As taxas de juros elevadas das transações refletiam esse risco. Se a companhia já estivesse endividada, o efeito de uma tomada de controle acionário, financiada por novas dívidas, era convertê-la automaticamente da categoria de 'bom investimento' para 'investimento de alto risco', produzindo uma redução imediata no seu valor de mercado" p.21.

<sup>308</sup> Com a emissão de títulos de dívida (bônus) substituindo os empréstimos os investidores se tornaram mais receptivos a esses papéis, seus rendimentos e como forma de diversificar os portfólios. Essas mudanças afetaram a equação da riqueza rentista ao alterarem a composição desses portfólios. A fragilidade passou a estar mais associada com a "securitização" do que com os empréstimos bancários.

<sup>309</sup> As atividades de incorporação e aquisições foram expressivas durante a década: o número de transações cresceu moderadamente desde 1983 e acelerou entre 84/86; a aquisição de empresas norte-americanas por estrangeiros, desde 1987, aumentou esse volume.

<sup>310</sup> Isto foi feito por meio de três tipos de highly leveraged transactions: as leveraged buy-outs (LBOs), quando um grupo de investidores compra uma corporação estabelecendo uma nova empresa (compra do controle acionário); as denominadas leveraged acquisitions, quando o novo proprietário é uma corporação com outras fontes de receitas; e as denominadas leveraged recapitalisations quando a corporação retira parte do estoque de ações substituindo capital por dívida (também um mecanismo de defesa contra ameaça de takeover).

mostrou pouca mudança em sua tendência entre 1982 e 1989; enquanto o crescimento dos empréstimos (endividamento) mudou drasticamente refletindo o surgimento das atividades de fusões e incorporações.<sup>311</sup>

As implicações desse processo mudaram a importância relativa dos vários instrumentos de débitos nas finanças das corporações, conforme pode ser observado no quadro 3.3 a seguir.

### QUADRO 3.3

Distribuição dos Recursos nos Mercados de Crédito, 1983-1989,  
para as Corporações Não-Financeiras (percentagem)

Tipo de Instrumento	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Empréstimos de Bancos	37	36.5	23.7	29.9	4.5	21	21
Americanos	32.1	28.8	22.6	24.4	3.2	15.7	14.2
Estrangeiros	4.9	7.7	1.1	5.5	1.3	5.3	6.8
Commercial Papers	-1.5	12.8	11	-4.6	1.6	5.6	10.6
Empréstimos de Financeiras	14.1	9.7	9.6	5.5	11.6	7.6	5.4
Bonds e Notes*	46.5	39.3	72.8	54.7	68	58.3	57.7
Hipotecas	-8.0	-8	-13.5	13.9	10.7	8.3	3.1
Aceites bancários e empréstimos do governo	11.9	2.5	-3.6	.6	3.6	-8	2.2
Total	100	100	100	100	100	100	100
Total (US \$bilhões)	54.8	169.6	132.4	203.8	145.5	207.5	196.0

FONTE: Crabbe, L.E. et alii (1990), p.600.

\*Inclui bonds e notes emitidas pelas corporações americanas no exterior e os bônus isentos de taxas.

<sup>311</sup> Sobre essas mudanças, ver: Crabbe, L.E. et alii. "Recent Developments in Corporate Finance" Federal Reserve Bulletin, volume 76, n.8, august 1990, pp.593-602. Esses autores atribuem esse boom aos investidores altamente sofisticados que duvidavam que os valores das ações de muitas corporações refletissem inteiramente a apreciação em seus ativos durante a inflação dos anos setenta e início dos anos oitenta. Com isso as corporações substituíram ações (outstanding stock) por dívidas (bonds and loans), cujo auge se verificou entre 1988/1989 (entre 1984 e 1990, as corporações emitiram cerca de um trilhão de dólares de dívida - bônus, empréstimos e commercial papers - reduzindo as emissões de ações); com as retiradas ultrapassando novas emissões de forma sem precedente no pós-guerra (situação diferente das incorporações dos anos 60, que foram financiadas pela troca de securities); as aquisições nos anos oitenta estiveram relacionadas com empréstimos de fundos para pagamento da compra dos controles acionários (transferência de controle acionário); as aquisições altamente alavancadas (LBOs), usadas para transferir os ativos para grupos mais fechados. Esse endividamento foi usado para financiar estratégias defensivas como recompras alavancadas, takeovers. Como resultado dessas operações, o endividamento das corporações cresceu rapidamente, com aumento da participação desses compromissos financeiros que absorviam uma parte crescente do produto das corporações. A emissão de títulos privados foi grande na segunda metade dos anos oitenta, a despeito do crescimento no mercado de títulos públicos com risco. O uso da dívida para retirar ações marcou uma taxa de empréstimos das corporações que ultrapassou a necessária para financiar a emissão de capital.

Uma das mudanças mais significativas nas finanças das corporações, com repercussões para a carteira de investimentos rentista (como essas mudanças no financiamento das corporações afetaram a composição desse portfólio), foi o crescimento da importância da emissão de bônus e notas (crescimento do mercado dessas securities); o decréscimo dos empréstimos bancários domésticos (mostrando a mudança na forma de intermediação); e o rápido crescimento do commercial paper (apenas interrompido em 1986), devido a forte compra desses papéis por parte dos fundos mútuos, seus principais clientes.<sup>(312)</sup>

Como foi visto, no início dos anos oitenta, commercial papers e os empréstimos bancários eram classificados como dívidas de curto prazo e os bônus e hipotecas, como de longo prazo; os primeiros com taxas flutuantes e estes com taxas fixas. No entanto, as operações de swaps (interest rate swaps)<sup>(313)</sup> transformaram as taxas de juros flutuantes em fixas; e os mercados secundários viabilizaram a liquidez imediata de títulos de longa duração. No entanto, segundo as conclusões sugeridas por vários estudos, houve uma deterioração da qualidade do crédito das corporações, a despeito dessas inovações, devido a grande emissão de títulos de qualidade duvidosa e elevado grau especulativo (como no caso do colapso do junk market).<sup>(314)</sup> Essa situação pode ser resumida como segue:

---

<sup>312</sup> Segundo Crabbe, L.E. et alii (1990): "The implications of these changes for the maturity structure of the corporate sector's debt are not so clear as they would have been in the past. For one thing, many of the financial developments and innovations in the past decade have eroded the traditional distinctions between debt and equity. Furthermore, a recent regulatory change by the Securities and Exchange Commission, has blurred the traditional distinction between private and public markets for securities." p.601.

<sup>313</sup> O desenvolvimento do mercado de swaps estava em torno de 1,3 trilhões de dólares. Ver Crabbe et alii p.601.

<sup>314</sup> A esse respeito foi comentado sobre as similaridades entre J.P. Morgan um pioneiro dos 'takeovers', que nunca desapareceram da América, mas apenas mudaram de forma, e Michael Milken, nos anos oitenta: "In the takeover boom of the 1980s which Mr Milken came to epitomise, banks and firms stood far apart... Mr Milken was being lionised as the greatest revitaliser of American business since J. Pierpont Morgan. The biggest similarity, however, is financial. What Mr Milken did was to make huge pools of capital available to finance takeovers. A range of investors - banks, savings and loan associations, insurance companies, rich individuals - stood ready to buy high-yield ("junk") bonds. Mr Milken offered a stamp of approval to both sides: investors trusted that he offered only good deals, not bad ones; takeover bidders and bank lenders to the bids got a "comfort letter" from Mr Milken assuring them that the finance would be there if the takeover went ahead. As an intermediary he offered liquidity and unrivalled knowledge of both sides of the market. In return he earned billions. Pierpont Morgan did much the same. He acted as syndicator for huge pools of capital. His name served as a seal of approval that a deal would go ahead and that it would be profitable. He was paid for that seal and for his unrivalled knowledge. He too made billions. This is not condone what either did. Mr Milken was able to offer good deals because he was often breaking the law. The risks to investors in some deals turn out, with hindsight, to have been badly understated which, in turn, helped to create crazily high prices. Morgan was creating monopolies, he was more involved with the business and the actual mergers than Mr Milken ever was, but not necessarily to the good. At the end of their eras, both men became the subject of investigations: Mr Milken's in court last year and Morgan's in front of Congress's Pujos committee in 1912-1913. Unlike Mr Milken though, Morgan did not go to jail. The real differences between the mergers of the 1980s and previous waves do not lie either in the hostility of the bids or the nature of the financing. They lie in why the restructuring took place and in the forms of ownership and capital structure that were assumed to be superior to the old." *International Finance: Gabiers, masters and slaves* The Economist april 27th 1991, p.12. As dívidas das corporações atingiram em 1987 1,8 trilhões, cerca de tres vezes os 586 bilhões de 1976; a participação dos juros nos ganhos dessas companhias era de 50%. The Economist June 11, 1988, p.16. America's Capital Markets Survey.

*"From 1950 until 1970, however, most American firms borrowed chiefly from banks. In 1970 there was only \$7 billion-worth of high-yield bonds outstanding, most of them originally issued as top-notch debt but later downgraded by rating agencies and the market. The junk-default rate in that year was high: 11.4%. But for the next two decades, as the volume of junk outstanding rose to \$15 billion in 1980 and then \$201 billion in 1989, the default rate stayed low... the annual default rate on junk bonds edged up in 1989 to 4% and 1990 doubled to 8.7%. This year (1991) it could reach 12-15%. Even during the good periods, quoting the annual rate was misleading: the proportion of all bonds outstanding that defaulted in any given year was kept low by the huge proportion of new issues in 1986-90. The cumulative default rate - the proportion of bonds originally rated as junk that eventually defaulted - always looked more alarming, at around 30%."*<sup>(315)</sup>

Essas atividades de "takeover"<sup>(316)</sup> (highly leveraged transactions), seja via "leveraged by-outs (LBO)", "leveraged acquisitions" ou "leveraged recapitalisations"<sup>(317)</sup>, tiveram uma participação importante nos negócios dos bancos na segunda metade dos anos oitenta. Os bancos teriam fornecido metade dos créditos para as operações de LBOs, entre

---

<sup>315</sup> Ver Borio, op. cit. pp.9-11. The Economist april 27th 1991, p.25. No fim de 1988 30% do junk emitidos era mantido nas carteiras de investimento das companhias de seguro :30% pelos fundos mútuos e 15% pelos fundos de pensão. No entanto, quando o "junk" se tornou podre em 1989-1990 e Drexel Burnham foi a bancarrota, esses investidores entraram em pânico. Um segmento influenciado pela política do governo, as associações de poupança, investiram em junk bonds, 7% dos bônus emitidos no final de 1988. Essas instituições eram proibidas de investir em ações que eram consiadas de risco elevado. Todavia, foram levadas a assumirem outros tipos de risco, seja devido ao fato de seus negócios básicos (empréstimos para compra de moradia) não estar sendo lucrativo, pouca fiscalização federal e porque o federal deposit insurance subscrevia qualquer risco que viessem incorrer. Isto levou essas instituições a fazerem bilhões em empréstimos e investir bilhões em junk bonds. Um dos pools de capital de Milken era nessas instituições.

<sup>316</sup> Sobre as atividades de takeover e suas conseqüências para o corporate finance, ver: Jensen, Michael C. Takeovers: Their Causes and Consequences. The Journal of Economic Perspectives, vol. 2no. 1. American Economic Association, Nashville, winter 1988, p.21-48. Entre 1982 e 1989 o volume total de LBOs envolvendo as corporações norte-americanas aumentou de 3 bilhões para 50 bilhões de dólares (a média das transações que era de 150 milhões foi para 900 milhões de dólares). O volume total de todas as fusões e aquisições, excluindo LBOs, para o mesmo período foi em torno de 160 bilhões de dólares. As recompras de participações, excluindo as operações que envolviam fusões e aquisições, foram em média 30 bilhões de dólares entre 1983 e 1989. Embora tivesse ocorrido uma onda fora dos Estados Unidos, não se verificou com a expressão desse país. Foi estinado o valor dessas transações na Europa, no ano record de 1989, a ordem de 17 bilhões de dólares (sendo 12 bilhões atribuídas a Inglaterra).

<sup>317</sup> Existem medidas alternativas de "alavancagem": uma vez que é assumido que as corporações financiam seus projetos de investimentos (ou, no caso, as estratégias de aquisição, takeover ou incorporação) mediante endividamento, a alavancagem está ligada a avaliação dos ativos e conseqüentemente a incerteza do rendimento esperado: portanto, tornando-se difícil sua medida. A alavancagem é uma estimativa de mercado (valor das ações e débitos retidos por seus detentores contra os emissores). Esses valores são importantes porque afetam aos incentivos das instituições a tomarem decisões que afetam o investimento (decisões) e a produção (decisões) das corporações e conseqüentemente a performance. Esse valor é essencialmente esperado (são formados expectativas sobre ele). Por outro lado, o quanto que o valor do projeto exceder ao montante do empréstimo, a "leverage", alavancagem, nos termos do mercado será menor que 100% (o projeto menos alavancado), os detentores vendem esses direitos pela diferença. O valor desses ativos pode também ser estimado com base nos custos de colocação ou retirada (substituição) no mercado. Sobre isto, ver: Borio, C.E.V. BIS economic papers (1990), no 27, pp.52-53.

1987-1989.<sup>318)</sup> Foram tres as categorias dos empréstimos envolvidos nessas transações: os "bridge loans" (financiamentos temporários que devem ser quitados com a venda de ativos reais ou financeiros, com prazo entre um e dois anos); os "revolving credits", (financiamentos para atender as necessidades de capital de giro das empresas reestruturadas, com prazo entre um e dez anos); e os "term loans", (financiamentos mantidos por um período fixo de acordo com um programa pré-estabelecido, com prazo entre quatro e dez anos).<sup>319)</sup>

Tres razões têm sido apontadas para explicar esse envolvimento dos bancos com as operações HLT: a erosão dos negócios tradicionais; o crescimento das atividades denominadas de "off-balance-sheet"; e a aproximação das transações entre bancos comerciais e de investimentos.<sup>320)</sup> Em síntese, a erosão dos negócios dos bancos se deveu às corporações ampliarem a captação de recursos diretamente nos mercados de capitais (via endividamento maior nesses mercados, bonds e notes, com declínio nos empréstimos junto aos bancos); a concorrência dos bancos estrangeiros nos créditos de curto prazo que aumentou de 10% para 25% entre 1973-1989; e as maiores taxas de juros dos CDs foram maiores que as taxas dos commercial papers.

Complementando a avaliação desse envolvimento dos bancos nessas operações (HTL), a administração dos riscos por parte dos bancos tem aumentado. Os spreads elevados cobrados nas operações de crédito são uma confirmação disto. Além da diversificação e das posturas mais conservadoras, os bancos administram os riscos que envolvem HLTs (limitando ou transferindo o risco econômico que são inerentes às HTLs) de, pelo menos, quatro formas diferentes: podem escolher as corporações com cash flow mais estável (uma escolha criteriosa da corporação alvo- "choise of target company"- normalmente as escolhidas têm poder de monopólio, baixo risco de mudanças tecnológicas imediatas e em setores relativamente pouco sensíveis aos ciclos econômicos-LBOs aparecem em setores não-cíclicos); podem exigir que as companhias façam hedge de parte dos compromissos financeiros (transferência de risco das taxas de juros- "interest rate risk"- com os mecanismos de hedge; os bancos exigem o hedging de 50% das taxas de juros

---

<sup>318)</sup> Ver: Borio, C.E.V. Banks' Involvement in Highly Leveraged Transactions. BIS Economic Papers, no. 28, Basle, 1990. Nas carteiras dos sessenta maiores bancos americanos a participação dos empréstimos para as fusões aumentou de 11% para 15% entre 1985 e 1989. A participação dos empréstimos para LBO (incluindo buy-outs e as outras aquisições alavancadas) ficaram em torno de 60%. No final de 1989, a participação para recapitalizações representava cerca de 20%. Segundo algumas estimativas para o primeiro quadrimestre de 1989, o total da exposição dos bancos americanos nas transações HLT estaria em torno de \$170 bilhões de dólares. Existem algumas estimativas para a exposição dos bancos não-americanos, para a região, de cerca de 40% do total da exposição dos bancos com HLT. Na primeira metade de 1989 os bancos de quatro outros países teriam cerca de \$60 bilhões no total de HLT (exposição). Metade estaria com os bancos japoneses e o restante estava dividido entre franceses, ingleses e canadenses. Grande proporção pertencia as agências e subsidiárias nos Estados Unidos. Borio, C.E.V. (1990), op.cit. pp. 14-15.

<sup>319)</sup> Sobre as formas e os termos de envolvimento dos bancos, ver: Borio, C.E.V. (1990) op.cit. pp. 20-28.

<sup>320)</sup> Segundo Borio (1990), op.cit. p. 55

flutuantes nos dois a três anos após a transação. Para isto são usados vários instrumentos, como swaps, interest caps, etc.); imposição de restrições à liberdade de administração (restrict the management's freedom) dos recursos das empresas, visando assegurar que o fluxo de caixa disponível seja efetivamente usado no serviço da dívida. Neste sentido, houve a propagação da proibição de distribuir dividendos nos primeiros anos das transações; além de exigir prioridade para o pagamento dos compromissos com os empréstimos bancários ("seniority") em relação aos demais credores (o que pode se verificar nos casos de liquidação, reduzindo o risco bancário).<sup>(321)</sup>

Por outro lado, do ponto de vista das finanças das corporações, o processo de liquidação das dívidas relacionadas às fusões e/ou reestruturações estava subordinada à capacidade de aumentar os fluxos de caixa das corporações adquiridas, sendo que as LBO's, dependiam da revenda de ativos, com os operadores procurando fontes de financiamento de curto prazo, de bancos comerciais idealizando inovações que adiavam o pagamento dos juros.<sup>(322)</sup> Ademais, esse envolvimento dos bancos com essas operações HTL significou uma complicação para a política monetária.<sup>(323)</sup>

**O rentismo contemporâneo, visto sob a óptica dessas inovações financeiras, é uma estratégia especulativa da expansão financeira recente baseada num tipo de decisão crucial das instituições que acumulam riqueza a partir da incorporação de patrimônio (via atividades de takeover), financiada por transações "Highly Leveraged"; e, também, da óptica das instituições que constituem carteiras de securites, muitas vezes, financiados por transações "Highly Leveraged".**

---

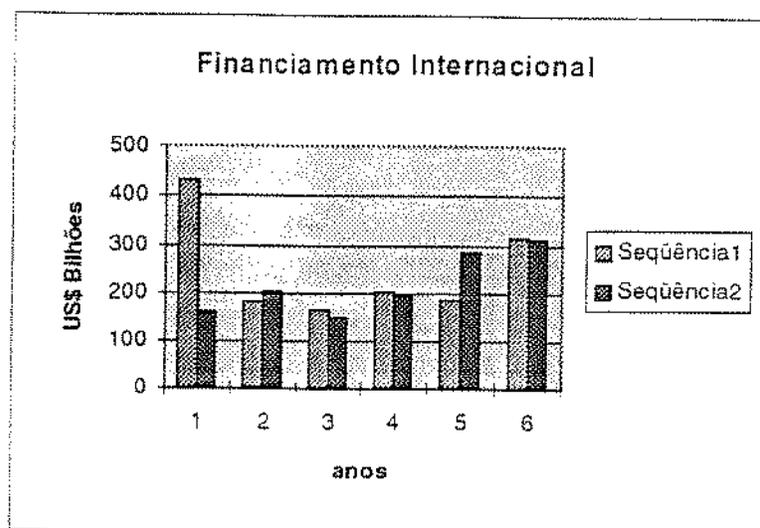
<sup>321</sup> Sobre essas questões, ver: Borio, C. V. E. (1990), BIS Economic Papers, no. 28, October.

<sup>322</sup> Sobre esse processo, ver: Cintra, M. A. Macedo (1993), IESP, mimeo, pp. 29-31. Foram identificados novos instrumentos de alto risco, que minimizavam o pagamento de juros: os deferred-cash-payment bonds - que são vários tipos de bônus que habilitam aos tomadores adiar o pagamento dos juros (destacando-se o PIK (payment-in-kind bonds) que garante ao emissor a opção de emitir nova dívida em vez de pagar os juros devidos, durante os primeiros anos de maturidade do bônus, com a maturidade situando-se em 10 anos, sendo o período de payment-in-kind de 5 anos (Minsky (1992), op. cit., p. 17, nota 19: "Algumas leveraged buy out incluem a cláusula de 'payment in kind' para parte da dívida. Financiamento payment in kind é financiamento Ponzi-isto é, envolve a capitalização de juros); o denominado OID (original-issue-discount bounds) que também adia o pagamento dos juros, é que é emitido com grande desconto ao par. Entre 1987-89, os bônus PIKs e OIDs representavam mais de 15% das novas emissões nos mercados de junk bonds (Crabbe et alii (1990), op. cit., p. 597). Por outro lado, havia as reset notes, que são contratos de dívidas que apresentam taxa de juros fixa e flutuante. Normalmente, a taxa de juros é fixa por um período inicial, de 1 a 3 anos, quando é recomposta, de acordo com o mercado. Essas notes foram amplamente utilizadas por empresas que antecipavam rendimentos, através de operações LBO's com destaque para o caso da RJR Nabisco, a maior de todas estas transações, contando com um desmembramento lucrativo dos ativos adquiridos. Além do fato das inovações terem diluído as distinções entre os instrumentos financeiros, destacando o caso do desaparecimento da diferença entre dívidas e ações via os instrumentos com as características de ambos.

<sup>323</sup> Sobre essa questão, ver: Borio, C. E. V. (1990) op. cit. pp. 54-55.

Esse conjunto de características da trajetória do rentismo contemporâneo se estenderam à gestão de risco dos portfólios de ativos no âmbito da globalização dos mercados financeiros<sup>324</sup>. Tres tipos de mudanças afetaram o padrão de concorrência nos mercados financeiros: a desregulamentação, a securitização e a liberalização dos principais mercados financeiros. Essa expansão financeira recente, decorrente dessas mudanças no padrão de concorrência, alterou, de maneira significativa, a natureza da fragilidade predominante nas relações financeiras, engendrada por um processo cumulativo endógeno explosivo dos mercados de ativos financeiros, pelo crescimento da volatilidade dos investimentos em carteira de ativos financeiros e pelo potencial de instabilidade, devido à incerteza nos mercados futuros e de opções, expressão do risco sistêmico<sup>325</sup>. Os gráficos, a seguir, apresentam um resumo dessas tendências assumidas pela trajetória do rentismo contemporâneo no contexto de globalização dos mercados financeiros.

GRÁFICO 3.1

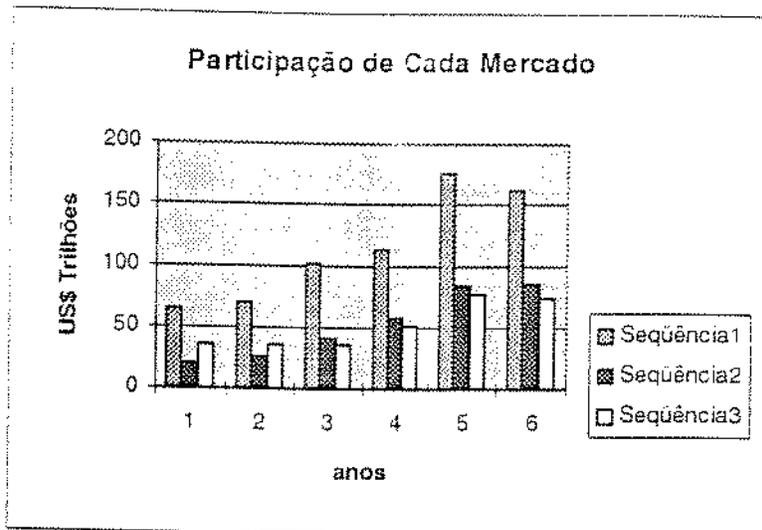


FONTE: Banco de Compensações Internacionais, 66th annual report, 1995  
 Sequência 1 - empréstimos bancários internacionais;  
 Sequência 2 - emissão internacional de títulos (securitização).  
 (A sequência dos gráficos 1-1990; 2-1991; 3-1992; 4-1993; 5-1994; 6-1995)

<sup>324</sup> Sobre a globalização financeira, ver: Aglietta, M et alii Globalisation Financière: l'aventure Obligée, Economica, 1990.

<sup>325</sup> Para uma discussão sistemática do conceito de risco sistêmico, ver: Aglietta, M Comportement Bancaire et Risque de Systeme, mimeo 1992; e Le Risque de Systeme et sa Prevention, mimeo 1990. Para uma revisão da instabilidade financeira, ver: Brenda, S. (1997) Financial Instability Reconsidered: Orthodox Theories versus Historical Facts. *Journal of Economic Issues*, vol. XXXI, n. 2, junho.

GRÁFICO 3.2



FONTE: Banco de compensações Internacionais 66th annual report, 1995

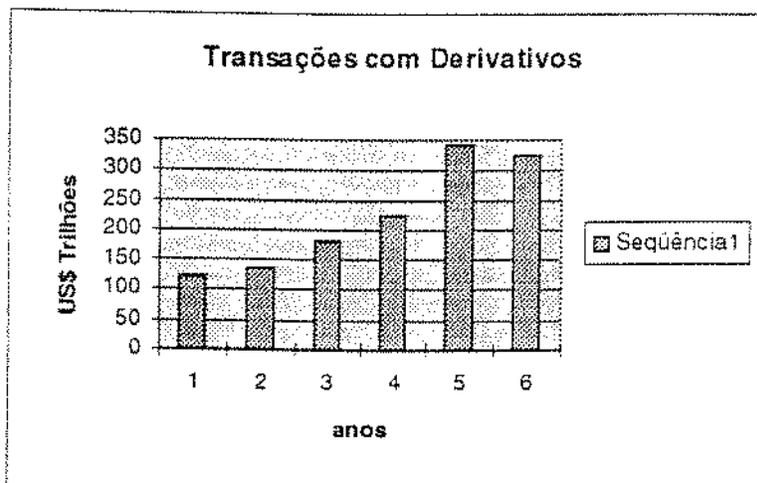
Sequência 1 - Estados Unidos;

Sequência 2 - Europa;

Sequência 3 - Ásia.

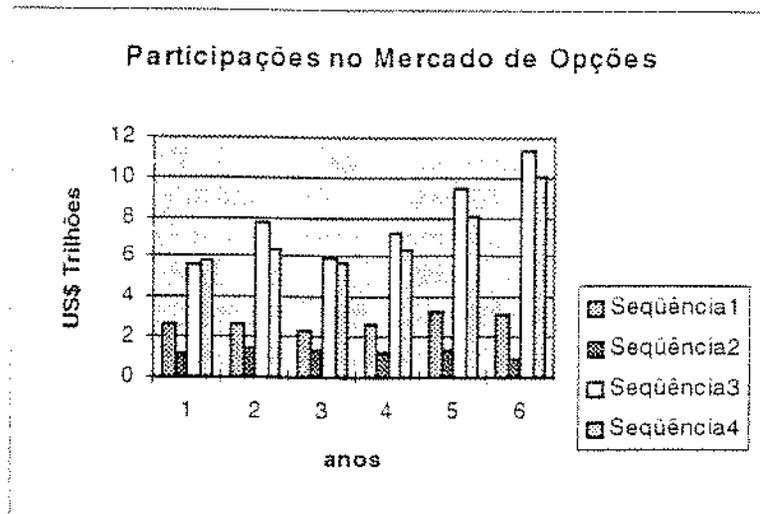
Participação de cada mercado no total dos instrumentos derivativos negociados nos mercados organizados.

GRÁFICO 3.3



FONTE: Banco de Compensações Internacionais 66th annual report, 1995

GRÁFICO 3.4



FONTE: Banco de Compensações Internacionais 66th annual report, 1995

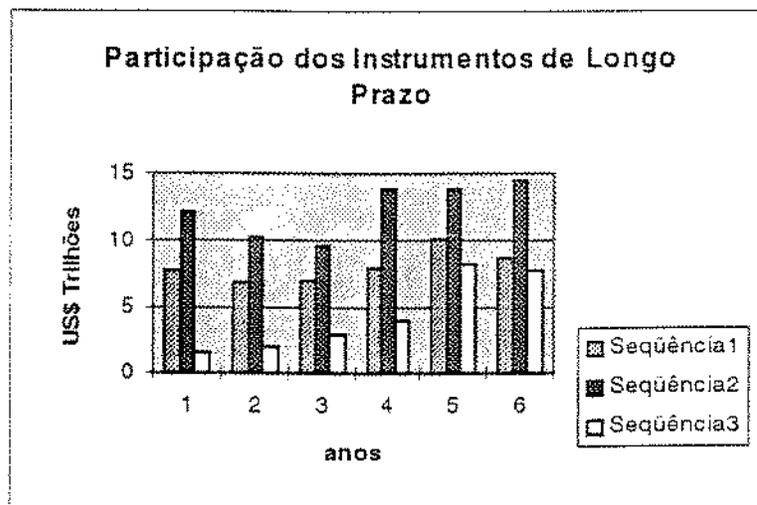
Sequência 1 - Futuro de moedas;

Sequência 2 - Opções sobre moedas;

Sequência 3 - Futuros de Índices de ações;

Sequência 4 - opções sobre Índices de ações.

GRÁFICO 3.5



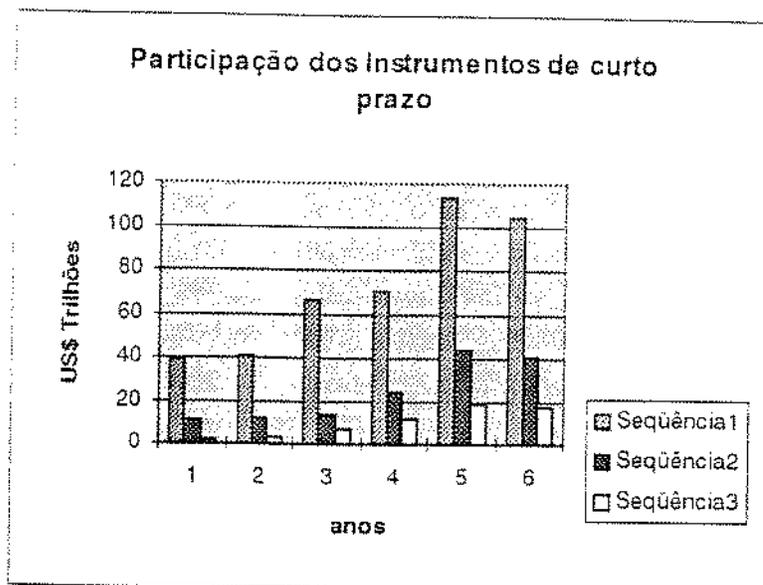
FONTE: Banco de Compensações Internacionais 66th annual report, 1995

Sequência 1 - Bônus do Tesouro Norte-americano;

Sequência 2 - Bônus do governo japonês;

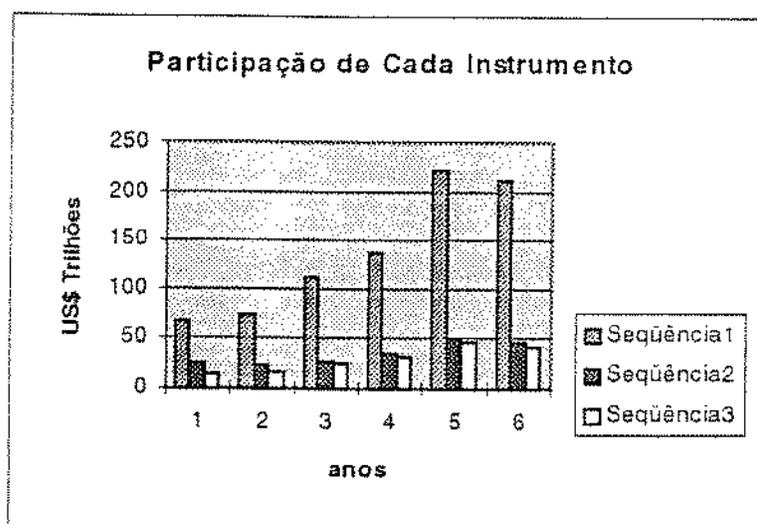
Sequência 3 - Bônus do governo alemão.

GRÁFICO 3.6



FONTE: Banco de Compensações Internacionais 66th annual report, 1995  
 Seqüência 1 - Taxas do Eurodollar por tres meses;  
 Seqüência 2 - Taxas do Euroyene por tres meses;  
 Seqüência 3 - Taxas do euro-DM por tres meses.

GRÁFICO 3.7



FONTE: Banco de Compensações Internacionais 66th annual report, 1995  
 Seqüência 1 - Instrumentos de curto prazo;  
 Seqüência 2 - Instrumentos de longo prazo;  
 Seqüência 3 - Opções sobre taxas de juros.

## CAPÍTULO 4: CONCLUSÕES

Este capítulo apresenta as quatro conclusões da tese: 1) a concepção abrangente do rentismo adequada ao estudo das trajetórias históricas ; 2) o estudo dessas trajetórias destacou as formas históricas do rentismo do capital a juros e do rentismo do moderno mercado de capitais ; 3) a análise das tendências contemporâneas do rentismo que reforçam a contraposição entre as diferentes formas de riqueza predominantes nos mercados financeiros ; 4) e destaca as características do rentismo contemporâneo que dependem do padrão de concorrência vigente nos mercados financeiros.

O quadro 4.1, Quadro Geral de Conclusões, resume os temas centrais desenvolvidos ao longo da tese. Destacam-se as características dos cenários institucionais que originaram as diversas trajetórias do rentismo. Essas trajetórias demonstram que o caráter fetichista da acumulação de riqueza no capitalismo se tornou, cada vez mais, reforçado por um processo ininterrupto de transformação do capital em função em capital a juros e outras formas de rendimentos.

O capitalismo tem sido um sistema cada vez mais diversificado na sofisticação crescente das formas de acumular e produzir riqueza, principalmente paper wealth, conforme analisado nos capítulos 2 e 3 .

Segundo a concepção abrangente adotada na tese, o rentismo é uma atividade especulativa que permite ao possuidor de dinheiro (liquidez) a possibilidade de transformá-lo em capital a juros e outras formas de rendimentos nos mercados financeiros. A conhecida fórmula geral do capital, sugerida por Marx (DMD<sup>1</sup>), em O Capital (1977), é uma expressão adequada da representação desse caráter fetichista do capitalismo na acumulação de riqueza. Essa fórmula geral descreve o processo de acumulação de riqueza como padrão cíclico da acumulação de capital combinando alternâncias entre fases de expansão da produção material e expansão da riqueza financeira.

No caso da expansão da produção material, o capital enquanto dinheiro, liquidez, coloca em função uma massa de mercadorias como meio para acumular dinheiro. No caso da expansão da riqueza financeira, o capital enquanto dinheiro, liquidez, ao colocar na circulação financeira uma massa de ativos financeiros conversíveis em dinheiro, que absorve esse poder de compra, passa à condição de capital a juros e outros rendimentos. Esta condição é apresentada na fórmula abreviada de Marx (DD<sup>2</sup>) que representa o rentismo como cerne da expansão da riqueza financeira ao ampliar, no decorrer do tempo, o estoque dessa riqueza (paper wealth).

Resumindo, o rentismo é concebido como uma forma de expansão endógena da riqueza financeira considerando-se : a) o ambiente institucional caracterizado pela concorrência nos mercados financeiros, incerteza e inovações que originam trajetórias históricas associadas ao capital a juros, ao mercado de capitais e ao padrão de concorrência predominante nos

mercados financeiros ; b) a natureza das decisões microeconômicas condicionadas por essas trajetórias que afetam a acumulação de riqueza financeira em mercados voláteis gerando movimentos endógenos de contraposição entre as diversas formas de riqueza financeira ; e e) o caráter especulativo do comportamento vigente nesses mercados explicado por meio da adesão ou aversão ao risco.

#### 4.1. AS TRES ÓPTICAS DO RENTISMO

O resumo de conclusões (4.1 Quadro geral de Conclusões) destaca os cenários institucionais em que se originaram as trajetórias do rentismo do capital a juros e do mercado de capitais sob tres ópticas distintas: a óptica do padrão monetário, a óptica do padrão de financiamento e a óptica do padrão de concorrência nos mercados financeiros. No caso do padrão monetário, definido enquanto conjunto das condições sócio-econômicas de reprodução do equivalente geral, concretizado nos sistemas monetários e na atuação de um lender of last resort, a trajetória do rentismo foi analisada a partir do movimento do capital a juros. No caso do padrão de financiamento, definido enquanto o conjunto das formas de mobilização dos recursos financeiros, concretizado no moderno mercado de capitais, a trajetória do rentismo foi analisada a partir das finanças das corporações. No caso do padrão de concorrência nos mercados financeiros, definido como o primado da contraposição entre as formas de riqueza, a trajetória do rentismo foi analisada a partir do movimento de concorrência nos mercados financeiros.

No primeiro caso estudado, o rentismo no âmbito da Pax Britânica, a trajetória do rentismo foi condicionada pelo desenvolvimento e crise do padrão monetário. A passagem da âncora natural, mercadoria-moeda, o ouro até 1914, que garantia a ancoragem (estabilidade) às transações internacionais, para a vigência da âncora nominal, afetou, de maneira irreversível, a trajetória do rentismo do capital a juros caracterizado pela exportação de capitais e pelo investimento de porta-fólio. Neste caso, a City se mantinha na condição de centro financeiro e comercial do mundo.

No segundo caso estudado na tese, a emergência e crise de um padrão de financiamento, as origens e desenvolvimento do moderno mercado de capitais condicionou a trajetória institucional do rentismo envolvendo um complexo relacionamento entre as finanças das corporações, o mercado de capitais e uma comunidade financeira. Neste caso, Wall Street assumiu a condição de paradigma financeiro do mundo.

No terceiro caso estudado na tese, rentismo e padrão de concorrência nos mercados financeiros, no contexto da expansão explosiva desses mercados, a trajetória do rentismo contemporâneo é condicionada pelo padrão de concorrência vigente nos mercados financeiros, caracterizado pela securitização e liberalização desses mercados, enquanto primado da contraposição entre as diversas formas de riqueza.

## 4.2. RENTISMO E CAPITAL A JUROS

No caso de Lombard Street, a crise do padrão monetário com a transição da âncora natural (padrão ouro) para um sistema monetário com base numa âncora nominal, introduziu mudanças na expansão da riqueza financeira no movimento de transição do rentismo do "ancien régime", do capital a juros, para o rentismo do moderno mercados de capitais.

Na obra de Keynes, encontramos aspectos relevantes para interpretar o rentismo do capital a juros. No Treatise (1930), a riqueza foi concebida como objeto de uma disputa entre os rendimentos do capital a juros e os lucros empresariais. Na Teoria Geral (1936) essa questão foi retomada a partir da hipótese do dinheiro, enquanto forma recorrente da riqueza, desempenhando papel fundamental nas decisões sobre acumulação de riqueza e produção.<sup>(326)</sup>

Keynes descreveu, em linhas gerais, a trajetória do capital a juros e o surgimento do moderno mercado de capitais :

*"Em outros tempos, quando as empresas pertenciam, quase todas, aos que as tinham fundado ou aos seus amigos e sócios, o investimento dependia da existência de um número suficiente de indivíduos de temperamento entusiástico e de impulsos construtivos que empreendessem negócios como uma maneira de viver (as a way of life), sem realmente tomar como base os cálculos precisos de lucros prováveis. Os negócios eram, em parte, uma loteria (...) Todavia, as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram, em grande parte, irrevogáveis não só para a comunidade em geral, como também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se preocupar, com frequência, em reavaliar os investimentos que fazemos. Mas a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade frequente a cada indivíduo (embora isso não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações." TG, p.111<sup>(327)</sup>*

Keynes chegou a argumentar que havia, nessa época, uma harmonia de interesses entre o **rentier** e as classes empresariais:

---

<sup>326</sup> Sobre essa fase, ver : Shackle, G.L.S.(1991).

<sup>327</sup> Ensaio de Persuasão, parte II: "Inflação e Deflação", coleção Os Pensadores, Abril Cultural, S. P., 1976, p.11-12.

"Contratos para receber somas fixas de dinheiro em datas futuras (feitos sem provisão, para possíveis mudanças no valor real do dinheiro naquelas datas) devem ter existido desde que se passou a emprestar dinheiro. Na forma de arrendamentos e de hipotecas, e também de empréstimos a governos e a umas poucas entidades privadas, tais como a Companhia das Índias Orientais, eles já eram frequentes no século XVIII. Durante o século dezanove, no entanto, assumiram uma nova e maior importância e, no começo do século vinte, dividiram as classes proprietárias em dois grupos - os "homens de negócios" e os "investidores" - com interesses parcialmente divergentes (...) Com este sistema, a ativa classe empresarial poderia chamar em apoio de suas empresas não apenas sua própria riqueza, mas as poupanças de toda a comunidade. De outro lado, as classes profissionais e proprietárias poderiam encontrar um emprego para seus recursos que lhes traria poucos problemas, nenhuma responsabilidade e (acreditava-se) pequeno risco. (...) Por cem anos o sistema funcionou na Europa, com extraordinário sucesso, facilitando o crescimento da riqueza em escala sem precedente. Poupar e investir rapidamente se tornou a obrigação e a delícia de uma grande classe. As poupanças eram raramente sacadas (...) A atmosfera assim criada harmonizou as exigências dos negócios em expansão (...) com o aumento de uma confortável classe de não-negociantes (...) Os investimentos se espalharam e se multiplicaram até que, para as classes médias do mundo, os seguríssemos títulos chegaram a tipificar o que havia de mais permanente e mais garantido"<sup>(328)</sup>

A classe rentista que mantinha sua riqueza na forma de títulos de longo prazo, "as a way of life", e a classe empresarial que controlava seus negócios, "as a way of life", poderiam, dados os arranjos institucionais, coexistir em harmonia, originando um crescimento secular e estável (Crotty, J.R., 1990).

No entanto, segundo Keynes, muitos fatores contribuíram para a crise do rentismo nessa época: 1) a separação entre a condição de proprietário e acionista; 2) a mudança no caráter da classe rentista; 3) o predomínio do rentismo sobre os interesses empresariais; 4) o desenvolvimento dos mercados financeiros organizados; 5) e o colapso da estabilidade do nível de preços, condição de existência do "rentier class", com a emergência do processo inflacionário (crise do Padrão-Ouro). Neste particular, o processo inflacionário desencadeado com o advento da Primeira Guerra Mundial e acelerado com o desenrolar do conflito social estabelecido, anunciou o fim da "Victorian rentier class", e, conseqüentemente, dessa época do capitalismo.<sup>(329)</sup>

<sup>328</sup> Ensaio de Persuasão, parte II: "Inflação e Deflação", coleção Os Pensadores, Abril Cultural, S.P., 1976, p.11-12.

<sup>329</sup> Essa temática aparece numa sequência de artigos que Keynes reuniu no A Tract on Monetary Reform, publicado pela primeira vez em 1923, sendo reeditado em 1924, 1929 e 1932.

A crise do **Ancien Régime**, com os preços dos títulos e a taxa de juros imprevisivelmente baixos, com a confiança na segurança dos títulos rompida e com o desaparecimento da classe que emprestava a longo prazo com taxas de juros fixas, acarretou profundas transformações nos mercados financeiros.

A **nova classe rentista**, constituída após a Primeira Guerra, era qualitativamente distinta daquela do **Ancien Régime**. Do período da Primeira Guerra ao crash de 1929, os ativos financeiros foram, numa escalada crescente, procurados, cada vez mais, para efeito de especulação antes que para proporcionar rendimentos a longo prazo, e, cada vez mais, financiados pelos bancos no lugar da classe rentista.

Grande parte da **Teoria Geral** (1936) foi devotada a esse esforço analítico de especificar as instituições e os comportamentos que condicionaram o processo de acumulação de riqueza e seu financiamento nos anos vinte e trinta, tornando mais nítidas as características desse período do **Ancien Régime**.<sup>(330)</sup>

Keynes (1936) contrastou esse tipo de **investimento especulativo** (comportamento **especulativo**) com o que denominou de comportamento **empresarial** (**atividade empreendedora**), isto é, as decisões de investir com base na análise dos rendimentos esperados de um ativo de capital. Keynes argumentava, enfaticamente, que uma mudança nesse comportamento da **atividade empreendedora** para a **atividade especulativa** poderia desestabilizar o processo de acumulação aumentando a vulnerabilidade da economia a uma recessão prolongada. Todavia, o aspecto mais delicado estava no fato da evolução dos mercados de títulos, com elevado grau de liquidez, num mundo de incerteza, encorajar os investidores a mudar o foco das previsões para o curto prazo. Neste caso, o investimento se torna dominado pelas perspectivas de ganhos de capital no curto prazo, antes que numa série de análises de perspectivas de lucratividade de longo prazo dos investimentos em ativos de capital.

Para Keynes, esse processo de acumulação de riqueza estava submetido aos mercados financeiros que ele chegou a comparar com as atividades de um cassino. As decisões de investir dependiam das avaliações de uma classe rentista especulativa que se firmara com a separação entre gestão e propriedade da riqueza, fazendo do proprietário de riqueza, enquanto proprietário de liquidez, alguém que não tem especial conhecimento das circunstâncias atuais ou prospectivas dos negócios em questão.<sup>(331)</sup> A classe empresarial do passado foi substituída do controle efetivo da direção da acumulação, não prevendo mais investimentos a longo prazo e muito menos, fazendo disto "a way of life".

---

<sup>330</sup> Sobre o Ancien Régime, ver o estudo de : *Crouzet, F. The Victorian Economy*, Columbia University Press, N.Y., 1982.

<sup>331</sup> Sobre a estruturação e regulação dos sistemas financeiros, de uma visão institucionalista, ver: *Lawson, C.L. and Lawson, L. L. Financial System Restructuring: Lessons from Veblen, Keynes, and Kalecki*, JEL, vol. XXIV, n. 1, march 1990.

Neste sentido, o velho rentismo havia morrido:

"O investimento baseado nas previsões autênticas a longo prazo é hoje tão difícil que mal pode ser posto em prática". TG (1936) p.114. A harmonia do passado entre os capitalistas havia sido substituída pelo conflito do domínio rentista no século atual. Por isso, Keynes, no último capítulo da Teoria geral (1936), diante deste "estado de coisas" chegou a clamar pela "eutanásia do rentier e, conseqüentemente, pela eutanásia do poder cumulativo de opressão do capitalista em explorar o valor de escassez do capital (...) o detentor do capital pode obter juros porque o capital é escasso (...) e não há razões intrínsecas para a escassez do capital (...) eu considero o aspecto do rentier do capitalismo como sendo uma fase transitória, que desaparecerá logo que tenha desempenhado sua função (...) a eutanásia do rentier, do investidor sem função, nada terá de repentino, mas será meramente uma continuação gradual e prolongada do que vimos observando recentemente na Grã-Bretanha, sem carecer de qualquer revolução." TG (1936), p.255

Em resumo, a trajetória do rentismo no âmbito do capital a juros dependia da gestão de um padrão monetário centrado no papel de banco central do mundo desempenhado pelo Banco da Inglaterra na garantia da conversibilidade do sistema Libra-ouro. A exportação de capitais para investimentos em porta-fólio, principal atividade rentista, estava submetida à política de reservas do Banco da Inglaterra e ao domínio comercial inglês.

### 4.3. RENTISMO E MERCADO DE CAPITAIS

No segundo caso objeto de estudo da tese, a trajetória histórica do rentismo reforça o caráter fetichista do capitalismo com o desenvolvimento do moderno mercado de capitais. Neste caso, a trajetória das finanças das corporações articulou, de forma institucional, o capital em função com o capital do acionista constituindo um padrão de financiamento no qual a atividade industrial é organizada a partir da forma de participação societária por ações negociadas nas bolsas.<sup>(332)</sup>Essas finanças dizem respeito à propriedade do capital colocado à disposição dos investimentos da corporação, basicamente nas formas de ações, debêntures e da emissão de títulos.

No âmbito desse padrão de financiamento, o controle da riqueza privada (paper wealth), que denominamos de arquétipo de Wall Street, esteve vinculada : 1) a uma comunidade

<sup>332</sup> Sherer, F.M. Corporate Ownership and Control in Meyer e Gustafson, John R. James M. (eds.) The U.S. Business Corporation. Cambridge, Mass.: Ballinger Publishing Company, 1988, pag.45, apresenta dados sobre a participação do valor da produção segundo a forma de organização empresarial no setor industrial (1900-1982), em que as sociedades por ações representavam 65% em 1900 e cerca de 98% para o valor adicionado em 1982, citado por Alves Pinto, N.P. O Capital Financeiro na Economia Contemporânea: Uma revisão teórica e histórica de seu papel no desenvolvimento recente dos Estados Unidos. Tese de Doutorado apresentada no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, abril de 1994, pag.137.

de negócios financeiros configurada numa relação de interesses entre os bancos de investimentos e as corporações ; 2) aos lucros financeiros dessa comunidade decorrentes dos investimentos, via de regra, especulativos ; 3) e a óptica do cálculo financeiro do board room de um banco de investimentos de Wall Street que afeta as decisões de investimento das corporações.

O que está em destaque, neste caso, é o fato das operações financeiras gerarem rendimentos para uma minoria de capitalistas a partir da mudança na propriedade da riqueza (paper wealth). Como foi visto no capítulo 2, nos anos oitenta (1980), as finanças das corporações passaram um ciclo de incorporações (takeover) e fusões, mediante as operações LBO-Leveraged buyout, resultando na transferência de controle acionário. Neste período, as corporações assumiram grandes dívidas, com a recompra de ações sobrepujando em grande parte as novas emissões.<sup>(333)</sup>

No caso da origem do moderno mercado de capitais, a análise T.B.Veblen (1924) da fase do denominado Tycoon Business, demonstrou esse jogo da habilidade financeira como fator de promoção e perturbação, ao mesmo tempo, da atividade produtiva. O caso da constituição da United States Steel Corporation, em 1901, é um bom exemplo para ilustrar essa situação. Segundo estimativas da época, seus ativos foram avaliados em cerca de 682 milhões de dólares, todavia foram vendidos 303 milhões em títulos, 510 milhões em ações preferenciais e 508 milhões em ações ordinárias. Isto é, a empresa avaliada em termos financeiro era duas vezes mais que nos termos de seus ativos reais. Neste caso, J.P.Morgan e seus associados ganharam um prêmio de 12,5 milhões de dólares, e os lucros da subscrição das ações, por parte dos intermediários, atingiu os 50 milhões de dólares. No total foram necessários 150 milhões para montar a empresa.

Outro exemplo da obtenção de lucros financeiros, do rentismo especulativo de Wall Street, foi a operação de compra da Anaconda Copper Company por Henry Rogers e William Rockefeller, sem terem gasto um único dólar que lhes pertencesse: 1) Rogers e Rockefeller emitiram um cheque de 39 milhões de dólares a Marcus daly, pela compra de Anaconda, com a condição de que ele depositasse o cheque no National City Bank e não o levantasse durante um determinado período; 2) eles criaram então uma sociedade fictícia, com o nome de Amalgamated Copper Company, com os seus funcionários como falsos diretores, e fizeram com que a Amalgamated comprasse a Anaconda - não em dinheiro, mas com 75 milhões de dólares em ações da Amalgamated que foram especialmente impressas para esse fim ; 3) Rogers e Rockefeller fizeram então um empréstimo ao National City Bank de 39 milhões de dólares, para cobrir o cheque de Marcus Daly, dando em garantia do empréstimo os 75 milhões em ações da Amalgamated ; 4) venderam então as ações da Amalgamated na bolsa por 75 milhões de dólares;

---

<sup>333</sup> Para uma interpretação crítica desse ciclo, ver: Krugman, P. A Era do Conformismo-As Expectativas econômicas Frustradas, 1992, Ed.Campus. R.J. Parte IV.

5) Com esse dinheiro apurado, pagaram o empréstimo de 39 milhões de dólares ao National City Bank e embolsaram 36 milhões de dólares, como seus lucros particulares neste negócio.<sup>(334)</sup>

O arranjo institucional do arquétipo de Wall Street, oriundo dos anos trinta, combinou duas características relevantes para a relação entre a composição da carteira rentista e as finanças das corporações: a) as corporações financiam, em grande parte, seus investimentos com recursos internos que normalmente superam as necessidades de financiamento. As corporações têm um elevado grau de auto-financiamento. As fontes externas têm um papel complementar. Elas são compostas das emissões de ações e títulos-commercial papers. Portanto, há autonomia relativa das finanças das corporações em relação ao sistema de crédito controlado pelos bancos; b) o FED (Federal Reserve Board), após a grande depressão dos anos trinta, no âmbito da nova regulamentação, passou a ter a função de lender of last resort. O sistema combinou a condição de Big bank do FED, como mecanismo de defesa contra a desvalorização dos ativos financeiros (e reestabelecimento da confiança no sistema) e o Big Government, como mecanismo de defesa dos lucros das corporações (a política de gastos em defesa da demanda efetiva com a geração de empregos a serem financiados).

Esse tema foi desenvolvido por H.P.Minsky (1986a) ao analisar a natureza da instabilidade financeira no pós-guerra, relacionando inovação financeira e a hipótese da fragilidade financeira. Segundo Minsky, a intervenção do Governo é necessária para prevenir a difusão de defaults de seu ponto de impacto para o conjunto do sistema financeiro. Portanto, evita debt deflations com o Big Government recuperando a demanda efetiva com a defesa do lucro e o Big Bank em defesa da desvalorização dos ativos financeiros. Esta intervenção incorporada pela função de lender-last-resort, é uma tentativa de reduzir a volatilidade dos mercados financeiros. Com essa regulamentação, o rentismo se institucionalizou nos mercados de capitais e do capital a juros. No caso do mercado de crédito, de débitos de curto prazo, as letras do Tesouro (Treasury Bills), Commercial papers (emitidos pelas corporações) e Call Loans, constituem empréstimos feitos a corretores e Dealers para que possam manter suas posições na Bolsa. No caso do mercado de capitais, compra títulos de longo prazo (securities) e bônus (bond yield). Quando um investidor compra um bônus está abrindo mão da posse de dinheiro (liquidez) por um período de 20 ou 30 anos em troca de um rendimento esperado (yield anual) e da devolução da quantia emprestada na maturidade do bônus (no momento do resgate). Através da criação desses débitos de longo prazo são explicadas as taxas de juros de longo prazo e a demanda desses ativos financeiros para especulação, por meio de um complexo sistema de intermediação financeira composto de um conjunto diversificado de instituições (bancos, outros intermediários, corporações, dealers, brockers etc.) constituindo uma verdadeira comunidade de negócios financeiros.

<sup>334</sup> Heilbroner, R. (1972). Os Grandes Economistas, publicações Dom Quixote, Lisboa, p.259.

Conforme foi visto no capítulo 2, o rentismo sob a óptica do arquétipo de Wall Street estava vinculado, historicamente, a essa comunidade de negócios financeiros com o predomínio das relações entre as grandes corporações e os grandes bancos de investimento. Segundo Minsky (1975), os banqueiros, tanto os comerciais quanto os de investimento, financiam e agem como corretores na aquisição dos bens de capital por parte das empresas, bem como da propriedade acionária das corporações por parte dos acionistas. Prestando serviço às empresas, os bancos financiam a aquisição de ativos produtivos. Servindo aos acionistas, financiam e vendem, por sua vez, a aquisição e o controle de ativos financeiros. Em particular, os bancos de investimento administram a distribuição e os bancos comerciais podem financiar a aquisição das ações.

A trajetória histórica do rentismo, no caso do mercado de capitais, esteve associada a esse padrão de financiamento liderado pelas finanças das corporações. Sua evolução, no pós-guerra, engendrou a trajetória do rentismo baseado no money-manager capitalism, caracterizado pelo predomínio do investidor institucional na gestão de diversificadas carteiras de ativos financeiros. Trata-se da trajetória do rentismo sob o primado do mercado de capitais (com ênfase na gestão privada de Wall Street) e da tensão entre esse mercado de capitais (com tendência deflacionária), que tende a individualizar o risco do inadimplemento ou de iliquidez, por meio da queda de preços dos ativos financeiros (desvalorização) e o mercado de crédito securitizado (com tendência inflacionária), que enfrenta as crises de iliquidez e inadimplência por meio das intervenções do banco central, através do redesconto ou das ações de emprestador em última instância, sob a supremacia do Dólar flutuante.

Essas mudanças nas estruturas e inter-relações financeiras têm afetado às expectativas de longo prazo, tornando o colapso do investimento um fenômeno endógeno em circunstâncias particulares (mudança na natureza dos ciclos econômicos).<sup>(335)</sup> Minsky, em particular, defende esta hipótese em seus estudos sobre a trajetória do modelo de Wall Street no pós-guerra.<sup>(336)</sup>

#### 4.4. RENTISMO E PADRÃO DE CONCORRÊNCIA

No terceiro caso objeto de estudo da tese, o rentismo contemporâneo tem representado o reforço do caráter fetichista do capitalismo, na medida em que estimula o capital aplicado nos mercados financeiros. A trajetória desse rentismo baseado na gestão dos investimentos em carteiras diversificadas e globalizadas de ativos financeiros, se manifestou por

---

<sup>335</sup> Sobre a mudança de natureza no ciclo de negócios, ver: Minsky, H.P. (1982) "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles" In: Can "IT" happen Again?

<sup>336</sup> Ver, a respeito, a sequência de estudos: Minsky, H.P. Can "IT" happen Again? The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory, ch.3; "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism," ch.4; "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement" ch.5; "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster", ch.6.

meio de duas tendências gerais: 1) a emergência da liderança dos grupos econômicos japoneses no ambiente da expansão financeira, a partir da segunda metade dos anos oitenta, devido às posições superavitárias do Japão, à lei de liberalização e à desvalorização do Dólar; 2) e o desenvolvimento do risco sistêmico e sua prevenção em ambiente de incerteza crescente nos mercados financeiros. O quadro 4.2, *As Três Ópticas do Rentismo*, apresenta as diferentes trajetórias do rentismo.<sup>337</sup>

O aspecto relevante da análise do rentismo contemporâneo, no âmbito do padrão de concorrência nos mercados financeiros e na relação entre as políticas de coordenação, risco sistêmico e sua prevenção, dada a tendência de instabilidade do Dólar, reside na possibilidade, nunca afastada, do movimento de fuga do Dólar por parte dos possuidores de riqueza (principalmente os investidores institucionais).

A tentativa de superar esse movimento se verificou por meio da retomada da hegemonia norte-americana, ainda na década passada, com a implementação da denominada diplomacia do Dólar forte. Em consequência disto, com a situação de assimetria global entre as posições deficitárias da economia dos Estados Unidos e as posições superavitárias de outras economias industrializadas, principalmente Japão e Alemanha, a partir de 1985, o FED implementou unilateralmente uma brusca desvalorização do Dólar, obrigando a uma coordenação forçada das políticas macroeconômicas entre os principais países da OCDE. A reunião do G5, convocada pelos Estados Unidos, tinha como objetivo impedir flutuações bruscas nas moedas de reserva internacional, todavia, com a clara decisão dos Estados Unidos impor aos demais um fato consumado. Essa exigência de coordenação de políticas macroeconômicas liderada pelo Federal Reserve Board, visava evitar tanto o hard lending do Dólar, que era consenso, quanto manter o crescimento da economia dos Estados Unidos. Tratava-se de uma saída coordenada para a desvalorização do Dólar supervalorizado. Era uma nova situação crítica com a revisão da posição a favor da auto-regulação do livre câmbio.

A gigantesca expansão financeira, fundamentando o predomínio das finanças do rentismo contemporâneo, já não refletia as necessidades das transações comerciais. As posições deficitárias eram de natureza financeira. O problema se localizava, cada vez mais, na conta do movimento de capitais. A coordenação seria o meio de enfrentar essa situação crítica. Encontrar uma saída negociada, dando tempo a que os investidores pudessem ir mudando suas posições - fazendo a reciclagem da riqueza financeira mobiliária (alterando a composição das carteiras), principalmente dos ativos denominados em Dólar, procurando amenizar o risco sistêmico. Uma valorização rápida e expressiva das ações nas bolsas foi a forma de compensação encontrada para reduzir as perdas de capital de origem cambial em decorrência do movimento de desvalorização do Dólar.

---

<sup>337</sup> Análises recentes têm avaliado essas mudanças sob prismas distintos: Chick, V. e Dow, S.C. (1996); Cornford, A. (1996) e Swaney, J.A. (1996).

Como consequência, os Estados Unidos seguiram com a deterioração na balança comercial, endividando-se com o resto do mundo e agravando seus desequilíbrios macroeconômicos ao longo da década. Criou-se uma situação de desequilíbrio global entre os déficits estruturais da economia norte-americana e os superávits do Japão e da Alemanha. Essas políticas de coordenação macroeconômica, na medida em que não representaram solução a esses desequilíbrios fundamentais, acentuaram, ainda mais, a concorrência intercapitalista.

A necessidade de ampliar a participação no mercado mundial seguiu sendo o leit motiv da reestruturação industrial com os aumentos no investimento em capital fixo (a reestruturação industrial dos países da OCDE com destaque para os casos bem sucedidos do Japão e da Alemanha) e com a internacionalização bancária crescente. Nesse movimento, em particular, as corporações e os bancos japoneses tiveram um desempenho exemplar, como foi visto no capítulo 3.

Nesse sentido, a década dos oitenta pode ser caracterizada pelo predomínio de estratégias microeconômicas de concorrência (bancos transnacionais e corporações transnacionais) que minimizaram o risco privado. Do ponto de vista das corporações transnacionais, o risco foi minimizado via as estratégias de eliminação do risco crescente (as corporações se autonomizaram em relação aos bancos, vide o caso japonês). Esse movimento endogeneizou a liquidez no circuito dos mercados financeiros. Em termos da composição das carteiras, o risco privado foi reduzido com aplicações em ativos mobiliários denominados em moedas estáveis. Do ponto de vista da concorrência internacional, o risco foi minimizado com a introdução do progresso técnico. Portanto, as estratégias de redução do risco privado diante da volatilidade do câmbio e dos juros, no caso das corporações transnacionais, reuniram liquidez (poder financeiro), competitividade e progresso técnico.

O mais importante, porém, para entender a natureza dessa liquidez financeira é o fato dela ser usada como uma variável estratégica das corporações transnacionais atuando como agentes deliberadamente líquidos. Tratava-se de uma componente rentista de lucro não operacional que eventualmente permitisse que ficassem no mercado (ancorados nessa liquidez financeira) para resistir às estratégias acirradas de concorrência comercial e de progresso técnico. Para se manter no mercado internacional, avançar e reduzir o risco privado, otimizaram estratégias de curto prazo numa direção (lucros não operacionais e, noutra direção, no médio prazo, estratégias agressivas de comércio exterior. As corporações alavancaram o futuro com base numa ponte instável (rentista), que aparece para os macroeconomistas como componente rentista selvagem, contrária à dinâmica do sistema. Todavia, aparece hoje como alavancagem para que o futuro venha logo, uma vez que não poderiam se manter nessa situação por muito tempo, no longo prazo, sem a introdução do progresso técnico. Portanto, as corporações não ficaram no risco privado especulativo apenas, compatibilizaram poder financeiro com ganhos não operacionais para alavancar o futuro progresso técnico, em ambiente altamente competitivo, sob as condições de extrema instabilidade financeira e monetária dos anos oitenta.

Houve um predomínio das concepções de curto prazo nos mercados financeiros caracterizadas por patrimonialismo e volatilidade nas transações. Ocorreu mudança substancial na natureza do risco nos mercados financeiros. O risco privado foi reduzido no âmbito dos bancos transnacionais via um conjunto de inovações (operações de hedging) que institucionalizaram o rentismo contemporâneo nos mercados financeiros (internacionalizaram as operações escapando das políticas restritivas dos países com maior grau de regulamentação dos mercados financeiros) com a securitização privada de todos os instrumentos tradicionais de crédito. Ao mesmo tempo que se verificou a redução do risco privado, a gestão da liquidez monetária (divisas) no circuito dos bancos centrais tornou-se mais complexa, uma vez que a regulamentação não se restringiu apenas a moeda de origem (nacional) e transcendeu as regulamentações domésticas.

A questão que se colocou desde então é a seguinte: Como regulamentar um sistema endógeno mais líquido (liquidez sob controle privado) que o sistema de bancos centrais? Cabe observar, porém, que essa redução do risco privado no sistema de bancos transnacionais, não excluiu o recurso aos bancos centrais, como prestador em última instância, para operações locais. Todavia, não há possibilidade de qualquer banco central individualmente, atuando como prestador em última instância, garantir as operações globalizadas dos bancos e dos grupos econômicos transnacionais. Em síntese, o risco privado (microeconômico) foi reduzido (com as inovações nos mercados de derivativos e opções) mas o risco sistêmico (macroeconômico) não foi eliminado.

O risco sistêmico, de mercado, não se coloca para esses oligopólios financeiros e grupos econômicos privados na medida em que passa a ser um risco da função pública e não da natureza privada dos mercados. Na década de oitenta, houve uma inversão entre o público e o privado com relevância para a coordenação microeconômica do sistema de bancos e corporações transnacionais que endogeneizaram a liquidez no circuito globalizado do rentismo contemporâneo, configurando uma resposta privada aos choques de câmbio em ambiente caracterizado por mudanças institucionais (desregulamentações e liberalizações) nos mercados financeiros eivados de inovações que afetaram o padrão de concorrência nesses mercados.

A década de oitenta é analisada a partir da retomada da hegemonia norte-americana e da recuperação econômica com base nas estratégias privadas (microeconômicas) das corporações transnacionais e dos bancos transnacionais. Neste sentido, a década representou um fenômeno não de países (de políticas macroeconômicas) mas de estratégias empresariais privadas (microeconômicas).<sup>(338)</sup>

---

<sup>338</sup> Sobre o papel das corporações multinacionais, ver: Gilpin, R. (1987). The Political Economy of International Relations. Princeton University Press.

No entanto, o risco sistêmico é uma possibilidade no momento em que haja alguma quebra brusca na paridade das três divisas (Dólar, Marco e Iene). Neste caso, o desafio é fazer convergir as taxas de câmbio dessas três moedas, isto é, trata-se de um complexo problema de coordenação entre três Estados com relações financeiras assimétricas em que o poder centralizado não passou dos Estados Unidos para os demais.

É importante lembrar que as mudanças foram radicais. No início dos anos setenta a situação predominante se caracterizava por Dólar valorizado, Marco na média e Iene desvalorizado. A inversão dessa situação ocorreu, nos anos oitenta, com o Marco valorizado, Iene na média e Dólar desvalorizado. Logo, o risco sistêmico devido à ruptura das paridades do padrão monetário se verificou em decorrência das mudanças no padrão de concorrência nos mercados financeiros, das flutuações do câmbio e dos juros e na crise da atuação dos governos (Big Government e Big Bank).

Como o capitalismo não é um sistema de mercado auto-regulado, o poder de Estado se consubstancia na intervenção nos mercados via alguma forma de coordenação macroeconômica. Como regular a moeda reserva universal, por exemplo, que denomina a riqueza do sistema privado? Neste caso, reside o risco sistêmico que escapa ao controle do sistema privado de decisões. Este risco não é garantido pelo sistema privado de decisões. Não é o sistema privado de decisões que garante a chancela da moeda universal. Ele não possui a garantia sistêmica do valor da riqueza. Por isso, a intervenção do Estado para regular a moeda sempre foi a primeira providência a ser tomada em qualquer época. Ver, por exemplo, o caso do papel desempenhado pelo Banco da Inglaterra na trajetória do rentismo do capital a juros.

No final de 1989, a coordenação macroeconômica dos Estados Unidos foi contestada pelos principais partícipes e foram suspensas as negociações. Do ponto de vista da coordenação cambial e financeira, o que tem se verificado, de lá para cá, é uma difícil implementação de uma política conjunta devido a incapacidade dos bancos centrais em controlar os ataques do rentismo especulativo privado.

O montante do movimento de capitais de curto prazo nos mercados financeiros globalizados é desproporcional diante das reservas dos bancos centrais. Qualquer tentativa de cooperação, em termos de política cambial, restringe a autonomia das políticas monetárias domésticas, tanto nos países credores quanto nos devedores, afetando substancialmente as relações entre credores e devedores. Episódios recentes têm demonstrado a impotência das políticas monetárias nacionais autônomas frente a dimensão dos mercados financeiros globalizados. Por exemplo, o aumento das taxas de juros na Alemanha e Japão e a desvalorização forçada do Iene, no início dos anos noventa, foi acompanhada de uma crise na bolsa de Tóquio.

Resumindo, o que tem se verificado é o predomínio de uma política de juros altos e flutuações cambiais, colocada em prática pelos Estados Unidos, a partir da década passada.

provocando a progressiva internacionalização das operações bancárias, sobretudo no Japão e na Alemanha, tornando mais difícil a implementação das políticas de coordenação que sejam compatíveis com os interesses dos Estados nacionais e dos agentes econômicos privados. Isto reduziu a capacidade de regulação consensual entre os países de capitalismo organizado. Todavia, em nenhum deles os bancos deixaram de dar suporte para reestruturação tecnológica e financeira das empresas. Como foi visto, nos anos oitenta, as estratégias privadas combinaram rentismo e reestruturação industrial em ambiente extremamente instável, devido à quebra das convenções, com acirrada concorrência nos mercados internacionais.

Portanto, a impossibilidade de uma política de coordenação (para conter a volatilidade do câmbio e dos juros) tem se colocado como uma espécie de elo fraco da circulação financeira contemporânea, na medida em que não é encontrada alternativa adequada, do ponto de vista da coordenação, para as consequências da ruptura do padrão monetário (conflito entre as funções de meio de pagamento e reserva universal do Dólar) e das mudanças no padrão de concorrência financeira que opera segundo uma lógica de desvalorização dos preços dos ativos nas crises de iliquidez ou inadimplência.

As tendências contemporâneas do rentismo, no contexto do atual padrão de concorrência nos mercados financeiros, reforçam a contraposição entre as formas de riqueza nesses mercados. Essas tendências são caracterizadas pela introdução e difusão das inovações financeiras; pela política de liberalização dos mercados financeiros; pela diversificação dos instrumentos financeiros do sistema bancário acirrando a competição; pela capacidade dos bancos centrais ampliarem a liquidez, que foi transferida, em grande parte, para os bancos privados; pela interdependência criada por meio da coexistência dos sistemas financeiros tornando passivas as políticas monetárias e cambiais dos principais países industrializados; pela característica do fluxo de capitais predominante em securities (securitização) via expansão do investimento em carteira de ativos estrangeiros por grandes instituições financeiras, com as instituições não-financeiras sendo as principais detentoras desses ativos financeiros; pelo movimento de desintermediação via o financiamento dos desequilíbrios globais por parte das instituições não-financeiras; pela diversificação dos ativos domésticos para ativos financeiros estrangeiros e com grande expansão nos ativos institucionais; pela mudança no padrão de competição entre bancos, outras instituições financeiras e instituições não-financeiras (investidores institucionais, a importância dos fundos de pensão) e pelas desregulações simultâneas que impulsionaram a securitização dos mercados financeiros, resultando no êxito dos Estados Unidos em financiar seus mega-déficits e para o Japão fonte de aplicação para seus mega-superávits.

No decorrer dos anos sessenta e setenta, o fluxo internacional de capitais, seguindo a orientação dos principais países industrializados (Estados Unidos, Japão e Europa) financiaram o desequilíbrio estrutural dos países em desenvolvimento (movimento reforçado com a crise do

petróleo - com os bancos fazendo a reciclagem dos petró-dólares), originando o movimento de constituição do endividamento internacional. Esse endividamento entrou em colapso no início dos anos oitenta (1982-1983), marcando um movimento de reversão nessa lógica. Os países endividados cessaram os pagamentos diante do brutal aumento das taxas de juros que aumentaram enormemente a dívida, sendo excluídos do mercado financeiro internacional. Ocorreu uma reorientação do fluxo (movimento de capitais), com os excedentes da Europa e do Japão passando a financiar o desequilíbrio norte-americano. Por outro lado, as políticas de ajuste impostas pelo FMI (Fundo Monetário Internacional) contribuíram para transformar em exportadores líquidos de capital os países devedores.

O movimento de globalização dos investimentos em carteira de ativos financeiros se desenvolveu em paralelo com essa reorientação dos fluxos financeiros internacionais. Antes desse período a maior parte dos financiamentos passava pela intermediação do sistema bancário. Com a montagem dos déficits norte-americanos e a crise da dívida dos países em desenvolvimento a reorientação dos fluxos financeiros passou a dotar o sistema financeiro globalizado da lógica do financiamento direto (sem intermediação) e em âmbito global.

Os financiamentos e as emissões nos mercados financeiros globalizados se fazem diretamente. Essa lógica tem se difundido no início dos anos noventa com os novos países industrializados da Ásia e da América Latina constituindo os denominados "mercados financeiros emergentes" (a participação desses mercados na capitalização bursátil mundial passou de 2.5% para 9% de 1983 a 1993). Esta tendência tem se explicado pelo fato dos rendimentos elevados propiciados por esses mercados que, neste caso, encontra pouca correlação com os rendimentos nos principais centros financeiros do mundo.<sup>(339)</sup>

A trajetória institucional do rentismo contemporâneo e as mudanças no padrão de concorrência financeira, via mercado de capitais, dado o movimento de globalização dos investimentos de carteira, definem a natureza da instabilidade financeira: na emergência dos investidores institucionais como os principais atores das finanças da globalização; na desvinculação das finanças dos investimentos em carteira do padrão de financiamento das finanças das corporações; uma gigantesca expansão financeira via os fluxos financeiros que se traduzem em rendimentos esperados da propriedade de ativos financeiros, que se tornaram autônomos obedecendo a sua própria lógica de valorização, produzindo as denominadas "bolhas especulativas"; e nas inovações financeiras e seu processo de difusão favorecendo aos movimentos especulativos de capitais. (Carvalho, F.J., 1997)

---

<sup>339</sup> Sobre o debate recente em torno do desenvolvimento financeiro, crescimento e liberalização dos mercados financeiros, ver: Fry, M.J. (1997) "In Favour of Financial liberalisation" *Economic Journal*, vol. 107 (May); Singh, A. (1997). "Stock markets, financial liberalisation and economic development." *Economic journal*, vol. 107 (May); Arestis, P. and Demetriades, P. (1997). "Financial development and economic growth: assessing the evidence." *Economic Journal*, vol. 107 (May); Krugman, P. (1995). Dutch tulips and emerging markets. *Foreign Affairs*.

Neste caso, o processo de globalização dos investimentos em carteiras de ativos financeiros passa a se vincular, de maneira estreita, com a volatilidade das taxas de juros e taxas de câmbio - via um conjunto de operações "fora de balanço" e de instrumentos financeiros derivados (ver Quadro 4.3 Mercados Futuros e Instrumentos Derivativos).

A globalização desses investimentos engendrou um "risco sistêmico" nos mercados financeiros. Não se tratando de instabilidade estrutural decorrente de crescimento do endividamento junto ao sistema de intermediação (bancário), como na hipótese da crescente fragilidade financeira. Essa instabilidade estrutural decorre de uma nova articulação na órbita financeira entre as finanças das corporações, os mercados de capitais e de crédito, com o predomínio das relações de concorrência financeira, devido, entre outras razões, à política de aplicação especulativa das reservas por parte dos bancos, modificando substancialmente a natureza do risco dessas atividades.

A globalização dos investimentos em carteiras de ativos financeiros tem consagrado a supremacia do mercado financeiro sobre as políticas econômicas de coordenação com as autoridades monetárias tendo limitações para defender as moedas dos ataques especulativos. Isto tem caracterizado o movimento de crise dos padrões-monetários no espaço-tempo da globalização dos investimentos em carteiras de ativos financeiros. As reservas cambiais dos principais países industrializados são estimadas em duas vezes menos que o montante cotidiano das transações no mercado de câmbio. As crises de 1992 e 1993 na Europa ilustram essa nova situação. Essa nova situação tem denotado a incompatibilidade entre câmbio fixo e mercado de capitais globalizado, isto é, perfeita mobilidade nos fluxos financeiros.

O rentismo contemporâneo, caracterizado pela contraposição entre as formas de riqueza nos mercados financeiros, está associado à expansão da riqueza financeira onde securities se transformam em uma forma de riqueza muito mais líquida que os investimentos em outros ativos de capital. Neste caso, há uma relação estreita entre a trajetória institucional do rentismo contemporâneo e a expansão da riqueza financeira (liquidez financeira) como estratégia de manutenção e ampliação da riqueza rentista, no âmbito do movimento de expansão endógena nos mercados de ativos financeiros, gerando um processo cumulativo explosivo dos investimentos em carteiras de ativos financeiros.

Esse movimento de globalização dos investimentos em carteiras desses ativos, acabou destacando as seguintes áreas de instabilidade para a trajetória do rentismo contemporâneo: a ruptura do padrão monetário levou a ação do prestador em última instância à crise; as mudanças no padrão de financiamento, afetando a natureza da fragilidade financeira, contribuíram à emergência do money-manager capitalism; a desregulamentação dos mercados afetou a natureza da fragilidade financeira contribuindo ao primado do investimento financeiro sobre o produtivo (o Japão desenvolveu a crise da relação entre o modelo produtivo e o financiamento com o predomínio do financeiro); e a expansão financeira, com base na

difusão das inovações financeiras, liberalizações etc., afetou o padrão de concorrência nos mercados financeiros introduzindo o aumento da volatilidade nos mercados financeiros e o desenvolvimento do risco sistêmico a partir do movimento de adesão aos mercados de risco (Pryor, F.C; Sulcove, E. 1995).<sup>(340)</sup>

As principais tendências desses mercados financeiros se configuraram na securitização, com o desenvolvimento de mercados secundários administrando o risco de liquidez; na integração crescente dos sistemas financeiros nacionais por meio de maior volatilidade dos fluxos de capitais; na generalização e dominância dos mercados financeiros em substituição à dominância do sistema de crédito liderado pelos bancos; as tensões de iliquidez ou de inadimplência são resolvidas pela queda nos preços dos instrumentos financeiros; com os mercados financeiros individualizando as perdas (formas financeiras intrinsecamente deflacionárias).

No caso particular da globalização dos mercados financeiros, a trajetória institucional do rentismo se fundamenta na gestão global das carteiras dos investidores institucionais, reforçando o movimento de acumulação da riqueza financeira, a integração dos mercados de crédito e de capitais e uma ordem monetária tripolar instável (Dólar, Marco e Iene).<sup>(341)</sup>

A supremacia dos mercados financeiros desregulamentados, a partir das mudanças no padrão de financiamento e do padrão de concorrência (com difusão crescente de inovações financeiras), no contexto de um padrão monetário instável (decorrente da ruptura do padrão-dólar), depende das estratégias dos investimentos de carteira de um rentismo especulativo (ver Quadro 4.4 - Rentismo e Padrão de Concorrência nos Mercados Financeiros).

A trajetória desse rentismo contemporâneo está relacionada com o desenvolvimento das denominadas "bubbles" especulativas. Estas têm colocado o risco sistêmico como risco global, colocando em questão o conceito de eficiência dos mercados financeiros.<sup>(342)</sup> Existem

---

<sup>340</sup> Sobre a estimação da volatilidade dos preços dos ativos e dos índices ver bibliografia recente sobre gestão de risco de carteiras de investimento, operações com opções e desenvolvimento de novos produtos: Froot, K.A. et alii (1994). A Framework for Risk Management. Harvard Business Review, nov.-dec.; Morgan, J.P. (1995). Risk Metrics. The benchmark for global market Risk. Morgan Guaranty Trust Company, New York, may 26; Hull, John (1996) Introdução aos Mercados Futuros e de Opções. São Paulo. Bolsa de Mercadorias & Futuros e Cultura Editores Associados. Esses estudos sobre precificação de opções iniciaram a partir do modelo precursor de Black, F. & Scholes, M. de 1973. Sobre esses modelos de cálculo, ver: Merton, R.C. (1995) Influence of Mathematical models in finance on practice: past, present and future. In: Howinson, Kelly e Wilmott (Eds.) Mathematical Models in Finance.

<sup>341</sup> A integração crescente dos mercados financeiros, no âmbito da flexibilidade do câmbio e da volatilidade dos juros e das bolsas, tem obrigado a serem considerados novos canais internacionais de transmissão dos choques e das políticas macroeconômicas, bem como, a amplitude das crises financeiras, como o krach de 1987, a crise das caixas de poupança norte-americanas, as crises bancárias nos Estados Unidos, Europa e Japão. Sobre essa temática, ver: Kregel, J.A. (1994); Aglietta, M. (1995).

<sup>342</sup> Sobre esse debate, ver: Glickman, M. (1994). The concept of information, interactable uncertainty, and the current state of the "efficient markets" theory: a Post Keynesian view. Journal of Post Keynesian Economics, Spring, vol. 16, n.3, p.325-349.

tentativas recentes de formalização para essas situações.<sup>(343)</sup>

Concluindo, cabe destacar a importância das inovações para o padrão de concorrência predominante nos mercados financeiros, isto é, para a contraposição entre as novas formas de riqueza nesses mercados. O conceito de inovação financeira aparece na literatura econômica formulado nos trabalhos de W. Silber (1963, 1975, 1983) e H.P. Minsky (1984, 1986), inspirados nos estudos pioneiros de J. A. Schumpeter sobre processo inovativo (como um processo de acirrada concorrência) e teoria econômica.<sup>(344)</sup>

A noção de "concorrência schumpeteriana"<sup>(345)</sup> é concebida como um processo de defrontação dos vários capitais, cumprindo examinar as estratégias seguidas pelas empresas nesse processo, na conquista e manutenção de posições. Portanto, fica evidente a estreita relação entre a concorrência e a teoria da dinâmica das inovações, na medida em que para esta última o lucro (que é sempre extraordinário) decorre de um monopólio temporário de vantagens obtidas através da introdução de inovações tecnológicas, que vão se esvaindo com o processo de difusão. Segundo Schumpeter, a introdução de inovações é a forma mais eficaz de concorrência e é inerente ao sistema capitalista.<sup>(346)</sup>

---

<sup>343</sup> Sobre essas tentativas, ver: Orléan, A. (1992). Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers. Revue Économique, vol.43 n.4 juillet; Orléan, A. (1990). Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers. Revue Économique, vol.41 n.5 septembre. Por outro lado, é importante destacar que os modelos de explicação para as crises financeiras, inspirados na teoria do equilíbrio, com ênfase sobre as funções alocativas em detrimento das funções criativas dos mercados (Nicolas Kaldor, 1987); como o caso de Mankiw, N.G. (1986). The allocation of credit and financial collapse. The Quarterly Journal of Economics, august, também demonstram as limitações da hipótese de Modigliani-Miller, originalmente apresentado em 1958 The cost of capital, corporation finance and the theory of Investment, publicado na American Economic Review. Este modelo já foi contestado em várias oportunidades, dispensando mais comentários aqui. A hipótese sugerida pelos autores de que num mercado sem "fricções" sem impostos é indiferente para a empresa qual o meio escolhido para se financiar. Todos os meios servem por igual aos interesses dos acionistas. Com a variedade de impostos, com a intermediação de gigantes financeiros, e segundo a natureza das regulações dos sistemas financeiros, a hipótese não tem poder explicativo. Em trabalhos recentes os autores têm revisto essas limitações ao admitirem as mudanças verificadas com as desregulações e as inovações financeiras. Miller, M.H. (1988). The Modigliani-Miller Propositions after thirty Years. In: Journal of Economics Perspectives, vol.2, n.4, fall. Modigliani, F. (1988). MM-Past, Present, Future. In: Journal of Economics Perspectives, vol.2, n.4, fall; Stiglitz, J. E. (1988). Why Financial Structure Matters. In: Journal of Economics Perspectives, vol.2, n.4, fall; Miller, M. H. (1991). Leverage. In: The Journal of Finance, vol. XLVI, n.2, June; Miller, M.H. (1991). Financial innovations and Market Volatility. Cambridge Ma & Oxford UK, Blackwell.

<sup>344</sup> Schumpeter, J.A. (1934) The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and The Business Cycle, London, Oxford University Press; (1939), Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process, 2 vols., New York, McGraw Hill; (1942), Capitalism, Socialism and Democracy, London, Unwin, 1987.

<sup>345</sup> Entendemos a concorrência schumpeteriana como o locus do processo de inovação que fundamenta a instabilidade estrutural intrínseca ao sistema econômico. O processo decisório inovativo produz o movimento descontínuo de mudanças estruturais; no sentido de que os distúrbios causados pelas inovações, embora possam aparecer inicialmente como relativamente pequenos, são suficientes para acarretar mudança estrutural. Ou nos termos de Schumpeter, o processo inovativo é "um processo de destruição criadora". A concorrência schumpeteriana se caracteriza pela "destruição criadora" oriunda do processo inovativo.

<sup>346</sup> Existe toda uma literatura que coloca o processo inovativo como centro dinamizador da atividade econômica capitalista no tratamento dos processos de transformação econômica e institucional de forma interativa, seja no âmbito das estruturas industriais, seja no âmbito das estruturas de mercado. Neste caso destaque: Coricelli, F.; Dosi, G. & Orsenigo, L. (1988). "Macro Regularities in Changing Economies and Their Micro Foundations": "Technical Change and Economic Theory" (1988) Dosi, G.; Freeman, C.; Nelson, R.; Silverberg, G. and Soete, L. (Eds.) London, Francis Printer. Para uma reflexão sobre as inovações financeiras, ver: Boissieu, C. de. "Quelques réflexions sur l'analyse économique des innovations financières". Economie appliquée, tome XXXIX, 1986, n.3, pp.449-472.

Segundo Schumpeter, a instabilidade estrutural induzida pelo processo de criação do crédito, ao financiar as inovações, o qual permite um certo grau de flexibilidade tecnológica ao capitalismo, definindo uma trajetória de mudança tecnológica; representa um **efeito fisiológico** do crédito sobre a produção, no sentido de assegurar a sobrevivência e a evolução do sistema econômico. Schumpeter também reconheceu o fato da instabilidade estrutural decorrer da sofisticação crescente das relações financeiras criando a possibilidade de crises recorrentes; embora esse tema não tenha recebido um tratamento mais detalhado em suas análises teóricas. No entanto, esses **efeitos patológicos** tornaram-se centrais na contribuição teórica de Keynes.<sup>(347)</sup>

Consideremos a "concorrência schumpetiana"<sup>(348)</sup> e a "incerteza estrutural keynesiana"<sup>(349)</sup> como referências teóricas principais ao estudo da instabilidade estrutural decorrente das mudanças nos mercados financeiros que são relevantes às trajetórias de institucionais do rentismo, no âmbito de uma economia de mercado de capitais e do movimento de globalização dos investimentos de carteira.

No estudo das estruturas dos mercados financeiros, normalmente, as inovações financeiras designam três fenômenos: 1) o aparecimento de um novo produto financeiro que se traduz na ampliação do "menu" dos ativos financeiros (esse produto, via de regra, representa uma ruptura com os ativos existentes); 2) o desenvolvimento de um novo mercado ou de um novo segmento de mercado existente (dois movimentos significativos tem acompanhado o processo recente de inovação-securitização-o desenvolvimento de títulos de fácil negociação e o engajamento em operações fora de balanço, propiciando nos ativos bancários uma vasta redistribuição dos riscos entre agentes econômicos-as operações de swap); 3) e a introdução de novas tecnologias de informatização dos pagamentos e das operações financeiras.<sup>(350)</sup>

---

<sup>347</sup> Sobre esse contraste de enfoques para a instabilidade estrutural, ver: Vercelli, A (1991) op.cit.pp.201-218.

<sup>348</sup> Sobre a concorrência, desenvolvimento financeiro e crescimento, ver: King, R.G. and Levine, R. (1993).

<sup>349</sup> Sobre a formulação do conceito de incerteza estrutural, ver: Davidson, P. (1982-83) "Rational Expectations: A Fallacious Foundations for Studying Crucial decision-making Process". Journal of post keynesian economics, winter 5(2); Davidson, P. (1986-87) "Nonergodic monetary economy". Journal of Post Keynesian Economics, winter vol. IX, n.2.; Davidson, P. (1988) "A technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money". Cambridge Journal of Economics, 12, 329-337; Davison, P. (1991) "Is probability theory relevant for uncertainty? A Post Keynesian perspective". The Journal of Economic Perspectives, winter, vol. 5, n. 1, pp. 129-143; Carabelli, A.M. (1988) On Keynes's Method, London: Macmillan; Lawson, T. (1985) "Uncertainty and economic analysis". The Economic Journal, 95, december, pp. 909-927; Lawson, T. (1988) "Probability and uncertainty in economic analysis". Journal of Post Keynesian Economics, vol. 11, n. 1, Fall; Carvalho, F.C. de (1988) "Keynes on Probability, Uncertainty and Decision Making". Journal of Post Keynesian, Fall, 11; Vercelli, A. (1991) Methodological Foundations of Macroeconomics: Keynes and Lucas, Cambridge University Press.

<sup>350</sup> Ver: Silber, W. "Towards a Theory of Financial Innovation" in Silber, W. (ed.), Financial Innovation, D.C. Heath, Lexington, 1975; "The Process of Financial Innovation", American Economic Review, mai 1963.

Todavia, o processo de difusão dessas inovações financeiras tem acelerado, desde os anos setenta, as mudanças na constituição da riqueza financeira.<sup>(351)</sup> As recentes inovações nos mercados de débitos (securitização e derivativos) têm se caracterizado por liquidez e volatilidade crescentes dos instrumentos financeiros. Essas inovações têm sido classificadas dentro de tres categorias: 1) aquelas que permitem os investidores e instituições administrarem o **exposure de suas carteiras mudando em volume devido às alterações no câmbio e nos juros (hedge - financial futures)**; 2) aquelas que abrem fontes alternativas de fundos para empréstimos bancários para corporações financeiras ou não-financeiras; 3) e aquelas que **permitem aos bancos maior liquidez para as suas carteiras e redução do capital requerido pela regulamentação**. As implicações do primeiro grupo de inovações é que a possibilidade de hedging aumenta o grau de integração entre os mercados financeiros; e a crescente integração dos mercados financeiros internacionais tem ajudado a reforçar a competição entre intermediários financeiros e reduzido os spreads da intermediação. As implicações dos outros dois grupos, são reações à securitização dos ativos (securitizar os instrumentos tradicionais de crédito - a primeira incursão sobre esse mercado foi o crescimento do mercado de commercial paper).<sup>(352)</sup> Essas mudanças nos mercados de capitais e nos arranjos institucionais dos sistemas financeiros domésticos, embora variem de país para país, apresentam várias semelhanças: 1) o **desenvolvimento de novos produtos e mercados financeiros**<sup>(353)</sup>; 2) **liberalização das práticas financeiras domésticas ou por meio da desregulamentação ou através da quebra das convenções**<sup>(354)</sup>; 3) **crescente competição entre instituições financeiras, com muitas das distinções tradicionais entre bancos comerciais, e as securities firms se tornando sem efeito no processo**; 4) e a **globalização que significa a erosão das barreiras institucionais nacionais com o aumento do grau de integração dos mercados financeiros**.<sup>(355)</sup>

---

<sup>351</sup> Sobre esse processo, ver: BIS (1986); Boissieu, C. de (1986) "Quelques réflexions sur l'analyse économique des innovations financières" in: économie appliquée, tome XXXIX n.3; Carter, M. (1989) - "Financial Innovation and Financial Fragility" in: Journal of Economic Issues, vol. XXIII n.3 september; Carter, M. (1991) - "Uncertainty, Liquidity and Speculations: a Keynesian Perspective on Financial Innovation in debt Markets" in: Journal of Post Keynesian, winter, vol. 14, n. 2; Silber, W. L. Recent Structural Change in the Capital Markets - The Process of Financial Innovation, American Economic Review, Papers and Proceedings, may 1983, pp.89-95.

<sup>352</sup> Ver Carter, 1991, op.cit. p.176-177.

<sup>353</sup> Ver: Levich, R. et alii Financial Innovations in International Financial Markets, cap.4, in: The United States in the World Economy, Feldestein, M., 1987; Wahnsoley, J. The New Financial Instruments, N.Y: John Wiley & Sons, 1987.

<sup>354</sup> Recentemente o Economic Journal publicou um debate sobre a controvérsia da liberalização financeira: The Economic Journal, 107(May), 1997.

<sup>355</sup> No artigo citado antes, H.P. Minsky (1994) tem avançado o debate sobre a aplicação da hipótese da instabilidade financeira aos problemas colocados pelas políticas monetária e fiscal na integração financeira internacional. A referência básica está em Irving Fisher " The Debt Deflation Theory of Great Depressions, Econometrica, 1933, Charles Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes, Basic Sharpe and Co, 1982 e Stabilizing an Unstable Economy Yale University Press, 1986. Como sabemos, para Minsky a visão de instabilidade financeira é uma forma de interpretar Keynes em John Maynard Keynes, Columbia University Press, 1975. Kindleberger (1988) Em "The Financial Crises of the 1930s and the 1980s: Similarities and Differences, Kyklos, vol.41, 1988, fac.2, pp.171-186. Para uma discussão sistemática do conceito de risco sistêmico e a instabilidade estrutural, ver: Aglietta, M. Comportement Bancaire et Risque de Systeme, mimeo 1992; e Le Risque de Systeme et sa Prevention, mimeo 1990.

### QUADRO 4.1

#### Resumo Geral de Conclusões

Rentismo e Capital a Juros	Rentismo e Mercado de Capitais	Rentismo e Expansão Financeira
Trajatória do rentismo na Pax Britânica: estudo do desenvolvimento e crise do padrão monetário-a passagem da âncora natural para a âncora nominal afetou a trajetória do rentismo do capital a juros caracterizado pelo modelo da City como centro de intermediação financeira e comercial do mundo.	Trajatória do rentismo na Pax norte-americana: estudo do desenvolvimento e crise de um padrão de financiamento-as origens e desenvolvimento do moderno mercado de capitais condicionou a trajetória do rentismo envolvendo as finanças das corporações e o mercado de capitais, tendo Wall Street como modelo de centro financeiro do mundo.	Trajatória do rentismo na Pax norte-americana: estudo da expansão financeira recente e o padrão de concorrência nos mercados financeiros - rentismo e padrão de concorrência nos mercados financeiros destacando o estudo da securitização, liberalização e desregulamentação desses mercados.

FONTE: O autor.

### QUADRO 4.2

#### As Tres Ópticas do Rentismo

Padrão Monetário	Padrão de Financiamento	Padrão de Concorrência
Modelo da City e a Trajetória do Rentismo	Modelo de Wall Street e a Trajetória do Rentismo	Mercado Financeiro e a Trajetória do Rentismo Contemporâneo
Exportação de Capitais e Investimento de Porta-Fólio	Bolsa de Valores e as Finanças das Corporações	Rentismo, Capital a Juros e o Mercado de Capitais
Âncora Nominal, Regime Cambial e Emprestador em Última Instância	Money-Manager Capitalism	Rentismo, securitização, liberalização e os Mercados Futuros e de Opções

FONTE: O autor.

### QUADRO 4.3

#### Mercados e Instrumentos Derivativos (em Us\$ bilhões)

Instrumentos	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Instrumentos Negociados em Bolsa	2.290.4	3,519.3	4,634.4	7,771.1	8,862.5	9,185.3
Futuro de Taxas de juros	1,454.5	2,156.7	2,913.0	4,958.7	5,777.6	5,863.4
Opções sobre taxa de juros	599.5	1,072.6	1,385.4	2,362.4	2,623.6	2,741.7
Futuro de Moedas	17.0	18.3	26.5	34.7	40.1	37.9
Opções sobre Moedas	56.5	62.9	71.1	75.6	55.6	43.2
Futuros de Índices de Ações	69.1	76.0	79.8	110.0	127.3	172.2
Opções sobre Índices de ações	93.7	132.8	158.6	229.7	238.3	326.9
Instrumentos de Mercados de Balcão	3,450.3	4,449.4	5,345.7	8,474.6	11,303.2	17,990.0
Swaps de Taxas de juros	2,311.5	3,065.1	3,850.8	6,177.3	8,815.6	"
Swaps de Moedas	577.5	807.2	860.4	899.6	914.8	"
Outros	561.3	577.2	634.5	1,397.6	1,572.8	"

FONTE: Banco de Compensações Internacionais, 66th Annual Rapport, 1995, p.153.

#### QUADRO 4.4

##### Rentismo e Padrão de Concorrência

Rentismo e Capital a Juros	Rentismo e Mercado de Capitais
<p>Abordagem "Micro": Rentismo e as Estruturas de Endividamento no Tempo (Hedge, Especulativa e Ponzi) caracterizando a endogeneidade das relações de crédito, denominadas sólidas ou frágeis do ponto de vista dos riscos credor e devedor. Neste caso, o Rentismo está relacionado com a noção de fragilidade financeira. Rentismo e a "securitização" do crédito com o desenvolvimento sem precedente do Mercado de Títulos e Bônus.</p>	<p>Abordagem "Micro": Rentismo, finanças das corporações e o desenvolvimento do Money-Manager Capitalism, com a gestão de risco das Carteiras de Investimento, utilizando-se de novos instrumentos de Hedge: opções, futuros e Swaps. Em consequência há uma redução dos riscos e novas oportunidades de ganhos especulativos. Esses instrumentos financeiros reduzem o risco "Micro" mas potencializam o risco sistêmico nos mercados de capitais.</p>
<p>Abordagem "macro": Rentismo e a ação do "Big Bank"-atuação do Bacen via redesconto ou lender of last resort contra a desvalorização dos ativos. Rentismo e a ação do "Big Government"-implementação das políticas anti-cíclicas em defesa dos lucros via financiamento do déficit público</p>	<p>Abordagem "macro": Rentismo e o padrão de concorrência predominante nos mercados financeiros concebido a partir da contraposição entre as várias formas de riqueza, da escala das operações, da liquidez financeira e da volatilidade desses mercados.</p>

FONTE: O autor.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (1979). Regulacion y Crisis del Capitalismo. La Experiencia de los Estados Unidos. Madrid: Siglo XXI de España editores S.A.
- AGLIETTA, M. (1982). Les Configurations de L'economie Mondiale. Paris: Centre D'etudes prospectives et d'informations internationales, mimeo.
- AGLIETTA, M. et alii (1990). Globalisation Financière: L'Aventure Obligée. Paris: Ed. Économica.
- AGLIETTA, M. (1992a). Comportement Bancaire et Risque de Systeme. Paris: document de travail, n.92-02, mai, mimeo.
- AGLIETTA, M. (1992b). Les Dérapages de la Finance japonaise. In: Economie Prospective Internationale. Paris: Centre D'Etudes Prospectives et D'Informations Internationales, n.51, 3. trimestre.
- AGLIETTA, M. (1992c). Genese des Banques Centrales et Legitimite de la Monnaie. Paris: Université de Paris Xnanterre, mimeo.
- AGLIETTA, M. (1995). Macroéconomie Financière. Paris: Editions la Découverte.
- ALVES PINTO, N. P. (1994). O Capital Financeiro na Economia Contemporânea - Uma revisão teórica e histórica de seu papel no desenvolvimento recente dos Estados Unidos. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- AKHTAR, M. A. (1983). Financial Innovations and their implications for monetary policy: an international perspective. In: BIS Economic Papers, n.9, Basle.
- ANDREFF, W. & PASTRÉ, O. (1981). La genese de los bancos multinacionales y la expansión del capital financiero internacional. In: ESTEVEZ, J. & LICHTENSZTEJN, S. (comp.). Nueva fase del capital financiero. México: Nueva Imagem.
- AOKI, M. (1990a). Toward an Economic Model of the japanese Firm. Journal of Economic Literature, vol. XXVIII, March.
- AOKI, M. (1990b). La Estructura de la Economía japonesa. México: Fundo de Cultura Económica.
- ARESTIS, P. and DEMETRIADES, P. (1997). Financial development and economic growth: assessing the evidence. Economic Journal, vol. 107 (May), p.783-799.

- ARNT, H. W. and DRAKE, P. J. (1985). Bank Loans or Bonds: some lessons of Historical Experience. BNL Quarterly Review, n.155, p.373-393.
- ARRIGHI, GIOVANNI. (1994). O LONGO SÉCULO XX. Rio de Janeiro. Contraponto Editora Ltda.
- BAER, M. (1990). Mudanças e Tendências dos Mercados Financeiros Internacionais na Década de 80. Madrid: Pensamiento Iberoamericano, n.18, pp.65-81.
- BAGEHOT, W. (1968). Lombard Street-el mercado monetario de Londres. México: Fondo de Cultura Económica.
- BALLON, R.J. & TOMITA, I. (1988). The Financial Behavior of Japanese Corporations. Tokyo and New York: Kodansha International.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986). Recent Innovations in International Banking. Basle: BIS, 270p., abr.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1996). 66th Annual Report. Basle: BIS, 195p., 1st April 1995-3 1st March 1996 Basle, 10th June 1996.
- BARRAT BROWN, M. (1974). The Economics of Imperialism. England: Penguin Books, p.175-177.
- BARNES, H. E. (1970). Historia de la Economía del Mundo Occidental Hasta principios de la segunda guerra mundial. Union Tipografica Editorial Hispano Americana.
- BARSKY, B.B. & DE LONG, J.B. (1990). Bull and Bear Markets in the Twentieth Century. In: the Journal of Economic History. vol. L, n.2, June.
- BELLUZZO, L. G. M. & ALMEIDA, J. S. G. de (1989). Enriquecimento e Produção - Keynes e a Dupla Natureza do Capitalismo. In: Novos Estudos CEBRAP. n.23, março.
- BENSTON, G. J. (1994). Universal Bank. Journal of Economics Perspectives. v.8, n.3, summer, p.121-143.
- BENZIE, R. (1992). The development of the international bond market. In: BIS Economic Papers, n.32, January.
- BERLE, A. A. & MEANS, G. C. (1947). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan, (originais 1932).

- BERNANKE, B.S. (1983). Nonmonetary effects of the financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. In: The American Economic Review, vol.73, n.3, June.
- BHADURI, A. (1986). Macroeconomics: the dynamics of commodity production. Armonk: M. E. Sharpe.
- BINSON, T. A. (1954). Zaihatsu Dissolution. Berkeley: University of California Press.
- BLOCK, F. (1980). Las Origenes del desordem economica internacional. México: Fondo de Cultura.
- BOISSIEU, C. de (1986). Quelques réflexions sur l'analyse économique des innovations financières. Economie appliquée, Genebra, v. XXXIX n.3, p.449-472
- BORIO, C. E. V. (1990a). Leverage and Financing of Non-financial Companies: An International Perspective. Basle: BIS Economic Papers, n.27.
- BORIO, C. E. V. (1990b). Banks' Involvement in Highly Leveraged Transactions. Basle: BIS Economic Papers, n.28.
- BRAGA, J. C. de SOUZA (1989). A Internacionalização dos Mercados de Investimentos. (mimeo).
- BRAGA, J. C. de SOUZA (1993). A Financeirização da Riqueza. Economia e Sociedade, Campinas: IE-UNICAMP, n.2, agosto.
- BROWN, A. J. (1965). Britain in the World Economy 1870-1914. Yorkshire Bull.
- BROWN, B. (1989). The Economics of the Swap Market. London: Routledge.
- BRYANT Jr, K. L. & DETHLOFF, H. C. (1983). A History of American Business. New Jersey: Texas A & M University Prentice Hall, inc. Englewood Cliffs.
- BRYANT, R. C. (1986). International Financial Intermediation: Underlying Trends and Implications for Government Policies. In: Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West. Suzuki, Y et alii (ed.), Tokyo: University of Tokyo Press.
- BRYANT, R. C. (1987). International financial intermediation. Washington D. C.: Brookings Institution.
- CALOMIRIS, C. W. (1993). Financial Factors in the Great Depression. In: Journal of Economics Perspectives, vol.7, n.2, spring.

- CAMERON, R. & BOVYKIN, V. I. (Eds.) (1991). International Banking 1870-1914. New York: Oxford University Press.
- CANUTO, O. (1993). Investimento Direto Externo e Reestruturação Industrial. Campinas: UNICAMP/IE. Texto para Discussão, n.27.
- CARRON, A.S. (1982). Financial Crisis: Recent Experience in U.S. and International Markets. In: Brookings Papers on Economic Activity (2). Washington D. C.: Brookings Institution.
- CARTER, M. (1989). Financial Innovation and Financial fragility. Journal of Economic Issues, v.XXIII, n.3, p.779-793, set.
- CARTER, M. (1991). Uncertainty, Liquidity and speculations: a Keynesian Perspective on Financial Innovation in Debt Markets. Journal of Post Keynesian, Winter, vol.14, n.2.
- CARVALHO, F. C. de (1988). Keynes on Probability, Uncertainty and decision Making. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, Fall, n.11.
- CARVALHO, F. C. de (1997). Financial innovation and the Post Keynesian approach to the "process of capital formation". Journal of Post Keynesian Economics, Spring, vol. 19, n.3.
- CECCO, M. de (Ed.) (1987). Changing Money-Financial Innovation in Developed Countries. London: Basil Blackwell.
- CHANDLER, Jr. A. (1962). Strategy and Structure. Cambridge Mass.: MIT Press.
- CHANDLER, A. D. & GALAMBOS, L. (1970a). The Development of Large-Scale Economic Organizations in Modern America. The Journal of Economic History, vol. XXX, n.1, March.
- CHANDLER, Jr. A. (1970b). The Development of Large-Scale Economic Organizations in Modern America. The Journal of Economic History, v. XXX, march, n.1.
- CHANDLER, Jr. A. (1980). Rise and Evolution of Big Business. In: Porter, Glenn (ed.), The Encyclopedia of American Economic History, New York: Scribner's, v.II.
- CHANNON, D. F. (1990). Global Banking Strategy. New York: John Wiley & Sons.
- CHARLOT, M. & MARX, R. (orgs.) (1993). Londres, 1851-1901 - A Era Victoriana ou o triunfo das desigualdades. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor.
- CHECKLAND, S. G. (1964). The Rise of Industrial Society in England, 1815-1865. London.

- CHESNAIS, F. & SERFATI, C. (1993). Mondialisation Financiere et Gestion Globale des Actifs par les Groupes a Specialisation Industrielle. Paris: LAREA 93/2 Universite de Paris X Nanterre.
- CHESNAIS, F. (1996). A Mundialização do Capital. São Paulo: Xamã Editora.
- CHICK, V. (1994). A Evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros. Ensaíos FEE(15)I, Porto Alegre.
- CHICK, V. and DOW, S. C. (1996). Regulation and Differences in Financial Institutions. Journal of Economic Issues. vol.XXX, n.2, june.
- CHICK, V. (1997). Some Reflections on Financial Fragility in Banking and Finance. Journal of Economic Issues. vol.XXXI.n. 2, june.
- CINTRA, M. A. M. (1993). As Transformações recentes na Estrutura Financeira das Corporações Norte-americanas. IESP/FUNDAP (mimeo).
- FRANSY, J. (1996). Should we regulate the financial system? (1996). The Economic Journal. 106 (1996), p.677-678.
- COOPER, R. N. (1987). The International Monetary System. The MIT Press, Cambridge: Massachusetts.
- CORAZZA, G. (1995). A Interdependência dos Bancos Centrais em Relação ao Governo e aos Bancos Privados. Tese de Doutorado em Economia apresentado ao Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP.
- CORNFORD, ANDREW (1996). Some Recent Innovations in International Finance: Different Faces of Risk Management and Control. Journal of Economic Issues. vol.XXX, n.2, june.
- COTTRELL, P. L. (1980). Industrial Finance, 1830-1914: the Finance and Organization of English Manufacturing Industry. London.
- CRABBE, L. E. et alii (1990). Recent Developments in Corporate Finance. Federal Reserve Bulletin, vol.76, n.8 august.
- CHRISTENSEN, J. L. (1995). The Role of Finance in National Systems of Innovation. In: National Systems of Innovation Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning. Ed. Bengt-Akelundvall. Paper Back edition.
- CORRIGAN, E. G. (1991). "The Risks of Financial Crisis", In Martin Feldstein (ed.), The Risk of Economic Crisis. Chicago: University of Chicago Press.

- CROTTY, J.R. (1990). Keynes on the Stages of development of the Capitalist Economy: The Institutional Foundation of Keynes's Methodology. Journal of economic Issues, v.XXIV, n.3, sept.
- CROUZET, F. (1982). The Victorian Economy. New York:Columbia University Press.
- CYPHER, J. M. (1996). Mexico: Financial Fragility or Structural Crisis? Journal of Economics Issues. vol.XXX n.2, june.
- DAVIDSON, P. (1978). Why Money Matters:Lessons from a Half-century of monetary theory. Journal of Post Keynesian Economics, vol.1, n.1.
- DAVIDSON, PAUL (1982). International Money and the Real World, London:MacMillan Press.
- DAVIDSON, PAUL (1986). Finance, Funding,Saving and Investment. Journal of Post Keynesian Economics, v.9, n.1, Knoxville.
- DAVIS, E. P. (1986). Portfolio behaviour of the non-financial private sectors in the major economies. BIS Economic Papers, n.17, september, Basle.
- DAVIS, L. (1966). The Capital Markets and Industrial Concentration: the U.S. and U.k, a Comparative Study. The Economic History Review, 19 n.2.
- DAVIS, T. E. (1990). (ed.) Financial Market Volatility and the Economy. Kansas City: Kansas City Federal Reserve Bank.
- DOBB, M. (1974). A Evolução do Capitalismo. Rio de janeiro: Zahar Editores.
- DOW, S. C. (1984): Methodology and the analysis of a monetary economy. La Monnaie dans un Système dynamique. Série MP, n.1, Cahiers de L'ISMEA tome XVIII, n.4, avril.
- DOW, S. C. (1985). Macroeconomic Thought: A Methodological Approach. Oxford: Basil Blackwell.
- DOW, S. C. (1988). Money supply endogeneity. Economie appliquée, tome XLI n.1.
- DOW, S. C. (1996). Horizontalism:a critique. Cambridge Journal of Economics. 20, 497-508.
- DOWNE, E. A. (1987). Minsky's model of financial fragility:a suggested addition. Journal of Post Keynesian Economics, v.IX, n.3, spring.
- DUSER, J. T. (1990). International Strategies of Japanese banks. London: Macmillan.

- DUTT, A. K. (1992). Rentiers in Post-Keynesian Models. In: Arestis, P.; Chick, V. (ed.) Recent Developments in Post-keynesian Economies, England:Edward Elgar.
- DYMSKI, GARY A. (1997). Deciphering Minsky's Wall Street Paradigm. Journal of Economic Issues, vol. XXXI, n.2, June.
- EATON, J. (1994) Cross-Border Banking. NBER WORKING PAPER SERIES, Working paper n.4686, March.
- EATWELL, J.; MURRAY, M; NEWMAN, P. (ed.). (1987). The New Palgrave, London: MacMillan Press, v.4, p.146-147.
- EICHENGREEN, B. & PORTES, R. (1987). The anatomy of Financial Crises. In: Portes, R. & Swoboda, A. K.
- EICHENGREEN, B. (1990). Elusive Stability-essays in the History of international Finance, 1919-1939. Cambridge: Cambridge University Press.
- EICHENGREEN, B. (1995). História e Reforma do sistema monetário internacional. Economia e Sociedade, Campinas: IE(4), p.53-78, jun.
- EICHNER, A.S. (1985) - Toward a New economics - Essays in Post-Keynesian and Institutional Theory, London: Macmillan.
- EISING, P. (1973). The eurodollar system. London: MacMillan.
- FAZZARI, S. & PAPADIMITRIOU, D. B. (eds.) (1992). Financial Conditions and Macroeconomic Performance. Armonk: New York: M. E. Sharpe Inc.
- FEINSTEIN, C. H. (1960). Home and Overseas Investment 1870-1914. Cambridge: tese não publicada.
- FELDSTEIN, M. (Ed.) (1987). The United States in the World Economy. Chicago: NBER The University of Chicago Press.
- FELDSTEIN, M. (ed.) (1991). The Risk of Economic Crisis. Chicago: NBER The University of Chicago Press.
- FERREIRA, C. K. L.; FREITAS, M. C. P. (1989). O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80. São Paulo, IESP/FUNDAP, mimeo.
- FRANKEL, A.B. & MONTGOMERY, J. D. (1991). Financial Structure: An International Perspective. Brookings Papers on Economic Activity (1).

- FREEMAN, C. (1987). Technology Policy and Economic Performance-Lessons from Japan. London: Printer Publishers Limited.
- FRY, J. M. (1997). In favour of financial liberalisation. *Economic Journal*, vol.107 (May), p.754-770.
- G., JULIO. LÓPEZ. (1997). Mexico's Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility. *BNL Quarterly Review*, n.201, June.
- GALBRAITH, J. K. (1972). O Colapso da Bolsa, 1929. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura.
- GALBRAITH, J. K. (1992). Uma Breve História da Euforia Financeira. São Paulo: Pioneira.
- GATTI, D. DELLI & GALLEGATI, M. (1990). Financial instability, income distribution, and the stock market. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.12, n.3, spring.
- GATTI, D. DELLI & GALLEGATI, M. (1997). At the Root the Financial Instability Hypothesis: "Induced Investment and Business Cycles". *Journal of Economic Issues*, vol.XXXI, n.2, June.
- GEOFFREY, J. (ed.) (1990). Bank as Multinationals. London: Koutlege.
- GEOFFRON, P. & RUBINSTEIN, M. (1996). La Crise Financière du modèle japonais. Paris: Economica
- GERSCHENKRON, A. (1962). Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays. Cambridge: Mass.
- GILPIN, R. (1987). The Political Economy of International Relations. Princeton University Press.
- GLICKMAN, M. (1994). The concept of information, intractable uncertainty, and the current state of the "efficient markets" theory: a Post Keynesian view. *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk: v.16, n.3, spring.
- GOLDSTEIN, D. (1995). Uncertainty, Competition, and Speculative Finance in the Eighties. *Journal of Economics Issues*, v.XXIX, n.3, sep. p.719-746.
- GORDON, D. M. (1980). Stages of Accumulation and long economic cycles. In: Hopkins, T. K.; Wallerstein, I (ed.), Processes of the world system, v.13, Political economy of the world system annuals, Beverly Hills, California: Sage Publications.

- GOWA, J. (1983). Closing the Gold Window. Domestic Politics and the End Bretton Woods. Cornell University Press.
- GRABEL, I. (1996). Stock Markets, Rentier Interest, and the Current Mexican Crisis. Journal of Economic Issues, vol. XXX n.2, June.
- HAMILTON, A. (1986). The Financial Revolution. New York: The Free Press Macmillan, Inc.
- HEILBRONER, R. (1972). Os Grandes Economistas. Lisboa: Publicações Dom Quixote.
- HENDERSON, W. O. (1975). The Rise of German Industrial Power 1834-1914. London: Maurice temple Smith Ltd.
- HICKS, J. R. (1974). The Crisis in Keynesian Economics. London: Basil Blackwell.
- HICKS, J. R. (1989). A Market Theory of Money. New York: Oxford University Press.
- HILFERDING, R. (1973). El Capital Financiero. Madrid: Editorial Tecnos.
- HOBSBAWM, E. J. (1978). Da Revolução industrial Inglesa ao Imperialismo. Rio de Janeiro: Editora Forence Universitária.
- HOBSON, J. A. (1983). A Evolução do Capitalismo Moderno. São Paulo: Abril Cultural.
- HOGSON, G. (1985). Persuasion, Expectations and the limits to Keynes. In: Lawson and Pesaran, op.cit., p.12.
- HOSHI, T. et alli (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese industrial groups. The Quarterly Journal of Economics, Feb. p.33-60.
- HULL, JOHN (1996) Introdução aos Mercados Futuros e de Opções. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros e Cultura Editores Associados.
- JANEWAY, W.H. (1995-96). The 1931 sterling crisis and the independence of the Bank of England. Journal of Post Keynesian Economics, Winter 1995-96, v.18, n.2, p.251-268.
- JONES, G. (1990). Banks as Multinationals. London: Routledge.
- KALDOR, N. (1955-56). Alternative Theories of Distribution. Review of Economic Studies, 23(2), p.83-100.
- KALDOR, N. (1987). Spéculation et stabilité économique. Review of Economic Studies, 1939. Économie & Instabilité, Paris: Economica.

- KALECKI, M. (1954). Theory of Economic Dynamics. New York: Rinehart.
- KINDLEBERGER, C. P. (1975). The World in Depression 1929-1939. London: A Pelican Book.
- KINDLEBERGER, C. P. & LAFFARGUE, J. P. (Eds.) (1982). Financial Crises-Theory, History, and Policy. Cambridge: Cambridge University Press.
- KINDLEBERGER, C. P. (1984). A Financial History of Western Europe. London: George Allen & Unwin.
- KINDLEBERGER, C. P. (1988a). The International Economic Order-Essays on Financial Crisis and International Public Goods. Cambridge: The MIT Press. Massachusetts.
- KINDLEBERGER, C. P. (1988b). The Financial Crises of the 1930s and the 1980s: similarities and differences. Kyklos, v.41, fasc.2.
- KINDLEBERGER, C. P. (1992). Manias, Pânico e Crashes: Um Histórico das Crises financeiras. Porto Alegre: Ortiz: Gazeta Mercantil.
- KEYNES, J. M. (1923). A Tract on Monetary Reform. The Collected Writings of J. M. Keynes (CWJMK). v.IV, Cambridge: MacMillan Press, 1971.
- KEYNES, J.M. (1931a). The Consequences to the Banks of the Collapse of Money values. CWJMK v.9, 150-58, London: MacMillan.
- KEYNES, J. M. (1931b). Essays in Persuasion. CWJMK, v.IX, Cambridge: Macmillan Press, 1972.
- KEYNES, J. M. (1931-1939). World Crises and Policies in Britain and America, CWJMK, v.XI, Cambridge: MacMillan Press.
- KEYNES, J. M. (1932). A Treatise on Money. Cambridge: MacMillan Co. 1960.
- KEYNES, J. M. (1940-1944). Shaping the Post-War World-The Clearing Union, (CWJMK), v. XXV, Cambridge: MacMillan Press.
- KEYNES, J. M. (1941-1946). Activities 1941-1946: Shaping the Post-War World. Bretton Woods, (CWJMK), vol. XXVI, Cambridge: Macmillan Press.
- KEYNES, J. M. (1978a). A Teoria Geral do Emprego. In :KEYNES, Szmrecsányi, T. (org.), São Paulo: Ed Ática S.A. (originais 1937).

- KEYNES, J. M. (1978b). Inflação e Deflação. São Paulo: Abril Cultural.
- KEYNES, J. M. (1978c). Considerações sobre o Padrão-Ouro. In: Keynes, Szmrecsányi, T (org.), São Paulo: Ed. Ática S.A. (originais 1930)
- KEYNES, J. M. (1978d). O Fim do "laissez-Faire". In: Keynes, Szmrecsányi, T. (org.), (originais 1926).
- KEYNES, J. M. (1983). Teoria Geral do emprego, do Juro e do Dinheiro. São Paulo: Nova Cultural (originais 1936).
- KHOURY, S. J. (1990). The Deregulation of the World Financial Markets-Myths, Realities, and Impact. London: Printer Publishers.
- KHOURY, S. J. (Ed.) (1991). Recent Developments in International Banking and Finance. California: University of California.
- KING, R. G. and LEVINE, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter might be "right". Quarterly Journal of Economics, vol. 108, p.717-737.
- KNIGHT, F.H. (1972). Risco, Incerteza e Lucro. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura.
- KREGEL, J. A. (1976). Economic Methodology in the face of uncertainty: the modelling methods of Keynes and the Post-keynesians. The Economic Journal, n.86.
- KREGEL, J. A. (1984). Monetary production economics and monetary policy. Cahiers de LISMEA, tome XVIII, n.4, avril, série MP n.1.
- KREGEL, J. A. (1987). The changing place of money in Keynes's theory from the treatise to the general theory. In: Keynesian theory planning models and quantitative economics. Gandolfo, G. & Marzano, F. (Eds.).
- KREGEL, J. A. (1988). Financial Innovation and the Organisation of Stock Market Trading. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, n.167, p.367-386, december.
- KREGEL, J. A. (1990). The Integration of Micro and Macroeconomics through Macrodynamic Megacorps: Eichner and the "Post-Keynesians", Journal of Economic Issues, v. XXIV, n.2, june.
- KREGEL, J. A. (1992a). Some Considerations on the Causes of Structural Change in Financial Markets. Journal of Economic Issues, v.XXVI, n.3, set.

- KREGEL, J. A. (1992b). Universal Banking, US Banking Reform and Financial Competition in the EEC. BNL Quarterly Review, n.182, Set., p.231-253.
- KREGEL, J. A. (1994a). Notas sobre "Padrões" na obra de Keynes - Tratado e Teoria Geral. Ensaio FEE, Porto Alegre, (15) I:24-32.
- KREGEL, J. A. (1994b). Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European Monetary System. In: Employment, growth and finance economic reality and economic growth. Ed. Paul Davidson and J. A. Kregel, Edward Elgar.
- KREGEL, J. A. (1997). Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial fragility. Journal of Economic Issues, vol.XXXI, n.2, June.
- KRUGMAN, PAUL R. (1989). Exchange-Rate Instability. Cambridge: The MIT Press: Massachusetts.
- KRUGMAN, PAUL R. (1992). A Era do Conformismo - As expectativas econômicas Frustradas. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- KRUGMAN, P. (1995). Dutch tulips and emerging markets. Foreign Affairs, vol.74, n.4, July/August, p. 28-44.
- LAKONISHOK, J. et alii (1992). The Structure and Performance of the Money Management Industry. Brookings Papers.
- LANDES, D. S (1960). The structure of enterprise in the nineteenth century - the cases of Britain and Germany. Stockholm:reprinted from the rapports of the XIe Congrès International des Sciences Historiques, v. V, Histoire Contemporaine.
- LAVOIE, M. (1986/87). Systemic Financial Fragility: A Simplified View. Journal of post Keynesian Economics.
- LAWSON, T. & PESARAN, H. (1985) (Eds.) - Keynes' Economics-Methodological Issues. Armonk: New York: M. E. Sharpe, Inc.
- LAWSON, C. L. & LAWSON, L. L. (1990). Financial System Restructuring: Lessons from Veblen, Keynes and kalecki. Journal of Economic Issues v.XXIV, n.1, March.
- LES CAHIERS FRANÇAIS (1986). Les Systèmes Financiers. Paris: la documentation française, n.224, janvier-février.
- LEVI, M. L. (1993). A Evolução da Estrutura Financeira das Empresas japonesas no período recente. São Paulo: IESP/FUNDAP, mimeo.

- LEWINSOHN, R. (1945). Trustes e Cartéis: suas origens e influências na economia mundial. Porto Alegre: ed. Livraria Globo.
- LIMA, M. L. P. (1985). O euromercado e a expansão do capital financeiro internacional. Campinas: UNICAMP/IE. Dissertação de Mestrado.
- MADI, M.A.C. Política Monetária no Brasil: Uma Interpretação Pós-Keynesiana. Tese de Doutorado, IE-UNICAMP, 1993.
- MARX, K. (1977). El Capital. Crítica de la economía política. México: Siglo veintiuno editores, Tomo III, vol.7.
- MATHIAS, P. (1969). The First Industrial Nation: An Economic History of Britain, 1700-1914. London.
- MAYER, C. (1990). Financial Systems, corporate Finance and Economic Development. In: Hubbard, R. G. (ed.), asymmetric Information, corporate Finance and Investment, Chicago: NBER, The University of Chicago Press.
- MERTON, R. C. (1995). Influence of Mathematical models in finance on practice: past, present and future. In: Mathematical Models in Finance. Howinson, S. D., Kelly, F. P. and Wilmott, P. (Eds.). London: The Royal Society and Chapman & Hall.
- MILLER, M. H. (1988). The Modigliani-Miller Propositions after thirty Years. Journal of Economics Perspectives, vol.2, n.4, fall.
- MILLER, M. H. (1991). Leverage. The Journal of Finance, vol. XLVI, n.2, june.
- MILLER, M. H. (1991). Financial Innovations and Market Volatility. Cambridge Ma & Oxford UK, Blackwell.
- MINSKY, H. P. (1964). Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions. American Economic Review 54 (May): p.324-35.
- MINSKY, H. P. (1975). John Maynard Keynes. New York: Columbia University Press.
- MINSKY, H. P. (1982). Can "It" happen Again: essays on Instability and Finance. Armonk: New York: M.E.Sharpe.
- MINSKY, H. P. (1984). Financial Innovations and Financial instability: Observations and Theory. In: Financial Innovations - Their Impact on Monetary Policy and Financial markets. The federal reserve bank of St.Louis, Boston: Kluwer - Nijhoff Publishing.

- MINSKY, H. P. (1985). La Structure Financière: Endettement et Crédit". In: Barrère, A. (Coord.), Keynes Aujourd'hui: Théories et Politiques. Paris: Economica.
- MINSKY, H. P. (1986a). Stabilizing an Unstable Economy. New haven.Conn.: Yale University Press.
- MINSKY, H. P. (1986b). The Evolution of Financial Institutions and The performance of the Economy. Journal of Economic Issues, v.XX, n.2, june.
- MINSKY, H. P. (1990). Financing Activity in the 1990's:the impact of Financial Structure and Initial Conditions upon System Performance. (mimeo).
- MINSKY, H. P. & FERRI, P. (1991). Market Processes and Thwarting Systems. november. (mimeo).
- MINSKY, H. P. (1993a). Finance and Stability: The Limits of Capitalism. Working Paper series, n.93, (mimeo).
- MINSKY, H. P. (1993b). The Essential Characteristics of Post-Keynesian Economics. sept (mimeo).
- MINSKY, H. P. (1993c). Financial Integration and National Economic Policy. (mimeo).
- MINSKY, H. P. (1996). Uncertainty and the Institutional structure of Capitalist Economies. Journal of Economic Issues. vol.XXX, n.2, june.
- MIRANDA, J. C. R. (1992). Câmbio,Juros e Fisco:A Experiência Internacional. Campinas: UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- MIROWSKI, P. (1981). The Rise (and retreat) of a Market:English joint stock shares in the Eighteenth Century. Journal of Economic History, n.41, sept.
- MONTHLY REVIEW (1992). Globalization-To What End?, part.I e part.II, v.43, n.9, february.
- MORAN, M. (1986). The Politics of Banking-The Strange case of Competition and Credit control. London: Macmillan, second edition.
- MORRIS, T et alii (Eds.)  ()-japanese Capitalism since 1945 - critical perspective. Armonk: M. E. Sharpe Book.
- NAVIN, T. R. & SEARS, M. V. (1955). The Rise of the Market for Industrial securities, 1887-1902. Business History Review, 24.

- NEUBURGER, H. & STOKES, H. H. (1974). German Banking and Japanese Banking: A Comparative Analysis. Journal of Economic History, XXXIV, sept.
- NIGGLE, C. J. (1991). The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal. Journal of Economic Issues, v.XXV, n.1, March.
- OCDE (1989). Économies en Transition-L'ajustement structurel dans les Pays de l'OCDE.
- O'DONNELL, L. A. (1973). Rationalism, Capitalism, and the Entrepreneur: The Views of Veblen and Schumpeter. History of Political Economy, spring, p.199-214.
- OLIVEIRA, Carlos A. B. de (1985). O Processo de Industrialização do Capitalismo Originário ao Atrasado. Tese de Doutorado, IE-UNICAMP, mimeo, Campinas.
- ORLÉAN, A. (1986). Mimétisme et anticipations rationnelles: une perspective keynésienne. Recherches économiques de Louvain, 52(1).
- ORLÉAN, A. (1987). Anticipations et conventions en situation d'incertitude. Conceptions de la monnaie: un enjeu théorique, Paris. Chaires d'économie politique, Anthropos, p.153-172.
- ORLÉAN, A. (1989). Pour une approche cognitive des conventions économiques. Revue économique, v.40, n.2 Mars.
- ORLÉAN, A. (1990). le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers. Revue Économique, v.41, n.5, sept.
- ORLÉAN, O. (1992). Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers. Revue Économique, v.43, n.4, juillet.
- OZAWA, T. (1989). Le recyclage des Excédents Japonais. Paris: OCDE.
- PANICO, C. (1988). Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution. London: Macmillan.
- PARBONI, R. (1981). The Dollar and Its Rivals. London, NBL and Verso.
- PARKER, W. (ed.) (1986). Economic History and the Modern Economist. Oxford: Basil Blackwell.
- PASINETTI, L. (1963). The Rate of Profit and the rate of economic growth. Review of Economic Studies, 29, p.267-79.
- PAYNE, P. L. (1974). British Entrepreneurship in the Nineteenth Century. London.

- PETERSON, W. C. (1977). Institutionalism, Keynes, and the Real World. Journal of Economic Issues, v.XI, n.2, June.
- PHELBY, J. (ed.) (1989). New Directions in Post-Keynesian Economics. London: Edward Elgar Publishing Limited.
- PHILLIPS, R. J. (1988). Veblen and Simons on credit and Monetary Reform. Southern Economic Journal, July, p.171-81.
- PIERCE, J. L. (1991). The Future of Banking. A Twentieth Century Fund Report, New Haven: Yale University Press.
- PIVETTI, M. (1985). On the Monetary explanation of distribution. Political Economy. The Surplus Approach, 1 (2), p.73-103.
- PLATT, D. C. M. (1980). British Portfolio Investment Overseas before 1870: some doubts. The Economic History Review, second series, v.XXXIII, n.1, February.
- POLANYI, K. (1980). A Grande transformação - as origens da nossa época. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda.
- PORTES, R. & SWOBODA, A. (Eds.) (1987). Threats to international Financial Stability. Cambridge: Cambridge University Press.
- PRYOR, F. L. and ELLIOT SULCOVE. (1995). A note on volatility. Journal of Post Keynesian Economics. Summer, vol.17, n.4.
- RAINES, J. P. & LEATHERS, C. G. (1992). Financial Innovations and Veblen's Theory of Financial Markets. Journal of Economic Issues, v .XXVI, n.2.
- ROBINSON, J. (1969). The Accumulation of Capital. London: Macmillan.
- ROBINSON, J. & EATWELL, J. (1973). An Introduction to modern Economics. London: McGraw-Hill limited.
- ROSENBERG, N. & Jr., BIRDZELL, L. E. (1986). A História da Riqueza do Ocidente - A transformação econômica do mundo industrial. Rio de Janeiro: Editora Record.
- RUFFINI, P. B. (1983). Les Banques Multinationales. Paris: Presses Universitaires de France.
- SAKURA I, K. (1964). Financial Aspects of Economic development of Japan, 1868-1958. Tokyo: The science Council of Japan Division of Economics, Commerce and Business Administration economic series, #34.

- SCOTT, J. (1979). Corporations, Classes and Capitalism. London: Hutchinson of London.
- SCOTT, J. (1986). Capitalism Property and Financial Power - A Comparative Study of Britain, The United States and Japan. New York: University Press.
- SERVET, J. M. (1993). L'institution monétaire de la société selon Karl polanyi. Revue Économique, v.44, n.6, nov., Presses de la Fondation nationale des Science.
- SHACKLE, G. L. S. (1991). Origens da Economia Contemporânea. Invenção e tradição no pensamento econômico (1926-1939). São Paulo: Editora Hucitec.
- SHIFFER, H. F. (1962). The Modern Japanese Banking System. New York: University Publishers.
- SILBER, W. L. (1983). Recent Structural Change in the capital markets-the Process of financial Innovation. American Economic Review, papers and proceedings, May.
- SINGH, AJIT. (1997). Financial liberalisation, stockmarkets and economic development. Economic Journal, vol.107 (May), p.771-782.
- SIRIMARCO, H. G. (1994). Mercado de derivativos Financeiros. Rio de Janeiro: IBMEC julho.
- SOBEL, ROBERT (1967). Wall Street - A História da Bolsa de Nova York. Rio de Janeiro: Casa do Livro.
- SOLOW, R. M. (1982). On the Lender of last resort. In: Kindleberger, C.P. & Laffargue, J. P. (org.).
- STEINDL, J. (1945). Capital, Enterprise and Risk. Oxford Economic Papers, n.7. march.
- STEINDL, J. (1952). Maturity and Stagnation of the American Capitalism. Basil Blackwell, Oxford, reimpresso por Monthly Review Press, N.York, 1976.
- STEINDL, J. (1985a). Epargne et Endettement. In: Keynes aujourd'hui, op.cit. (org.) Barrère, A. Paris: Economica.
- STEINDL, J. & BHADURI, A. (1985b). The Rise of Monetarism as a Social Doctrine. In: Arestis, P. & Skouras, T. (orgs.) Post Keynesian Economic Theory-A challenge to neo classical economics. Brighton: Wheatsheaf Books Ltd.
- STIGLITZ, J. E. (1988). Why Financial Structure Matters. Journal of Economics Perspectives, vol.2. n.4, fall.

- STONE, I. (1977). British Direct and Portfolio Investment in latin America Before 1914. Journal of Economic History, v. XXXVII, n.3.
- SUSHKA, M. E. & BARRET, W. B. (1984). Banking Structure and the National capital Market, 1869-1914. Journal of Economic History, v.XLIV, n.2, june.
- SUZUKI, Y. (1989). Japan's Economic Performance and International Role. Tokyo: University of Tokyo Press.
- SWANEY, J.A. (1996). Comparative Risk Analysis: Limitations and Opportunities. Journal of Economic Issues, vol. XXX, n.2, june.
- TAKEDA, M. & TURNER, P. (1992). The liberalisation of japan's financial Markets: some major themes. BIS economic Papers, n.34, november.
- TAKEO, H. et alii (1991). Corporate Structure, liquidity, and investment: evidence from japanese industrial groups. The Quarterly Journal of Economics, february.
- TAVARES, M. C. & BELLUZZO, L. G. M (1981). Capital Financiero y Empresa Multinacional. In: Estevez, J. & Lichtensztejn, S. (comp.). Nueva fase del capital financiero. México, Nueva Imagem.
- TAVARES, M. C. & BELLUZZO, L. G. M. (1986). Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: Rego, J. M. (org.) Inflação Inercial. Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado. Rio de janeiro: Ed. Paz e Terra.
- TAVARES, M. C. (1990). Reestructuration Industrial y Políticas de Ajuste Macroeconomico. Campinas: IE/UNICAMP (mimeo).
- TAVARES, M. C. et alii (1991). Japão: Um caso exemplar de capitalismo organizado. Brasília: IPEA/CEPAL.
- TAYLOR, L. (1985a). A Stagnationist Model of Economic Growth. Cambridge Journal of economics, n.9.
- TAYLOR, L & O'CONNELL, S.A. (1985b). A Minsky Crisis. Quarterly Journal of economics, v.100, sept.
- TERZI, A. (1994). Is there an economic (non-neoclassical) explanation for the magic of the technical analysis of stock markets? In: Employment, growth and finance economic reality and economic growth. Ed. Paul Davidson and J. A. Kregel, Edward Elgar.
- TILLY, R. (1982). Mergers, External Growth, and finance in the development of large-Scale enterprise in Germany, 1880-1913. Journal of economic History, v.XLII, n.3.

- TOBIN, J. (1989). Financial Intermediaries. In: Money. The New Palgrave, Ed. Eatwell, J. et alii. London: Macmillan.
- TORRES FILHO, E. T. (1992). A Economia Política do Japão: reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras (1973-1990). Tese de Doutorado, IEI/UFRJ, março.
- TRAXLER, F. & UNGER, B. (1994). Governance, Economic Restructuring, and International Competitiveness. Journal of Economic Issues, v.XXVIII, n.1, march.
- TRIFFIN, R. (1972). O Sistema Monetário Internacional, Rio de Janeiro: Ed. Expressão e Cultura.
- TURNER, P. (1991). Capital Flows in the 1980s: A Survey of major trends. BIS Economic Papers, n.30, april.
- VEBLEN, T. (1924). Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times. London: Allen and Unwin.
- VEBLEN, T. (1966). Teoria da Empresa Industrial. Porto Alegre: Editora Globo.
- VOLCKER, PAUL A. (1991). "Financial Crises and the Macroeconomy". In Martin Feldstein (ed.), The Risk of Economic Crisis. Chicago: University Chicago Press.
- WHALEN, C. J. & STANFIELD, J. R. (1991). Stabilizing the unstable Economy: More on the Minsky-Simons Connection. Journal of Economic Issues, sept, vol. XXV, n.3.
- WHALEN, C. J. (1997). Money-Manager Capitalism and the End of Shared Prosperity. Journal of Economic Issues, vol.XXXI, n.2, june.
- WHITE, E. N. (1990). The stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited. Journal of Economic Perspectives, v.4, n.2.
- WOLFSON, M. H. (1990). The causes of financial instability. Journal of Post Keynesian Economics, v.12, spring.
- YOMOTO, M. et alii (1986). Financial innovation in Major Industrial Countries. In: Suzuki, Y & Yomo, H. (1986)(eds.) Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West, Tokyo: University of Tokyo Press.
- ZYSMAN, J. (1983). Governments, Markets, and Growth. Ithaca: Cornell University Press.